

bmp AG

Stärken und Chancen

- *Gute Portfolioentwicklung:* Mit durchschnittlichen Erlöszuwächsen von 30-40 Prozent in den letzten beiden Jahren haben sich die Portfoliogesellschaften positiv entwickelt, so dass nun einige Exits in greifbare Nähe rücken.
- *Chancen im polnischen Markt:* bmp hat seinen zweiten Investitionsschwerpunkt neben Deutschland auf den polnischen Markt gelegt. Dank der frühzeitigen Positionierung – die Gesellschaft hat schon seit 1999 ein Team vor Ort – sehen wir hier noch enorme Möglichkeiten für lukrative Deals.
- *Entwicklung bei TFG vor positiver Wende:* Mitte Februar hat der Aufsichtsrat der 12,5-prozentigen Beteiligung TFG Capital AG eine Schadensersatzklage gegen frühere Vorstände eingeleitet. Durch diesen Schritt, der von bmp über einen Sonderprüfungsantrag maßgeblich forciert wurde, könnten TFG über 16 Mio. EUR zufließen.
- *Hohes Kurspotenzial bei planmäßiger Entwicklung:* Der überschlägige Potenzialwert des Portfolios, basierend auf der Annahme einer planmäßigen Weiterentwicklung der wichtigsten Beteiligungen, liegt bei 82,2 Mio. Euro. Je Aktie entspricht das einem Unternehmenswert von 4,77 Euro.

Schwächen und Risiken

- *Abhängigkeit vom Börsenklima:* Die Möglichkeit, einzelne Beteiligungen zu lukrativen Konditionen zu veräußern, folgt erfahrungsgemäß dem Zyklus der Börsen. Dies gilt nicht nur für den Exitkanal IPO, sondern mittelbar, über die herrschenden Bewertungsmaßstäbe, auch für die übrigen Veräußerungsvarianten.

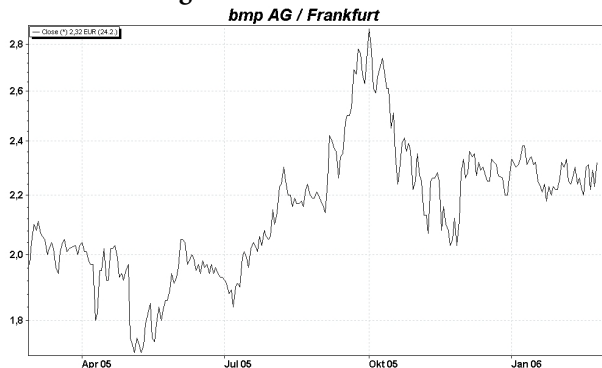
Spekulativ kaufen (unverändert)

Aktueller Kurs 2,30 Euro

Stammdaten

ISIN	DE0003304200
Branche	Venture Capital
Sitz der Gesellschaft	Berlin
Internet	www.bmp.com
Ausstehende Aktien	17,5 Mio. Stück
Marktsegment	Prime Standard
Marktkapitalisierung	40,25 Mio. Euro
Free Float	68,36 %

Kursentwicklung



Hoch / Tief (12 Monate)	2,83 Euro / 1,72 Euro
Performance (12 Monate)	+17,4 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 63 Tsd. Euro / Tag

Kennzahlen

Anzahl Beteiligungen	23
Anschaffungskosten Portfolio	32,8 Mio. Euro
Net Asset Value Portfolio	35,1 Mio. Euro
Potenzialwert Portfolio	82,2 Mio. Euro

Unternehmensprofil

Finanzierung junger Technologieunternehmen

Die in Berlin ansässige bmp AG geht zurück auf die bmp Management Consultants GmbH, die der jetzige Vorstandsvorsitzende Oliver Borrmann im Juli 1992 gründete. Sieben Jahre später, im Juli 1999, erfolgte der Gang an die Börse. Heute zählt das Unternehmen mit seiner Spezialisierung auf die Early-Stage-Finanzierung zu den führenden deutschen Venture-Capital-Gesellschaften (VC-Gesellschaften).

Kernteam seit 1998 zusammen

Das Unternehmen beschäftigt aktuell 18 Mitarbeiter, wobei das Kernteam bereits seit 1998 in der gleichen Zusammensetzung besteht. Zum Gesellschafterkreis gehören per 31. Dezember 2005 die Großaktionäre Oliver Borrmann (15,28%), die Walther-Gruppe (7,53%) und die Roland-Berger-Gruppe (8,83%). Die restlichen Anteile (68,36%) befinden sich im Streubesitz. Nach der Durchführung einer Kapitalerhöhung im Dezember 2004, bei der 5 Mio. Aktien zu einem Kurs von 2,11 Euro platziert werden konnten, beträgt das gezeichnete Kapital der Gesellschaft derzeit 17,5 Mio. Euro.

