

06. April 2006

## COMPANY REPORT

Coverage: Seit Q1/2005



**Sektor:**  
Beteiligungsgesellschaft /  
Venture Capital

**EREIGNIS: GJ 2005 + Fondsbewertung**

**Rating (alt): KAUFEN**

**Rating: KAUFEN**

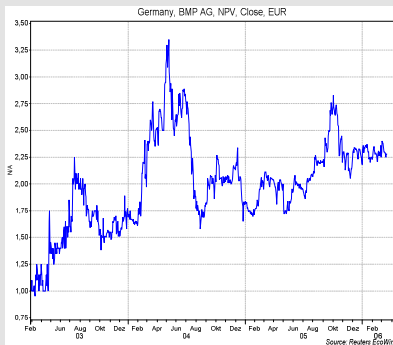
**Fair Value (alt) € 3,22**

**Fair Value (neu) € 4,60**

**Letzter Preis: € 2,35**

### Trade Sales und IPOs zu erwarten

- **Valuation: Sum Of The Parts Ansatz (VC-Portfolio und Dachfonds) zeigt Bewertungsspielraum**
- **Ausreichende Risikostreuung**
- **Hohe Exit-Aktivitäten zu erwarten**



#### SWOT

- + Erfahrenes u. eingespieltes Management
- + Breit diversiviziertes Portfolio
- + Fondsmanagement bringt mittelfristig mehr Sicherheit
- - VC Geschäft reagiert bisher wenig auf pos. Börsenentw.
- - Angelsächsische Konkurrenz

#### Analyst

Dr. Norbert Kalliwoda; CEFA  
DVFA-Analyst Dipl.-Kfm.  
+49 (69) 97205853  
nk@kalliwoda.com  
www.kalliwoda.com

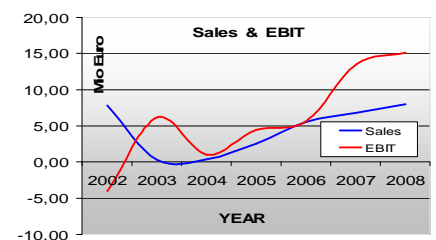
See also  
Kalliwoda Recommendations  
on Terminal: Bloomberg  
Reuters  
Thomson Financials  
JCF Factset

Copyright © 2006 DR. KALLIWODA | RESEARCH

#### COMPANY DESCRIPTION

bmp ist ein Venture Capital Investor und Private Equity Fonds Manager. bmp ist das einzige unabhängige börsennotierte VC Unternehmen in Deutschland und als erstes deutsches Unternehmen an der Börse Warschau gelistet. Durch die Kooperation mit König & Cie. sind neue Vertriebskanäle für Private Equity Fonds erschlossen worden. Die Branche hat die Talsohle durchschritten..

#### HISTORY & ESTIMATES



Figures in EUR	2002	2003	2004	2005	2006e
EPS Dr. Kalliwoda	-0,217	0,18	-0,09	0,11	0,29
EPS Consensus	-0,217	0,18	-0,09	0,20	0,29
Revenues (mln)	7,76	0,29	0,40	2,30	6,50
net Income (adj.)	-11,768	2,15	-1,12	2,00	5,14
net cash per share	0,08	0,24	0,81	0,43	0,86
net Cash	4,27	2,8	10,14	7,50	15,00
P/E	-2,3	13,0	-5,4	20,56	8,00
P/S	16,42	96,7	73,30	17,88	6,33

Price (curr)	2,35	Shares out (mln)	17,50
52w high	2,89	3M Avg Vol (000s)	74
52w low	1,53	Free Float (in %)	68,4%
Market Cap (mln)	41,125	Weight in Prime All Share	0,005%
Last Dividend	0	Reuters code	BTBKG.DE
Sales CAGR 02-06	3%	Bloomberg	BTBA
Web Page	www.bmp.com	WKN	330420

Source: bmp AG; DR. KALLIWODA | RESEARCH



## CONTENTS

<b>1. EXECUTIVE SUMMARY .....</b>	<b>3</b>
<b>2. FINANCIALS .....</b>	<b>3</b>
<b>2.1 Geschäftsjahr 2005 (vorläufige Zahlen) .....</b>	<b>4</b>
<b>2.1.1 Financials 2006.....</b>	<b>4</b>
<b>2.1.2 Financials bis 2008: Schätzung der Exits .....</b>	<b>4</b>
<b>3. VALUATION AND ESTIMATES .....</b>	<b>6</b>
<b>3.1 Venture Capital Beteiligungen .....</b>	<b>6</b>
<b>3.1.1 Bewertungsansatz für das bmp Beteiligungs-Portfolio.....</b>	<b>6</b>
<b>3.1.2 Darstellung der wichtigsten Beteiligungen im bmp Portfolio .....</b>	<b>8</b>
<b>3.2 Fondsmanagement König &amp; Cie.-Fonds .....</b>	<b>11</b>
<b>4. CHANCES AND RISKS .....</b>	<b>13</b>
<b>5. MANAGEMENT BOARD.....</b>	<b>13</b>
<b>6. GEWINN &amp; VERLUSTRECHNUNG BIS 2008 .....</b>	<b>13</b>
<b>7. SWOT ANALYSIS .....</b>	<b>14</b>
<b>8. CONTACT .....</b>	<b>15</b>
<b>9. DISCLAIMER .....</b>	<b>16</b>



## 1. EXECUTIVE SUMMARY

bmp ist ein führender Venture-Capital-Investor und Fonds-Manager in Deutschland und Polen. bmp investiert in Unternehmen zu günstigen Konditionen und veräussert diese nach einer erfolgreichen Entwicklung.

Im Oktober 2005 hat bmp ihre Beteiligung an der Röntec AG verkauft. Dadurch hat sich der Konzernumsatz in 2005 auf insgesamt € 2,3 Mio.

Jerini AG ist an die Börse gegangen und notiert im höchsten Segment des Kapitalmarktes, dem Prime Standard.

Die bmp AG und die Central & Eastern Europe Venture GmbH haben sich im Oktober 2005 an einer Kapitalerhöhung der polnischen Online-Mediaagentur ACR S.A. beteiligt und halten gemeinsam 25,2 %.