Monetäre und fachliche Unterstützung

Das Kerngeschäft besteht in der Identifikation von und der Beteiligung an jungen Unternehmen mit einem vielversprechenden Geschäftsmodell, der Begleitung dieser Unternehmen über die ersten Entwicklungsphasen und der anschließenden Veräußerung. Obwohl in Einzelfällen auch stille Beteiligungen eingegangen und Darlehen gewährt werden, erfolgt die Beteiligung in der Regel in Form von offenen Minderheitspositionen. Neben dem monetären Engagement unterstützt bmp seine Portfoliounternehmen darüber hinaus aktiv mit Strategie- und Finanzierungsberatung, Controlling, Ergänzung der Managementkapazitäten sowie mit der Einbindung in das breite Kontaktnetzwerk.

Hauptertragsquellen: IPOs und Trade Sales

Die Haupterlösquelle von bmp liegt in der Veräußerung von Beteiligungen, wobei als Exit-Kanäle sowohl Börsengänge als auch außerbörsliche Verkäufe (Trade Sales) genutzt werden. Darüber hinaus erzielt bmp laufende Einnahmen aus Zinsen und Dividenden seiner Beteiligungsunternehmen sowie Managementgebühren aus der Verwaltung von VC-Fonds für Dritte.

Kooperation mit König & Cie.

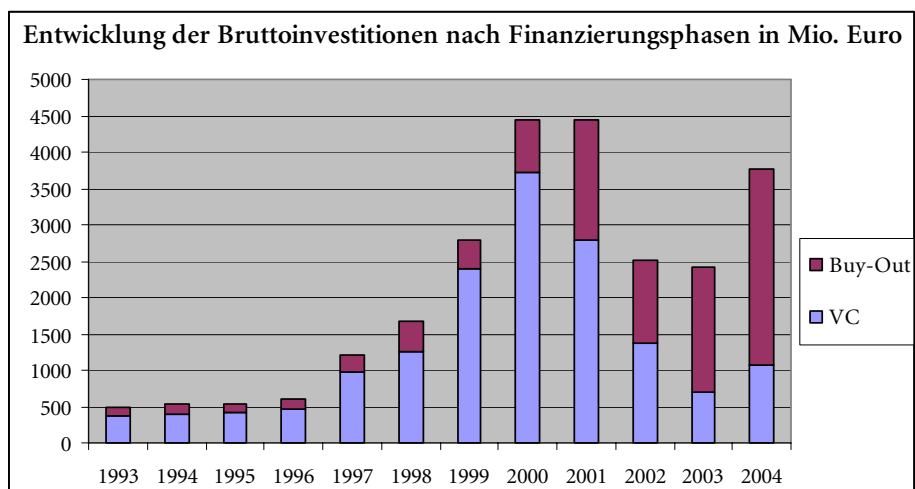
Im Rahmen der letztgenannten Dienstleistung verwaltet bmp neben dem eigenen Fondsvermögen, das als offener Fond mit unbegrenzter Laufzeit (Evergreen-Fonds) ausgestaltet ist, noch drei weitere Projekte. Zwei geschlossene Fonds mit begrenzter Laufzeit, in die ausschließlich die öffentlich-rechtliche Bank KfW bzw. der KfW-Ableger DEG investiert haben, werden dabei als Parallelfonds geführt, d.h., sie orientieren sich an der Portfoliostrategie des Evergreen-Fonds. Das jüngste Projekt der Sparte Fondsmanagement resultiert aus der Kooperation mit dem Emissionshaus König & Cie. Das Hamburger Unternehmen hat in den letzten Jahren seine Produktpalette stetig erweitert und zu-

letzt den Bereich Private Equity neu ins Portfolio aufgenommen. Da König & Cie. allerdings nicht über das spezielle Know-how verfügt, das insbesondere für Frühphasenfinanzierungen benötigt wird, wurde mit bmp ein externer Partner engagiert. Im Auftrag von König & Cie. übernehmen die Berliner VC-Spezialisten das Management des neu geschaffenen Private Equity-Dachfonds und kommen somit ihrem erklärten Ziel näher, ein starkes zweites Standbein im Fonds-Management für Dritte aufzubauen. Der Dachfonds hat in der Zwischenzeit bereits fünf renommierte internationale Private Equity Fonds in einem Gesamtvolumen von knapp 14 Mio. EUR gezeichnet.

Markt und Wettbewerb

Konsolidierung nach Einbruch

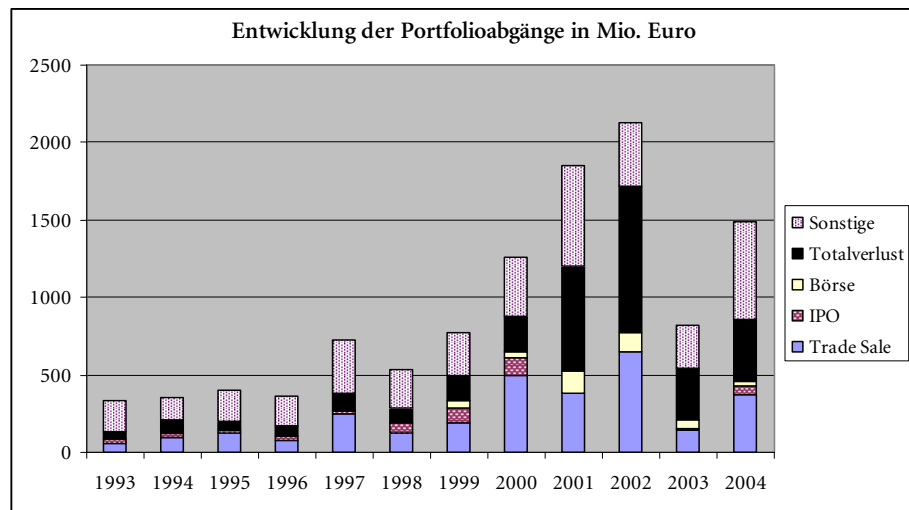
Die Branchenentwicklung im Bereich VC verlief in den letzten Jahren höchst wechselhaft. Die stark gestiegenen Preise für Unternehmensanteile im Zuge des Börsenbooms Ende der Neunziger Jahre führten auch bei Beteiligungsgesellschaften zu Überhitzungserscheinungen. Die VC-Investitionen in der Bundesrepublik stiegen bis zum Jahr 2000 auf den Rekordwert von 3,7 Mrd. Euro (Quelle: BVK, Jahresstatistik 2004). Dementsprechend schlug sich der anschließende Einbruch der Aktienmärkte auch in der Bilanz der Risikokapitalgeber nieder. So betragen die Neuinvestitionen im Jahr 2003 lediglich 20 Prozent des Niveaus von der Jahrtausendwende. Wie die folgende Abbildung jedoch zeigt, hat sich die Geschäftstätigkeit seitdem wieder etwas belebt, ohne allerdings bislang an die früheren Volumina anknüpfen zu können. Nichtsdestotrotz verzeichnete der deutsche Markt mit einer Summe von 1,08 Mrd. Euro in 2004 eine Steigerungsrate von über 50 Prozent. Nach neun Monaten des vergangenen Jahres lagen die Investitionen allerdings leicht unter dem vergleichbaren Vorjahresniveau. (Quelle: BVK, Statistik zum dritten Quartal 2005).



Quelle: BVK, Jahresstatistik 2004

**Verschiedene
Exitkanäle**

Die Fehlinvestitionen der Hype-Phase entfalten noch bis zum heutigen Zeitpunkt ihre Wirkung. Wie der unteren Graphik zu entnehmen ist, wird die Statistik der Portfolioabgänge aller deutschen Beteiligungsunternehmen nach wie vor von den Totalverlusten dominiert. Betrug der Anteil der kompletten Ausfälle am Gesamtvolumen der Abgänge in Deutschland noch 2000 lediglich 18,4 Prozent, so schwankte er in den drei folgenden Jahren um die 40 Prozent, um sich erst danach wieder in Richtung des alten Niveaus zu bewegen. Konnte ein Unternehmen demgegenüber bis zu einem verkaufsfähigen Stadium entwickelt werden, stellte ein Trade Sale den üblichen Veräußerungsweg dar. Der Exit über ein IPO nimmt hingegen einen vergleichsweise geringen Anteil ein. Dennoch spielt die Kapitalmarktentwicklung eine zentrale Rolle für die Branche, da bei einem Börsengang in der Regel der beste Preis für ein Unternehmen erzielt werden kann. Außerdem übt das Börsenklima mittelbar, über die Bewertung vergleichbarer Unternehmen, auch einen starken Einfluss auf die durchsetzbare Bewertung bei den übrigen Veräußerungswegen aus.



Quelle: BVK, Jahresstatistik 2004

**Kapitalmarkt derzeit
aufnahmefähig**

In den letzten anderthalb Jahren sind die Rahmenbedingungen für den Börsengang eines VC-finanzierten Unternehmens deutlich besser geworden. Der europäische Primärmarkt für Unternehmensanteile hat sich von seinem zwischenzeitlichen Tiefststand im Jahr 2003, als es nur noch 149 IPOs gab, deutlich erholt. Nachdem die Zahl der Börsengänge bereits im Folgejahr um 182 Prozent auf 420 gestiegen ist, lag sie nach neun Monaten 2005 erneut um 134 Prozent über dem Vorjahreswert (Quelle: PWC, IPO Watch Europe, 2004 und 2005). Während der deutschsprachige Raum (Deutschland, Schweiz, Österreich) dabei hinter der stärksten europäischen Börse London mit 28 IPOs deutlich zurückblieb, zeigte der für bmp ebenfalls relevante polnische Markt mit 27 Börsengängen (+42 Prozent zum Vorjahreszeitraum) eine zunehmende Dynamik.