Potenzialträchtigstes Investment ist die Beteiligung an der auf die Entwicklung von innovativen Medikamenten spezialisierte Revotar Biopharmaceuticals AG. Vielversprechende klinische Phase II Ergebnisse für einen Wirkstoff gegen Asthma und Psoriasis erhöhen den Wert der Beteiligung.

### Valuation (Sum of the parts)

Basierend auf dem Potenzialwert-Ansatz gelangen wir zu einen fairen Wert von € 59,6 Mio bzw. € 3,41 je Aktie für das Beteiligungsportfolio der bmp AG.

Für das neue Geschäftssegment Private Equity Fonds und Private Equity Dachfonds errechnen wir einen Ertragswert auf unserem Discount Cashflow Modell von € 21 Mio. Beide Unternehmenspotenziale zusammengefasst, gelangen wir zu € 80,6 Mio bzw. € 4,60 je Aktie und empfehlen die Aktie zum Kauf.

### G&V-Schätzungen bis 2006

Wir prognostizieren für das laufende Jahr 2006 Erlöse aus dem Verkauf von Beteiligungen und Wertpapieren des Umlaufvermögens in Höhe von € 6,5 Mio (Sales Revenues). Wir gehen von zwei bis drei IPOs und zwei bis vier Tradesales in 2006 aus.

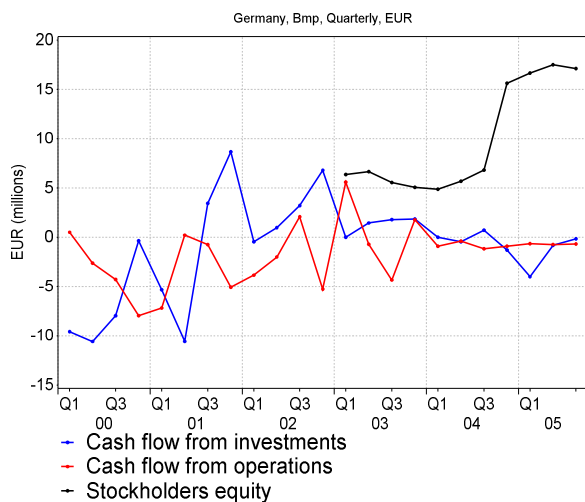


## 2. FINANCIALS

### 2.1. Geschäftsjahr 2005 (erstmalig nach IFRS)

bmp gab vorläufige Zahlen für das Geschäftsjahr 2005 bekannt. Der Umsatz stieg gegenüber 2004 um 229% auf € 2,3 Mio. Deutlich ist auch der EBITDA-Anstieg von € 1,2 Mio in 2004 auf € 5 Mio in 2005. Musste bmp in 2004 noch einen Konzernverlust von € – 1,1 Mio verbuchen, wurde in 2005 ein Konzernergebnis von € + 2 Mio erzielt. Der vorläufige Net Asset Value (NAV) betrug am Jahresende € 2,03 je Aktie im Vergleich zu € 1,82 je Aktie per Jahresende in 2004.

#### 2.1.1 Financials 2006



Die nebenstehende Graphik zeigt die Entwicklung der Cashflows from investments und Cash flows from operations. Typische starke Schwankungen durch Beteiligungskäufe und –verkäufe werden sichtbar und unterscheiden sich z.B. von produzierenden klassischen Unternehmen mit stetigen Cash flows. Die schwarze Kurve zeigt die in 2004 und 2005 stattgefundenen Kapitalerhöhungen (Stand heute: 17,5 Mio Aktien).