Portfolio

Investitionsschwerpunkt Deutschland

Der deutsche Markt stellt den mit Abstand größten Investitionsschwerpunkt des Unternehmens dar. Von den derzeit 21 aktiv betreuten Beteiligungen haben knapp über 70 Prozent hier ihren Sitz. Die wichtigste Einzelposition ist dabei Revotar Biopharmaceuticals, bei der bmp mit 4,1 Mio. Euro das größte Einzelinvestment getätigt hat. Revotar entwickelt und verwertet neue, innovative Arzneimittel zur Therapie von chronischen Entzündungskrankheiten, wie z. B. Asthma, Psoriasis oder Rheumatoide Arthritis. Das Geschäftsmodell des Unternehmens ist ausschließlich auf die Entwicklung und Patentierung von Wirkstoffen und Technologien gerichtet. Gelänge der Gesellschaft hier bei einer Substanz der Durchbruch, wäre das für bmp von herausragender Bedeutung, da die Berliner einen Anteil von fast 55 Prozent an dem Wirkstoffentwickler halten.

Weitere Entwicklung bei TFG offen

Eine Investment von betragsmäßig ähnlicher Größenordnung hat bmp im Februar 2005 mit dem Erwerb von 12,5 Prozent an der börsennotierten TFG Capital AG getätigt. Im Anschluss hatten die bmp-Vorstände Borrmann und Günther zunächst auch Führungspositionen bei der neuen Beteiligung angenommen, wurden aber nach Unstimmigkeiten über die frühere Geschäftspolitik der Firma im Mai überraschend wieder abberufen. Derzeit läuft eine von bmp initiierte Sonderprüfung, bei der alte Geschäftsvorgänge bei der TFG aus dem Jahr 2000 im Hinblick auf ihre Rechtmäßigkeit untersucht werden.

Polnischer Markt als zweites Standbein

Als zweiter regionaler Schwerpunkt der bmp-Aktivitäten hat sich in den vergangenen Jahren Polen entwickelt. Die Gesellschaft ist dort bereits seit 1999 mit einem eigenen Team präsent und hat im Jahr 2004 als erstes deutsches Unternehmen ein Zweitlisting an der Börse Warschau durchgeführt. Allein im letzten Quartal 2005 wurden im östlichen Nachbarland Beteiligungen an zwei weiteren Firmen erworben. Nachdem zunächst im Oktober eine Kapitalerhöhung bei der Medienagentur ACR gezeichnet wurde, vereinbarte bmp Mitte Dezember die Übernahme von 33,3 Prozent bei der Gründung der Preisvergleichsplattform Nokaut. Insgesamt hält bmp damit derzeit Anteile an vier polnischen Gesellschaften.

Unternehmen überwiegend in der Expansionsphase

Das aktuelle Beteiligungsportfolio befindet sich in einem gereiften Zustand. 90 Prozent der Unternehmen sind mittlerweile in die Expansionsphase übergegangen, während sich nur noch 10 Prozent im Start-up-Stadium befinden. In den vergangenen beiden Jahren haben sich die Unternehmen operativ im Durchschnitt sehr positiv entwickelt und konnten Umsatzzuwächse von 30-40 Prozent pro Jahr erzielen. Die Struktur des Portfolios ist hinsichtlich der Branchen gut diversifiziert. Per Ende Dezember lag der Schwerpunkt mit einem Anteil von 22 Prozent auf dem Bereich Life Science, gefolgt von Marketing Services (20 Prozent) und Financial Services (19 Prozent). Die übrigen Investitionen verteilen

sich auf die Branchen eCommerce und Internet (11 Prozent), Online Publisher (9 Prozent), Software (9 Prozent), Telekommunikation (7 Prozent) und Technologie (3 Prozent), wobei die Investition bei Nokaut in diesen Zahlen noch nicht erfasst ist. Neben den bereits erwähnten 21 „aktiven“ Beteiligungen stuft die Gesellschaft die Anteile an zwei weiteren Unternehmen als „passiv“ ein, da diese nahe an der Insolvenz stehen oder eine geringe Werthaltigkeit und wenig Einflussmöglichkeiten vorliegen. Bei den aktiven Beteiligungen handelt es sich im Einzelnen um folgende Unternehmen:

Name	Branche	Beteiligungs- datum	Anteil	Phase	Inv.-vol. Mio. EUR	EBITDA 2005
Revotar Biopharmaceuticals AG	Life Science	21.07.2000	59,96%*	Start-Up	>2,5	positiv
Ergo Trade AG	eCommerce	01.10.2000	49,99%	Expansion	1-2,5	positiv
workXL AG	eCommerce	09.06.2000	49,02%	Expansion	1-2,5	positiv
heliocentris Energiesysteme GmbH	Regenerierbare Energie	07.12.1999	37,29%	Expansion	<1	positiv
newtron AG	Software	06.08.1999	35,61%	Expansion	1-2,5	negativ
Nokaut sp.z o.o.	eCommerce	15.12.2005	33,3%	Start-Up	<1	-
Bankier.pl S.A.	Financial Services	08.02.2001	30,82%	Expansion	<1	positiv
K2 Internet S.A.	Marketing Services	08.06.2000	26,24%	Expansion	<1	positiv
eprofessional AG	Marketing Services	23.06.2000	25,48%	Expansion	1-2,5	positiv
eHedge AG	Financial Services	08.09.2000	25,40%	Expansion	<1	positiv
Tom's Guides Publishing AG	Online Publisher	15.11.1999	20,00%	Expansion	1-2,5	positiv
YOC! AG	Marketing Services	18.12.2000	20,00%	Expansion	1-2,5	positiv
Shotgun Pictures GmbH	Financial Services	24.09.2004	20,00%	Seed	<1	negativ
Tembit Software GmbH	Software	10.06.1999	16,36%	Expansion	<1	positiv
Gamigo AG	Online Publisher	29.11.2000	13,09%	Expansion	1-2,5	negativ
ACR S.A.	Marketing Services	18.10.2005	12,60%	Expansion	<1	positiv
TFG Capital AG	Financial Services	10.02.2005	12,35%	-	>2,5	-
Socratic Technologies, Inc.	Marketing Services	31.01.2003	6,00%	Expansion	>2,5	positiv
ETH European Telecommunications AG	Telekommunikation	01.12.1998	2,29%	Expansion	1-2,5	positiv
Salt of Life AG	Life Science	17.05.2004	1,00%	Expansion	<1	negativ
Jerini Biotools AG	Life Science	27.01.2000	0,31%	Expansion	<1	negativ

Portfolio der aktiven Beteiligungen zum 31.12.05; Quelle: bmp

*im Januar 2006 erfolgte Reduktion auf 54,96 Prozent

***Anschaffungskosten
des Portfolios:
32,8 Mio. Euro***

Die Anschaffungskosten dieser Positionen betragen kumuliert 32,8 Mio. Euro, wobei das durchschnittliche Investitionsvolumen je Beteiligung rd. 1,5 Mio. Euro beträgt. Einen Teil seiner Investitionen hat bmp über Darlehen der KfW refinanziert, die teilweise haftungsfreigestellt sind und insoweit im Falle der Insolvenz eines Beteiligungsunternehmens nicht zurückgezahlt werden müssen. Da bmp zudem in den letzten Jahren erhebliche Abschreibungen auf seine Beteiligungswerte vorgenommen hat, beträgt aktuell das Netto-Bilanzrisiko – also die theoretische Summe, die bei Totalausfall aller Beteiligungen aufwandswirksam würde – nur noch rund 18 Mio. Euro.

Geschäftsentwicklung

***Verbesserung der
Kostenstruktur***

In den ersten neun Monaten des Jahres 2005 konnte bmp einen Umsatz von 432 Tsd. Euro (Vorjahr: 699 Tsd.), ein EBIT von 492 Tsd. Euro (Vorjahr: 1.12 Mio.) und einen Konzerngewinn von 219 Tsd. Euro (Vorjahr 587 Tsd.) erzielen. Der Rückgang der Geschäftszahlen ist jedoch kein Indiz für eine negative Geschäftsentwicklung, sondern Ausdruck der (typischerweise) unsteten Ertragsrealisation einer Beteiligungsgesellschaft. Auf der Kostenseite wurden hingegen deutliche Fortschritte erzielt. Durch den Rückgang bei dem Personalaufwand um 3,5 Prozent, den sonstigen betrieblichen Aufwendungen um 6,0 Prozent und dem Zinsaufwand um 15,6 Prozent konnten alle wichtigen Kostenblöcke reduziert werden. Damit scheint der Grundstein gelegt, um mit Verkäufen gereifter Portfoliounternehmen einen Ertragssprung zu vollziehen.

***Kleinere
Anteilsverkäufe und
Hebung stiller
Reserven***

Bei der Beteiligung Röntec gelang bmp im Abschlussquartal 2005 ein vollständiger Exit mit einem sechsstelligen Buchgewinn. Auch der geglückte Börsengang bei der Jerini AG dürfte einen positiven Effekt auf das Ergebnis haben. Das Unternehmen notiert seit dem 01. November im Prime Standard der Frankfurter Börse und konnte gegenüber dem Ausgabekurs um rund 20 Prozent zulegen, wodurch sich der Wert des noch von bmp gehaltenen Aktienpaketes entsprechend erhöht. Ferner rechnen wir aufgrund der guten operativen Entwicklung bei den Portfoliounternehmen mit weiteren sechsstelligen Erträgen aus Buchwertzuschreibungen gemäß IFRS, so dass der Konzerngewinn im letzten Geschäftsjahr zwischen 600-900 Tsd. Euro liegen dürfte. Der anvisierte Teilverkauf bei Revotar wurde dagegen erst in der aktuellen Periode mit der Veräußerung eines 5 Prozent-Paketes umgesetzt. Dadurch hat sich der Anteil an dem Biotechnologieunternehmen auf 54,96 Prozent reduziert.