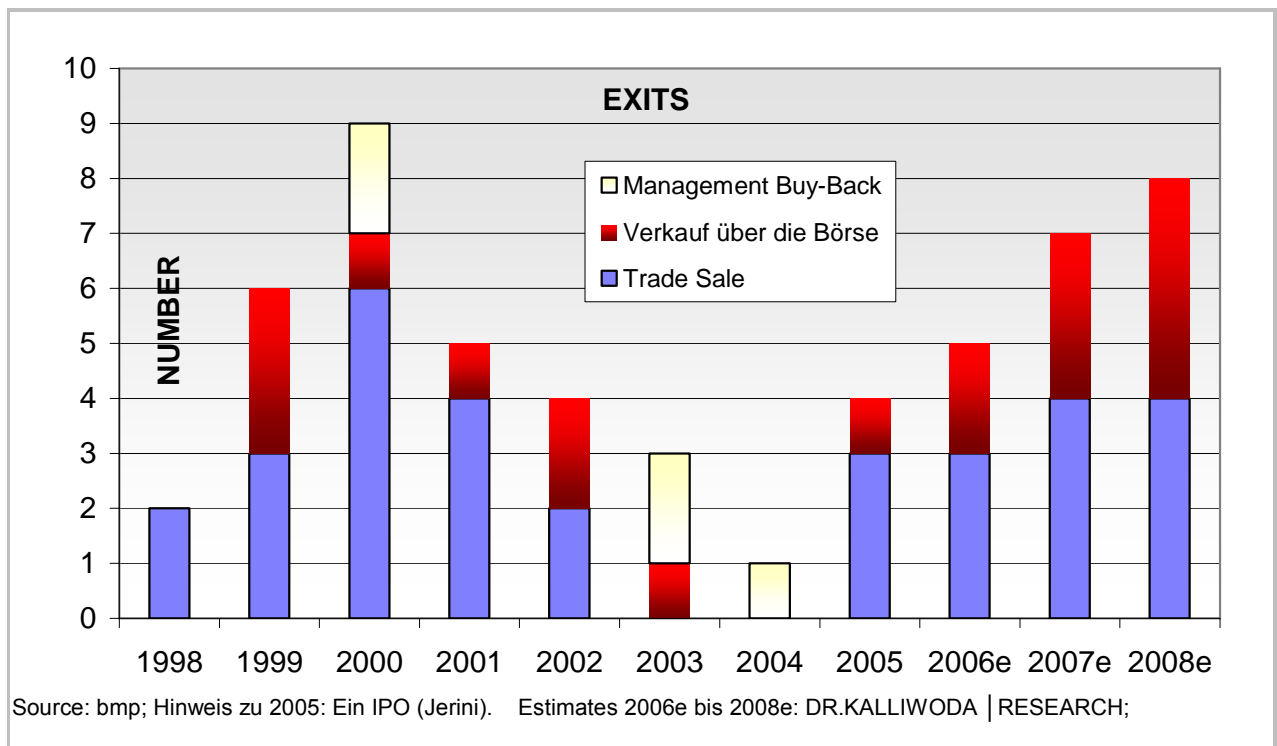


### Fortsetzung 2.1.1 Financials 2006

Wir rechnen in 2006 mit zwei bis drei IPO's und mit 2 bis 4 erfolgreichen Beteiligungsverkäufen (Tradesales) der bmp. Darauf basieren unsere Umsatz- und Gewinn-Schätzungen (siehe G&V-Rechnung in Kapitel 6). Zur Bewertung der bmp nehmen wir als Inventarwert den Net Asset Value und das unterstellte Wachstum des NAV heran. Wir ziehen als Grundlage den derzeitigen NAV nach den Richtlinien der EVCA (European Private Equity & Venture Capital Association) heran und schätzen die Wertentwicklung des Beteiligungsportfolios. Von den 22 Beteiligungsunternehmen (Stichtag 30. September 2005) werden drei Beteiligungen der bmp auf Basis einer Drittbewertung, sechs Beteiligungen werden durch Vergleichsmultiples und fünf zu Anschaffungskosten bewertet. Ferner werden fünf mit Anschaffungskosten minus Abschlag und drei Beteiligungen mit dem Wert Null angesetzt. Daraus ergibt sich ein Net Asset Value des Portfolios von € 34 Mio. Hinzu kommen werthaltige stille Beteiligungen und sonstige Aktiva. Davon abgezogen werden Verbindlichkeiten und Rückstellungen. Als Endresultat ergibt sich ein Net Asset Value für bmp von € 35,5 Mio bzw. € 2,03 je Aktie. Derzeit wird das Unternehmen mit einem Börsenwert von (€ 2,27 \* 17,5 Mio Aktien) € 39,725 Mio bewertet bzw. € 2,27 je Aktie.

### 2.1.2 Financials bis 2008: Schätzung der Exits

Folgende Graphik zeigt die vergangenen Jahre von 1998 bis heute sowie unsere Schätzungen für die Entwicklung der Trade Sales und Börsengänge bis 2008.





### 3. VALUATION AND ESTIMATES

#### 3.1 Venture Capital Beteiligungen

Die Höhe des Umsatzes und des Unternehmensertrages einer VC-Gesellschaft wird durch die Anzahl der Beteiligungsverkäufe und die Höhe der erzielten Verkaufspreise definiert. Beteiligungsverkäufe hängen stark von den jeweiligen Kapitalmarktsituationen und Bewertungsniveau ab.

##### 3.1.1 Bewertungsansatz für das bmp Beteiligungs-Portfolio

Eine VC-Gesellschaft kann mit einem Fonds verglichen werden. Maßgeblich zur Bewertung ist der Inventarwert des Beteiligungsportfolios. Eine grosse Anzahl der Beteiligungen der bmp befinden sich in der Expansionsphase, so dass klassische Bewertungsansätze wie z.B. das DCF-Verfahren oder der Multiplikator-Peer-Group-Vergleich nur bedingt möglich sind.

Die meisten Beteiligungen der bmp sind nicht börsennotiert. Folgende alternative Bewertungsmethoden sind daher anzuwenden:

Bei einer profitablen Beteiligung mit positivem Cashflow ist ein Peer-Group-Vergleich als Bewertungsansatz möglich. Dabei erscheint uns ein Fungibilitätsabschlag von 30% als angebracht. Wenn sich ein zusätzlicher Investor an dem zu analysierenden Portfoliounternehmen beteiligt hat oder wenn ein Teil des Portfoliounternehmens veräussert wurde, dann erfolgt der Wertansatz auf der Basis der hierfür gezahlten Preise.

Wenn der potenzielle Verkaufserlös eines Portfoliounternehmens unter die Anschaffungskosten sinkt, ist ein kalkulierter Wertabschlag von 30% anzusetzen.

Sollte keine dieser Bewertungsalternativen anzuwenden sein, wird das Portfoliounternehmen zu Anschaffungskosten bewertet.

Die folgende Abbildung zeigt unsere einzelnen Potenzialwerte, die wir mit einer jeweiligen Bewertungsspanne aufzeigen:

bmp Beteiligungsportfolio				Realist. Bewertungsspanne in Mio Euro	
Unternehmen	Branche	Sitz	Anteil in %	von	bis
Revotar Biopharmaceuticals AG	Life Science	Henningsdorf	49,99	25	35
ergoTrade AG, Hallbergmoos	eCommerce	Hallbergmoos	49,99	1,2	2,4
workXL AG	eCommerce	Berlin	49,02	0,3	0,4
newtron AG	Software	Dresden	35,61	1	2
Nokaut sp.z o.o.	eCommerce		33,30	0,1	0,4
heliocentris Energiesysteme GmbH	Regenerierbare Energie	Berlin	37,29	3	6
bankier.pl S.A.	Financial Services	Breslau/Polen	25,82	1	1,9
K2 internet S.A.	Marketing Services	Warschau/Polen	26,24	0,4	0,8
eHedge AG	Financial Services	Frankfurt a.M.	25,53	0,5	1,5
eprofessional GmbH	Marketing Services	Hamburg	25,48	2	3
Tom's Guides Publishing AG	Financial Services	Unterföhring	20,00	1,5	2,5
YOC! AG	Marketing Services	Berlin	20,00	4	5
Shotgun Pictures GmbH	Financial Services	Stuttgart	20,00	0,1	0,3
Tembit Software GmbH	Software	Berlin	16,36	0	0
Gamigo AG	Online Publisher	Rheine	13,09	0,5	1
ACR S.A.	Marketing Services		12,60	0,4	0,8
TFG Capital AG	Financial Services	Marl	12,35	3	5
Socratic Technologies, Inc.	Marketing Services	San Francisco, USA	6,00	0,5	1
ETH European Telecommunication AG	Telecommunication	Frankfurt a.M.	2,29	0,8	1,2
Salt of Life International AG	Life Science	Baden	1,00	0	0
Jerini AG	Life Science	Berlin	0,48	0,4	0,7
				45,7	70,9
				17,5	17,5
				2,61	4,05
				3,33	je Aktie