***Schadensersatzklage
gegen ehemalige
Vorstände eingeleitet***

Die Überprüfung der Geschäftsvorgänge bei TFG hat Mitte Februar zu ersten Konsequenzen geführt. Der Aufsichtsrat hat eine Schadensersatzklage gegen die ehemaligen Vorstände des Unternehmens erhoben und damit einen Weg beschritten, den die Vorstände von bmp bereits auf der TFG-Hauptversammlung

im Juli 2005 anstoßen wollten. Im Erfolgsfall könnten der Beteiligungsgesellschaft Ansprüche über 16 Mio. Euro zuzüglich Zinsen erwachsen, was die Werthaltigkeit der bmp-Anteile deutlich steigern würde. Mit diesem Schritt zeichnet sich auch eine Löslösung des Unternehmens von den ehemaligen Grossaktionären ab, was im Anschluss auch die Flexibilität der Gesellschaft bezüglich der weiteren geschäftlichen Ausrichtung erhöhen dürfte. Seit der Abberufung aus dem Vorstand liegen diesbezügliche Pläne des bmp-Managements auf Eis, das Beteiligungsunternehmen wieder stärker auf vorbörsliche Engagements auszurichten und dabei eine enge Zusammenarbeit der beiden vormaligen Konkurrenten umzusetzen. In Abhängigkeit von den Ergebnissen des laufenden Verfahrens halten wir nun mehrere Szenarien für denkbar, die von einem Verkauf der Beteiligung bis hin zu der ursprünglich angestrebten Vertiefung der gemeinsamen Aktivitäten reichen.

Bewertung

Hohe Bewertungsunsicherheiten bei VC-Gesellschaften

Die Bewertung einer Venture-Capital-Gesellschaft ist prinzipiell mit großen Unsicherheiten behaftet. Einerseits wird bereits die Wertermittlung jeder einzelnen Beteiligung durch die frühe Unternehmensphase und die Suche nach der passenden Bewertungsmethode erschwert. Andererseits multipliziert sich diese Prognoseunsicherheit noch mit der Anzahl der Beteiligungen. Daher kann die folgende Bewertung nur eine grobe Abschätzung liefern, ob und in welchem Umfang der Unternehmenswert von bmp im Vergleich zur aktuellen Marktkapitalisierung Auf- oder Abwärtspotenzial bietet.

Sum-of-Parts-Methode

Wir nehmen die Bewertung anhand der Sum-of-Parts-Methode vor. Dabei ermitteln wir den Unternehmenswert aus der Summe der einzelnen Vermögensgegenstände abzüglich der Schulden. Im Mittelpunkt dieser Betrachtung steht natürlich das Beteiligungsportfolio von bmp. Als erste Orientierungsgröße für dessen inneren Wert ziehen wir den Net Asset Value heran, den bmp quartalsweise nach den Regeln der European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA) ermittelt.

NAV als konservativer Wertmaßstab

Diese Bewertungsregeln wendet bmp wie folgt auf sein Portfolio an: Von den 22 Beteiligungsunternehmen, die zum letzten Stichtag (30. September 2005) in die Erhebung eingegangen sind, werden drei Beteiligungen zu einer Drittbewertung, sechs mit Vergleichsmultiples, fünf zu Anschaffungskosten, weitere fünf zu Anschaffungskosten minus Abschlag und drei zum Wert Null angesetzt. Der so ermittelte Net Asset Value des Portfolios beläuft sich auf 33,76 Mio. Euro. Zuzüglich der (werthaltigen) stillen Beteiligungen und sonstigen Aktiva, sowie abzüglich der Verbindlichkeiten und Rückstellungen ergibt sich ein Net Asset Value für das Gesamtunternehmen bmp von 35,1 Mio. Euro bzw. 2,01 Euro je

Aktie. Damit liegt der aktuelle Börsenwert in Höhe von 40,25 Mio. Euro bzw. 2,30 Euro je Aktie über dem NAV - ein Hinweis auf das Vertrauen, welches der Kapitalmarkt in das Wertsteigerungspotenzial des Portfolios legt.

Schätzung von Marktpreisen

Nicht oder nur unvollständig abbilden kann der Net Asset Value indes die mittelfristigen Wertsteigerungspotenziale, insbesondere bei den Beteiligungsunternehmen, die entweder noch unprofitabel bzw. gering profitabel sind oder noch keine Kapitalerhöhung oder Anteilstransaktion unter Teilnahme Dritter durchgeführt haben. Darüber hinaus unterschätzt die auf statistischen Durchschnitten aufbauende Multiple-Methode gerade bei überdurchschnittlich stark wachsenden Unternehmen in der Expansionsphase den Unternehmenswert systematisch. Um dieses Defizit zu korrigieren, ermitteln wir in einer zusätzlichen Sum-of-Parts-Berechnung einen fairen Unternehmenswert, indem für die Beteiligungsunternehmen ein überschlägig ermittelter potenzieller Marktpreis angesetzt wird.

Drei Verfahren

Im Zentrum der Marktpreisermittlung steht das Ertragswertverfahren, bei dem aus den wesentlichen Werttreibern Umsatz, Nettorendite und Eigenkapitalkosten eine Indikation für den fairen Wert ermittelt wird. Mit der Ertragswertmethode bewerten wir diejenigen Unternehmen des Portfolios, die sich in einem fortgeschrittenen Reifestadium befinden und deren Geschäftsentwicklung einen baldigen Exit möglich erscheinen lässt. Hier erscheint eine Orientierung am möglichen Verkaufserlös geboten. Darüber hinaus wird auch Revotar mit dieser Methodik bewertet, obwohl die Gesellschaft die Bedingung der fortgeschrittenen Reife noch nicht erfüllt. Aufgrund der hohen Bedeutung des Unternehmens für das Portfolio erscheint diese detaillierte Betrachtungsweise unter Berücksichtigung zukünftiger Potenziale aber trotzdem angebracht. Als zweites Verfahren benutzen wir für die bereits börsennotierten Portfoliogesellschaften den anteiligen Börsenwert. Alle übrigen Unternehmen bewerten wir mit den Investitionskosten, gegebenenfalls gekürzt um vorgenommene Abschreibungen. Die Zuordnung der einzelnen Unternehmen zu den drei verwendeten Methoden wird im Folgenden ausgeführt:

- Für *Revotar Biopharmaceuticals*, *Ergo Trade*, *Bankier.pl*, *eprofessional*, *Tom's Guides Publishing*, *Yoc*, *Socratic Technologies* und *ETH* wird der anteilige Ertragswert angesetzt.
- Bei *TFG* und *Jerini* stützen wir uns auf die Börsenbewertung.
- Bei *workXL*, *heliocentris*, *newtron*, *Nokaut*, *K2 Internet*, *eHedge*, *Shotgun Pictures*, *Tembit Software*, *Gamigo*, *ACR* und *Salt of Life* orientieren wir uns an den Anschaffungskosten.

**Diskretion vor
Transparenz**

Die folgende Übersicht fasst die Ergebnisse unserer Potenzialabschätzung zusammen, wobei aus Diskretionsgründen auf konkrete Angaben zu den Geschäftsprognosen der Beteiligungsunternehmen und den von uns geschätzten Unternehmenswerten verzichtet werden muss. Stattdessen ordnen wir die einzelnen Gesellschaften nach drei Wertkategorien (0-1 Mio. Euro, 1-10 Mio. Euro, > 10 Mio. Euro), die zumindest einen Anhaltspunkt bieten, wie groß die Bedeutung einer Gesellschaft für den Gesamtwert des bmp-Portfolios ist. Dabei ist zu beachten, dass wir bei den nicht notierten Unternehmen auf den Anteilswert aus Vorsichtsgründen einen Fungibilitätsabschlag von 25 Prozent vorgenommen haben, im Fall von Revotar aufgrund des frühen Unternehmensstadiums und der hohen Bedeutung sogar einen von 35 Prozent.

Name	Branche	Anteil	Anteilswert in Mio. Euro
Revotar Biopharmaceuticals AG	Life Science	54,96%	>10
Ergo Trade AG	eCommerce	49,99%	1-10
workXL AG	eCommerce	49,02%	<1
heliocentris Energiesysteme GmbH	Regenerierbare Energie	37,29%	<1
newtron AG	Software	35,61%	1-10
Nokaut sp.z o.o.	eCommerce	33,3%	<1
Bankier.pl S.A.	Financial Services	30,82%	1-10
K2 Internet S.A.	Marketing Services	26,24%	<1
eprofessional AG	Marketing Services	25,48%	1-10
eHedge AG	Financial Services	25,40%	1-10
Tom's Guides Publishing AG	Online Publisher	20,00%	1-10
YOC! AG	Marketing Services	20,00%	1-10
Shotgun Pictures GmbH	Financial Services	20,00%	<1
Tembit Software GmbH	Software	16,36%	<1
Gamigo AG	Online Publisher	13,09%	1-10
ACR S.A.	Marketing Services	12,60%	<1
TFG Capital AG	Financial Services	12,35%	1-10
Socratic Technologies, Inc.	Marketing Services	6,00%	1-10
ETH European Telecommunications AG	Telekommunikation	2,29%	<1
Salt of Life AG	Life Science	1,00%	1-10
Jerini Biotools AG	Life Science	0,31%	<1

Potenzielle Marktwerte der Beteiligungen; Quellen: bmp, eigene Schätzungen

**Portfoliowert 82,2
Mio. Euro**

Der von uns auf Basis konkreter Daten und Schätzungen zu den Beteiligungsunternehmen ermittelte potenzielle Marktwert des Portfolios beträgt nach Abzug des Fungibilitätsabschlags 82,2 Mio. Euro. Zur Berechnung des fairen Wertes der bmp-Aktie muss dieser Wert nun wiederum um stille Beteiligungen und sonstige Aktiva erhöht sowie um Verbindlichkeiten und Rückstellungen gekürzt werden (Stand 30. September 2005), was die folgende Tabelle verdeutlicht. Daraus resultiert ein Zielwert von 4,77 Euro pro Aktie, korrespondierend mit einem

Aufwärtspotenzial gegenüber dem aktuellen Kurs von 107 Prozent.