Source: bmp; DR.KALLIWODA | RESEARCH



### Fortsetzung 3.1.1 Bewertungsansatz für das bmp Beteiligungs-Portfolio

Unsere Potenzialschätzungen zeigen eine aus unserer Sicht realistische Bewertungsspanne von € 45,7 Mio bis € 70,9 Mio. Das Brutto-Beteiligungsportfolio bewerten wir mit € 58,3 Mio (Mittelwert der Potenzialwertspanne). Um den fairen Wert der bmp-Aktie zu ermitteln, müssen die stillen Beteiligungen und sonstige Aktiva hinzugerechnet werden und die Verbindlichkeiten und Rückstellungen abgezogen werden. Folgende Tabelle zeigt dies:

bmp: Brutto- und Nettopotenzialwert in Mio Euro	
Bruttopotenzialwert	58,3
plus stille Beteiligungen und Darlehensforderungen	2,4
plus sonstige Aktiva	5,2
<u>minus Verbindlichkeiten und Rückstellungen</u>	<u>6,3</u>
Nettopotenzialwert	59,6

Quelle: bmp; DR.KALLIWODA | RESEARCH

Zu dem Bruttopotenzialwert von € 58,3 Mio sind wir durch unsere auf Basis des Ertragswertverfahrens abgeleiteten Unternehmenswerte gekommen. Wir wenden das Ertragswertverfahren bei Beteiligungen an, die wahrscheinlich für einen Verkauf geeignet erscheinen. Revotar, die wichtigste Beteiligung der bmp bewerten wir auf dieser Basis (möglicher Verkaufserlös). Als zweites Verfahren wenden wir den anteiligen Börsenwert von bereits börsennotierten Portfoliogesellschaften an. Die restlichen Beteiligungen bewerten wir mit den Investitionskosten mit Kürzungen von jeweiligen Abschreibungen.

Die Gründe für unseren geschätzten Brutto-Potenzialwert von € 58,3 Mio bzw. Netto-Potenzialwert von € 59,6 Mio liegen in der Tatsache begründet, dass bei 10 Gesellschaften ein hohes Bewertungspotenzial gegenüber dem derzeitigen jeweiligen Einzel-NAV-Wert liegt (siehe hierzu die Auflistung der aussichtsreichsten Beteiligungen weiter unten).

Das Management der bmp ist erfahren und entwickelt ihre Beteiligungen stetig fort. Allerdings bleiben die typischen Risiken von Venture-Capital-Gesellschaften bestehen. Das Geschäft der bmp ist relativ stark vom Börsenumfeld abhängig.





### 3.1.2 Darstellung der wichtigsten Beteiligungen im bmp Portfolio

Auf folgende Portfolio-Unternehmen wollen wir aufgrund ihres jeweils relativ hohen Bewertungspotenzial näher eingehen:

#### **Revotar Biopharmaceuticals AG:**

Revotar ist die wichtigste Biotechnologie-Beteiligung und größter Werttreiber des Portfolios. Wir sehen einen **Potenzialwert** dieses knapp 50%igen Anteils in einer Spanne von € **25 Mio bis € 35 Mio** liegen (wir berücksichtigen bei der Bewertung des Potenzialwertes des bmp-Portfolios bei der Revotar-Beteiligung einen Mittelwert von € 30 Mio).

Revotar entwickelt primär innovative Medikamente gegen chronische Entzündungskrankheiten. Hoffnungsvollstes Produkt ist Bimosiamose, das sich in einer sehr aussichtsreichen klinischen Phase II befindet. Es handelt sich um den weltweit am weitesten entwickelten Pan Selektin Antagonisten „Bimosiamose“ in den Indikationen Psoriasis und Asthma. Das zweitwichtigste Asset der Revotar-Pipeline ist die Pilotstudie für chronische Bronchitis (COPD). Damit gibt es eine vielversprechende Produktpipeline in stark wachsenden Blockbuster-Märkten.

Unserer Meinung nach kann dem Produkt Bimosiamose ein Projektwert von mehreren Millionen € zugerechnet werden.

#### **TFG AG:**

Aufgrund des niedrigen Einstiegspreises und der positiven Perspektiven von TFG bewerten wir die Beteiligung positiv mit einem **Potenzialwert** zwischen € **3 Mio bis € 5 Mio**. Dieser Wert stellt eine konservative Einschätzung von uns dar:

- Momentan hat das im bmp-Portfolio existierende 12,5%-Paket einen derzeitigen NAV pro TFG-Aktie von ca. 3 €. bmp hält 1,5 Mio Aktien (= € 4,5 Mio).
- Ferner macht die TFG gerade selbst Ansprüche von mind. € 16 Mio gegenüber den Ex-Vorständen geltend (+1,30 €/Aktie \* 1,5 Mio Aktien = € 1,95 Mio).
- bmp selbst arbeitet an weiteren möglichen Ansprüchen. Daher wäre auch ein Potenzialwert von über € 6 Mio darstellbar.

#### **Heliocentris Energiesysteme GmbH:**

Heliocentris Energiesysteme GmbH entwickelt und vertreibt Brennstoffzellen für den Einsatz als Lehrmittelsysteme. Hierzu sind Produkte für die Schulausbildung und die technische Ausbildung zu zählen. Das interessanteste an dieser Company sind jedoch deren Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten und das Angebot, Brennstoffzellensysteme und Komponenten für Geschäftskunden anzubieten.

Heliocentris bietet Systeme zur Wasserstofferzeugung und Wasserstoffspeicherung sowie Brennstoffzellen-Stacks an. Die Manager des Unternehmens gehen davon aus, im Segment Brennstoffzellen zukünftig mit Leistungen zwischen 100W und mehreren kW auch auf der Basis anderer Herstellermodule aufwarten zu können. Das Unternehmen ist profitabel und ist im Vergleich zu anderen Unternehmen der Brennstoffzellenindustrie stark unterbewertet. Unserer Meinung nach ist Heliocentris eines der interessantesten Beteiligungen der bmp. **Potenzialwert: € 3 Mio bis € 6 Mio.**





## Fortsetzung 3.1.2: wichtigste Beteiligungen

### **ergoTrade AG:**

Die ergoTrade AG (vormals Compubizz AG) bietet ein Leistungsspektrum von IT-Refurbishment bis IT-Remarketing, sowie den Kauf und Verkauf von Restposten bzw. Lagerbeständen bis zum Rollout von IT-Neuware an. Das Unternehmen betreibt einen b2b-Online-Marktplatz für IT-Hersteller und IT-Händler.

bmp ist seit 09/2000 an dem Unternehmen beteiligt und hält heute einen Anteil von 49,99%.

Die Beteiligung befindet sich in der Expansionsphase. Wir schätzen die EBIT-Marge der Beteiligung auf ca. 12% für 2005 mit zukünftig kontinuierlichen Wachstumsraten. Das Exit-Volumen schätzen wir auf € **1,2 bis 2,4 Mio.**

### **Tom's Guides Publishing AG:**

Das Unternehmen ist ein weltweit agierender Online-Publisher für Hardware. Weltweit greifen 5 Mio. Leser auf das meistbesuchteste Online-Magazin Tom's Hardware Guide im Hardware-Umfeld zu. Der Online-Dienst wird in acht Sprachen publiziert. bmp ist seit 11/1999 mit 20% beteiligt. Die EBIT-Marge schätzen wir hier auf 10 bis 15% für 2006, derzeit auf ca. 5%. Tom's Guides ist eine der wachstumsstärksten Beteiligungen im Portfolio der bmp. Den **Potenzialwert** schätzen wir auf € 1,5 bis 2,5 Mio.

### **newtron AG:**

newtron bietet umfassende Supplier Relationship Management (SRM) –Lösungen an. Damit werden Kunden in der strategischen Beschaffung durch Beratung und Bereitstellung elektronischer Beschaffungssysteme unterstützt. Der ASP-Betrieb wird bereits von namhaften Industriepartnern und beschaffenden Unternehmen in Anspruch genommen.

bmp ist seit 08/1999 beteiligt und hält derzeit einen Anteil von 41,79 %. Co-Venturing Partner sind Holtzbrinck networXs AG und Commerzbank AG. Ein realistisches Szenario für diese Beteiligung ist der Exit in 2006 mit einem **Potenzialwert** von € 1 Mio bis € 2 Mio.

### **Bankier.pl S.A.:**

Das Unternehmen bietet ein Finanz-Portal an, auf dem neben Finanzinformationen auch Kalkulatoren und Tools für Privat- und Geschäftskunden angeboten werden. Bankier unterstützt Banken beim eMarketing und stellt aktuellen Content bereit, damit Banken und Finanzinstitute ihre Zielgruppen erreichen können.

Auch die Vermittlung von Finanzprodukten gehört dazu. Das Geschäftskonzept ist vergleichbar mit Onvista in Deutschland.

bmp ist mit 25,82% beteiligt. Das IPO soll in Q2/2006 stattfinden. Der Potenzialwert, angelehnt an den neulich 5%igen Verkauf für 307 TEUR, liegt bei etwa 1,6 Mio für die verbleibenden 25,82%. Je nach IPO-Pricing sind auch 3 bis 5 Mio wahrscheinlich. In unserer portfolio-Betrachtung setzen wir ein **Potenzialwertspanne** von € 1 Mio bis € 1,9 Mio an.

### **eprofessional AG:**

Das Unternehmen ist Anbieter von Suchmaschinen-Marketing-Services in Europa. Suchmaschinen-Marketing bedeutet gezielte und dauerhafte Platzierung von Produkten und Dienstleistungen auf den Ergebnisseiten von Suchmaschinen. Suchwortbasierte Online-Werbung (Sponsored Links, Keyword-Banner). Außerdem erstellt das Unternehmen Analysen über die Effektivität von Online-Marketing-Aktivitäten. bmp ist an dem Unternehmen seit 6/2000 mit 25,48 % beteiligt. Wir gehen noch in diesem Jahr von einem Exit-**Potenzialwert** von € 2 Mio bis € 3 Mio aus.



### Yoc! AG:

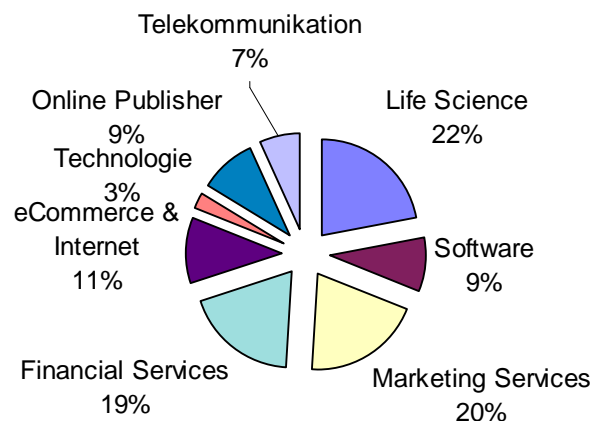
Yoc! (= your opinion counts!) bietet über ihre Handy-Direktmarketing-Plattform interaktives Marketing und somit vielseitig einsetzbare M-Commerce-Lösungen für die Handy-Generation. Hauptasset sind die 2,2 Millionen detaillierten Nutzerprofile und die individualisierten Auswertungsmöglichkeiten der eingehenden SMS.

Dies ermöglicht One-to-One-Marketing, Kundenbeziehungs-Management und Marktforschung. Die junge, lifestyleorientierte Zielgruppe (13-35jährige Handybesitzer) ist interessant für Markenartikler, Handel und Medien.

Wir gehen für 2006 von einem Exit-Potenzialwert von € 4 Mio bis € 5 Mio aus.

Folgende Graphik zeigt die Investitionsstruktur der bmp.

### Investitionsstruktur zu Anschaffungskosten per 31.12.2005



### Resumee:

Die oben beschriebenen 8 Beteiligungen ohne Revotar entsprechen einer von uns geschätzten Potenzialwertspanne von € 17,2 Mio bis € 26,8 Mio. Die konservative Schätzung von Revotar beläuft sich auf zusätzliche € 25 Mio bis € 35 Mio.

Die verbleibenden 12 Beteiligungen schätzen wir auf einen aggregierten Potenzialwert von € 3,5 Mio bis € 7,1 Mio. Dabei bewerten wir einige Beteiligungen mit € 0.

Insgesamt schätzen wir das bmp-Portfolio auf einen Nettopotenzialwert von € 59,6 Mio auf Sicht von 18 Monaten. Hinzu kommt das Fondsgeschäft, siehe hierzu folgendes Kapitel 3.2) mit einem auf Basis unseres DCF-Modells errechneten Barwert von € 21 Mio. Beide Unternehmenssegmente addiert, erhalten wir einen fairen Unternehmenswert von € 80,6 Mio bzw. € 4,60 je Aktie. Wir empfehlen die Aktie zum Kauf (Kursziel von € 4,60).



### 3.2 Fondsmanagement König & Cie.–Fonds

Um das Geschäftsfeld Fondsmanagement zu bewerten, treffen wir folgende Annahmen:  
Der erste Fonds wurde 2005 zum Vertrieb zugelassen. Es sind derzeit € 16,3 Mio Assets under Management. Das Volumen wächst nach unseren Annahmen kontinuierlich auf 480 Mio € im Jahr 2020. Bei Dachfonds beträgt die Verwaltungsgebühr in der Regel um die 1% p.a., während bei direkten Fonds - wie für die KfW - die jährlichen Verwaltungsgebühren deutlich höher liegen. Die performance-abhängige Gebühr greift ab einer Performance von über 10%. bmp erhält 5% von der absoluten Gewinnhöhe, die oberhalb der 10%igen Gewinnhürde liegt.

Wir betrachten drei verschiedene Szenarien hinsichtlich der Managementleistung:

Gesamtpformance von 10%, d.h. eine Outperformance von 0%

Gesamtpformance von 15%, d.h. eine Outperformance von 5%

Gesamtpformance von 20%, d.h. eine Outperformance von 10%

Folgende Tabellen zeigen die einzelnen Szenarien:

a) Outperformance von 0%															
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Assets under Management	25	48	90	140	180	210	240	270	300	330	360	390	420	450	480
Administration Fee 1%	0,25	0,48	0,9	1,4	1,8	2,1	2,4	2,7	3	3,3	3,6	3,9	4,2	4,5	4,8
5% Carry von 0% Outperformance	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kosten	0,125	0,24	0,45	0,56	0,72	0,84	0,72	0,81	0,9	0,99	1,08	1,17	1,26	1,35	0,96
Netto Ergebnis	0,125	0,24	0,45	0,84	1,08	1,26	1,68	1,89	2,1	2,31	2,52	2,73	2,94	3,15	3,84
Netto Ergebnis abgezi. (Barwert *)	0,125	0,218	0,372	0,631	0,738	0,782	0,948	0,97	0,98	0,98	0,972	0,957	0,937	0,912	1,011
Summe Barwerte	11,53														
Terminalwert **)	9,5														
Geschätzt. Wert des Fondsgeschäftes	21,03														

\*) Abdiskontierung der Barwerte mit 10%.  
\*\*) Wir beziehen uns nur auf die Administration Fee von 1% auf ein konstant angenommenes Fondsvolumen ab dem Jahr 2020

Source: DR.KALLIWODA | RESEARCH

b) Outperformance von 5%															
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Assets under Management	25	48	90	140	180	210	240	270	300	330	360	390	420	450	480
Administration Fee 1%	0,25	0,48	0,9	1,4	1,8	2,1	2,4	2,7	3	3,3	3,6	3,9	4,2	4,5	4,8
5% Carry von 5% Outperformance	0,063	0,12	0,225	0,35	0,45	0,525	0,6	0,675	0,75	0,825	0,9	0,975	1,05	1,125	1,2
Kosten	0,125	0,24	0,45	0,56	0,72	0,84	0,72	0,81	0,9	0,99	1,08	1,17	1,26	1,35	0,96
Netto Ergebnis	0,188	0,36	0,675	1,19	1,53	1,785	2,28	2,565	2,85	3,135	3,42	3,705	3,99	4,275	5,04
Barwerte *)	0,188	0,327	0,558	0,894	1,045	1,108	1,287	1,316	1,33	1,33	1,319	1,299	1,271	1,238	1,327
Summe Barwerte	15,84														
Terminalwert **)	9,5														
Geschätzt. Wert des Fondsgeschäftes	25,34														

\*) Abdiskontierung der Barwerte mit 10%.  
\*\*) Wir beziehen uns nur auf die Administration Fee von 1% auf ein konstant angenommenes Fondsvolumen ab dem Jahr 2020

Source: DR.KALLIWODA | RESEARCH

c) Outperformance von 10%															
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Assets under Management	25	48	90	140	180	210	240	270	300	330	360	390	420	450	480
Administration Fee 1%	0,25	0,48	0,9	1,4	1,8	2,1	2,4	2,7	3	3,3	3,6	3,9	4,2	4,5	4,8
5% Carry von 10% Outperformance	0,125	0,24	0,45	0,7	0,9	1,05	1,2	1,35	1,5	1,65	1,8	1,95	2,1	2,25	2,4
Kosten	0,125	0,24	0,45	0,56	0,72	0,84	0,72	0,81	0,9	0,99	1,08	1,17	1,26	1,35	0,96
Netto Ergebnis	0,25	0,48	0,9	1,54	1,98	2,31	2,88	3,24	3,6	3,96	4,32	4,68	5,04	5,4	6,24
Netto Ergebnis abgezi. (Barwert *)	0,25	0,436	0,744	1,157	1,352	1,434	1,626	1,663	1,679	1,679	1,666	1,64	1,606	1,564	1,643
Summe Barwerte	20,14														
Terminalwert **)	9,5														
Geschätzt. Wert des Fondsgeschäftes	29,64														

\*) Abdiskontierung der Barwerte mit 10%.  
\*\*) Wir beziehen uns nur auf die Administration Fee von 1% auf ein konstant angenommenes Fondsvolumen ab dem Jahr 2020

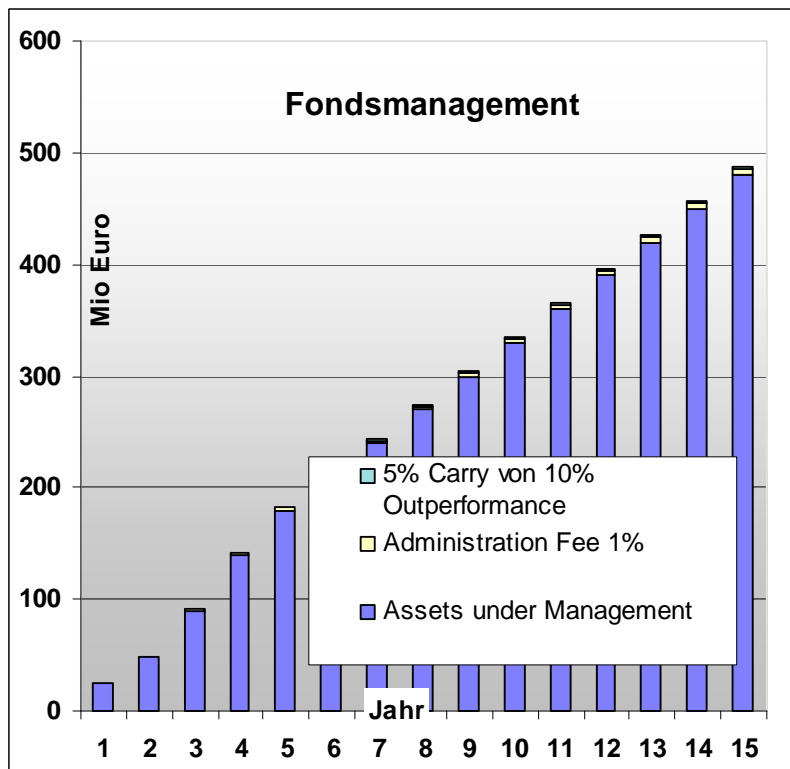
Source: DR.KALLIWODA | RESEARCH



## Fortsetzung 3.2 Fondsmanagement

In allen Szenarien berücksichtigen wir Kosten, die zu Beginn 50% der Umsätze betragen. Über die Folgejahre reduzieren sie sich bis zu 20% in 2020 wegen des ansteigenden Fondsvolumens (Skaleneffekte). Für die Bewertung des Fondsgeschäftes entscheiden wir uns für das schwächste Szenario a) Outperformance von 0%. Danach hat das Fondssegment einen fairen Wert von € 21 Mio bzw. € 1,2 je Aktie.

Die folgende Graphik zeigt unsere prognostizierte Entwicklung des Fondsvolumens und der 1%igen Administration Fee sowie der Vergütung einer Outperformance Gebühr (hier von 5%).





## 4. CHANCES AND RISKS

Wir rechnen mit einer Überrendite der bmp-Aktie (siehe Kapitel 2 und 3) gegenüber anderen Anlageklassen wie der Einzelaktie eines deutschen Index bzw. gegenüber der Benchmark Prime Standard.

Die erwartete Überrendite der bmp-Aktie beinhaltet ein höheres Risiko gegenüber größeren Aktiengesellschaften mit hoher Börsenliquidität. Der Aktionär von bmp hat das Risiko, dass die Beteiligungen der bmp weniger handelbar und teilbar sind als Aktien. Auch die Informationseffizienz ist bei einem Portfolio, das zum größten Teil aus nicht gehandelten börsennotierten Wertpapieren besteht, geringer als bei Aktien. Dies rechtfertigt eine relativ hohe Risikoprämie der bmp-Aktie.

## 5. MANAGEMENT-BOARD

Das qualifizierte Management von bmp zeigt Kernkompetenz in den Anlageklassen Venture-Capital und Private Equity. Dem Vorstand gehören Oliver Borrmann, Ralph Günther und Andreas van Bon an. Im Aufsichtsrat sitzen Prof. Dr. Roland Berger, Gerd Schmitz-Morkramer und Uwe Ahrens.

## 6. GEWINN & VERLUSTRECHNUNG BIS 2008<sup>e</sup>

bmp		Profit and loss statement (Figures in EUR mln, unless otherwise noted)					
	2003	2004	2005 <sup>e</sup>	2006 <sup>e</sup>	2007 <sup>e</sup>	2008 <sup>e</sup>	
Sales revenue	0,29	0,40	2,30	6,50	6,80	8,00	
Consulting revenue	0,15	0,30	0,70	1,20	1,00	1,30	
Other operating income	9,07	3,83	5,00	4,00	3,80	3,80	
<b>Gross profit</b>	<b>9,51</b>	<b>4,54</b>	<b>8,00</b>	<b>11,70</b>	<b>11,60</b>	<b>13,10</b>	
Cost of materials							
Reduction in book value of investm.	-0,53	0,00	-1,15	-1,95	-1,00	-1,00	
Wages and salaries	-1,06	-0,90	-0,90	-0,90	-0,90	-1,00	
social security contributions and pension costs support	-0,15	-0,13	-0,13	-0,13	-0,13	-0,14	
Depreciation on intangible fixed assets as well as on capitalised costs for expan	-0,10	-0,08	-0,09	-0,13	-0,10	-0,15	
Other operating expenses	-1,54	-2,36	-2,00	-2,00	-2,20	-2,50	
<b>Operating profit</b>	<b>6,13</b>	<b>1,06</b>	<b>3,93</b>	<b>6,59</b>	<b>15,80</b>	<b>17,75</b>	
Operating margins	64,5%	23,4%	49,1%	56,3%	136,2%	135,5%	
Income from investments	0,57	0,37	0,40	0,40	0,60	0,60	
Other interest and similar income	0,35	0,22	0,20	0,15	0,20	0,20	
Depreciation on financial assets	-3,31	-1,53	-1,20	-1,10	-1,20	-1,30	
Interest and similar expenses	-1,59	-1,24	-1,10	-0,90	-0,70	-0,70	
<b>Profit on ordinary activities</b>	<b>2,15</b>	<b>-1,12</b>	<b>2,03</b>	<b>5,14</b>	<b>15,10</b>	<b>17,05</b>	
Tax on income and earnings	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Other taxes	0,00	-0,45	0,00	0,00	0,00	0,00	
<b>Consolid.net profit/loss for the year</b>	<b>2,15</b>	<b>-1,12</b>	<b>2,03</b>	<b>5,14</b>	<b>15,10</b>	<b>17,05</b>	

Quelle: bmp; DR.KALLIWODA | RESEARCH



## 7. SWOT ANALYSIS

### Stärken:

- Erfahrenes, etabliertes und eingespieltes Management-Team mit ansehnlichem Track Record
- Breite Diversifikation und gesunde Struktur des Portfolios
- Beteiligungsmanagement inkl. aller erforderlichen Controlling-/Reporting-Tools

### Schwächen:

- VC-Geschäft in den Heimatmärkten Deutschland und Polen noch unterentwickelt, dadurch ggfs. Liquiditätsschwäche für Neuinvestitionen
- Einige Beteiligungen sind unrentabel.

### Chancen:

- Günstige Einstiegsgelegenheiten durch allgemein niedrige Bewertungen
- Erwartung einer Marktbelebung für Verkäufe (Exits)
- Enge Verbindungen zu Polen
- Fonds-Management für Dritte

### Risiken:

- Negative Börsenentwicklung
- Verstärkte Investitionen ausländischer (insbesondere angelsächsischer) Wettbewerber



## 8. CONTACT



Alt-Moabit 59-61  
 10555 Berlin  
 Tel.: +49 (30) 20 30 5-0  
 Corinna Riewe, Investor Relations

<b>DR. KALLIWODA   RESEARCH</b>		Unterlindau 22 60323 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 Fax.: 069-13 30 38 52 26 2 www.kalliwoda.com
Head: <b>Dr. Norbert Kalliwoda</b> E-Mail: <a href="mailto:nk@kalliwoda.com">nk@kalliwoda.com</a>	CEFA-Analyst; University of Frankfurt Economics; Dipl.-Kfm.	<u>Sectors:</u> IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials
<b>Dr. Christoph Piechaczek</b> E-Mail: <a href="mailto:cp@kalliwoda.com">cp@kalliwoda.com</a>	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
<b>David Schreindorfer</b> E-Mail: <a href="mailto:ds@kalliwoda.com">ds@kalliwoda.com</a>	MBA, Investment Management (Candidate 2006); Univ. Frankfurt/ Univ. Iowa (US).	<u>Sectors:</u> IT/Logistics; Quantitative Modelling
<b>Hellmut Schaarschmidt;</b> E-Mail: <a href="mailto:hs@kalliwoda.com">hs@kalliwoda.com</a>	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt.	<u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
<b>Nele Rave</b> E-Mail: <a href="mailto:nr@kalliwoda.com">nr@kalliwoda.com</a>	Lawyer; Native Speaker, German School London	<u>Translations English</u>

Also view Sales and Earnings Estimates:

DR.KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of **Bloomberg,**  
**Thomson Financials ,**  
**Reuters,**  
**JCF Factset and on**  
**Multex.net.**





## 9. DISCLAIMER

### Rating Key/Anlage-Rating-System:

<b>KAUFEN:</b>	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens 20 % aufweisen	<b>BUY</b>
<b>AKKUMULIEREN:</b>	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 10% und 20% aufweisen	<b>ACCUMULATE</b>
<b>HALTEN:</b>	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 10% und - 10% aufweisen	<b>HOLD</b>
<b>REDUZIEREN:</b>	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen -10% und - 20% aufweisen	<b>REDUCE</b>
<b>VERKAUFEN:</b>	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens - 20 % aufweisen	<b>SELL</b>

### Additional Disclosure/Erklärung

DR.KALLIWODA | RESEARCH hat diese Analyse auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, gefertigt. Wir arbeiten so exakt wie möglich. Wir können aber für die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen und Meinungen keine Gewährleistung übernehmen.

Diese Studie ersetzt nicht die persönliche Beratung. Diese Studie gilt nicht als Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der in dieser Studie angesprochenen Anlageinstrumente. Daher rät DR.KALLIWODA | RESEARCH, sich vor einer Wertpapierdisposition an Ihren Bankberater oder Vermögensverwalter zu wenden.

Diese Studie ist in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 ( in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Diese Studie darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Die Verteilung dieser Studie in andere internationale Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Studie gelangt, sollten sich über gegebenenfalls vorhandene Beschränkungen informieren und diese einhalten.

DR.KALLIWODA | RESEARCH sowie Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in dieser Studie erwähnten Wertpapieren oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Wertpapiere oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern.

### Mögliche Interessenskonflikte

Weder DR.KALLIWODA | RESEARCH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals;
- war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt;
- hält an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals;
- hat die analysierten Wertpapiere auf Grund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut.

Nur mit dem Unternehmen bmp AG bestehen vertragliche Beziehungen zu DR.KALLIWODA | RESEARCH für die Erstellung von Research-Studien.

Durch die Annahme dieses Dokumentes akzeptiert der Leser/Empfänger die Verbindlichkeit dieses Disclaimers.



## Global Disclaimer

The information and opinions in this analysis were prepared by DR. KALLIWODA | RESEARCH. The information herein is believed by DR. KALLIWODA | RESEARCH to be reliable and has been obtained from public sources believed to be reliable. With the exception of information about DR. KALLIWODA | RESEARCH, DR. KALLIWODA | RESEARCH makes no representation as to the accuracy or completeness of such information.

Opinions, estimates and projections in this report constitute the current judgement of the author as of the date of this analysis. They do not necessarily reflect the opinions, projection, forecast or estimate set forth herein, changes or subsequently becomes inaccurate, except if research on the subject company is withdrawn. Prices and availability of financial instruments also are subject to change without notice. This report is provided for informational purposes only. It is not to be construed as an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell any financial instruments or to participate in any particular trading strategy in any jurisdiction. The financial instruments discussed in this report may not be suitable for all investors and investors must make their own investment decision using their own independent advisors as they believe necessary and based upon their specific financial situations and investment objectives. If a financial instrument is denominated in a currency other than an investor's currency, a change in exchange rates may adversely affect the price or value of, or the income derived from, the financial instrument, and such investor effectively assumes currency risk. In addition, income from an investment may fluctuate and the price or value of financial instruments described in this report, either directly or indirectly, may rise or fall. Furthermore, past performance is not necessarily indicative of future results.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person for any purpose without DR. KALLIWODA | RESEARCH's prior written consent. Please cite source when quoting.