	<i>Komponenten des fairen Wertes</i>
Portfoliowert offene Beteiligungen	82,2
+ stille Beteiligungen und Darlehensford.	2,4
+ sonstige Aktiva	5,2
./. Verbindlichkeiten und Rückstellungen	6,3
Unternehmenswert bmp	83,5

Ausschöpfung des Potenzialwertes

Der in die Bewertung eingeflossene Potenzialwert beruht auf der Prämisse, dass sich alle Unternehmen, die über den Ertragswert erfasst wurden, zumindest plangemäß entwickeln, und dass die übrigen Beteiligungen minimal ihre Investitionskosten einbringen. Ein Blick auf die historische Entwicklung der Portfolioabgänge im Marktdurchschnitt (siehe Abschnitt Markt und Wettbewerb) verdeutlicht, dass diese Annahme nicht realistisch ist. Der faire Wert der bmp-Aktie dürfte deswegen zwischen dem NAV und dem Potenzialwert liegen. Nichtsdestotrotz zeigt unsere Kalkulation die enorme Chance, die in einer planmäßigen Weiterentwicklung der Beteiligungen liegt.

Urteil weiterhin: „Spekulativ kaufen“

Das Portfolio von bmp ist weiter gereift und verfügt derzeit über einen Potenzialwert von 82,2 Mio. Euro. Entscheidend ist nun, ob es dem Management gelingt, diesen größtenteils zu realisieren. Ob des erfahrenen Teams trauen wir dem Unternehmen dabei eine überdurchschnittliche Erfolgsquote zu. Mittelfristig sollte sich der Aktienkurs daher in Richtung unseres kalkulatorischen Wertes von 4,77 Euro bewegen. Trotzdem bestehen natürlich weiterhin die für eine Venture-Capital-Gesellschaft typischen Risiken: Neben den Unwägbarkeiten bei der tatsächlichen Entwicklung der Beteiligungsunternehmen beeinflusst auch das Marktumfeld die Ertragsaussichten. Sollte sich die Börsenverfassung wieder verschlechtern, würde dies ebenfalls auf die außerbörslichen Unternehmenswerte durchschlagen und die Chancen erfolgreicher Exits beeinträchtigen. Allerdings arbeitet das Unternehmen daran, mit dem Fondsmanagement ein zweites Standbein aufzubauen, welches unabhängig von möglichen Veräußerungserlösen im Zeitablauf stabile Erträge generiert und damit die Risikoposition des VC-Geschäfts verringert. In Abwägung dieser Aspekte ist bmp weiterhin ein „spekulativer Kauf“, der bei planmäßigen operativen Fortschritten über ein hohes Kurspotenzial verfügt.

Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen.

Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Durch die projektbezogene Arbeit gehen wir konkret auf die individuelle Themenstellung des Kunden ein und garantieren eine schnelle, flexible und kostenbewusste Abwicklung. Unser Leistungskatalog umfasst:

- Pre-IPO-Research
- IPO-Research
- Follow-up-Research
- Markt-Research

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch. Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH
Balanstr. 16
81669 München

Tel.: + 49 (0) 89 / 44 77 16-0
Fax: + 49 (0) 89 / 44 77 16-20

Internet: <http://www.performaxx.de>
E-Mail: kontakt@performaxx.de

Disclaimer

Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse ist ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Sie stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. **Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen.**

Angaben gemäß §34b WpHG i.V.m. FinAnV

Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum. Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z. B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden.

Ersteller der Studie ist Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen pro Jahr voraussichtlich eine Studie und zwei Updates. **Die genauen Zeitpunkte der nächsten Veröffentlichungen stehen noch nicht fest.** In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Veröffentlichung	Anlageurteil
25.02.2005	2,02 Euro	Spekulativ kaufen
22.11.2005	2,15 Euro	Spekulativ kaufen

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, bezieht sich das Anlageurteil in dieser Studie auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil „Kaufen“ eine erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent, „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent, „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent, „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent und „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent. „Spekulativ kaufen“ bedeutet eine erwartete Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko.

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studierstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die notwendigen organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Folgende Interessenkonflikte können bei der Performaxx Research GmbH im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen grundsätzlich auftreten:

- 1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des analysierten Unternehmens entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem analysierten Unternehmen vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen/Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem (virtuellen) Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.

In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o.g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 1), 2)

Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung von Performaxx unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen.