



Independent Research

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

Investment Research

PlasmaSelect AG



Vorlage der H1-Zahlen

1. September 2008

Bitte lesen Sie den Hinweis zur Erstellung dieses Dokumentes, die Haftungserklärung, die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Pflichtangaben zu § 34b Wertpapierhandelsgesetz am Ende dieses Dokumentes. Diese Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Finanzinstrumente auf Eigenrechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen.

Adjustierung unserer Prognosen**Vorlage: H1-Zahlen 2007/08**

- ⇒ Die operative Entwicklung in H1 2008 (31.05.) zeigt weiterhin ein stark von der eingeleiteten Restrukturierung geprägtes Bild.
- ⇒ Während die Umsatzentwicklung im Rahmen unserer Erwartungen blieb (-7,1% auf 17,6 Mio. Euro; 50% unserer Jahresprognose erfüllt) und die Bruttomarge ausgebaut werden konnte (+6,8PP auf 29,3%), fiel das EBIT - primär auf Grund von Einmaleffekten - weiterhin nicht zufriedenstellend aus (-1,9 (-2,4) Mio. Euro).
- ⇒ PlasmaSelect hat im laufenden Quartal den Konzernumbau weiter vorangetrieben. So wurden die Assets an Haemacel (u.a. Rechte, Lagerbestand) für ca. 8,0 Mio. Euro verkauft und eine vielversprechende Beteiligung am Wasseraufbereitungsunternehmen Aquaworx für 40 Mio. Euro eingegangen (30% Kapitalanteil; 50,1% Stimmrechtsanteil).
- ⇒ Nach unserer Einschätzung ist der gezahlte Kaufpreis auf Grund der bisher noch nicht umsatzwirksamen Vertriebstätigkeit sowie der noch ausstehenden Patenterteilungen und Zertifizierungen sehr ambitioniert. Zwei externe Bewertungsgutachten (davon ein gerichtlich bestelltes unabhängiges Gutachten) halten den Kaufpreis für angemessen bzw. den Unternehmenswert für signifikant höher.
- ⇒ Wir halten das Marktpotenzial im Wassermarkt für vielversprechend, sind jedoch konservativ in unseren ersten Ergebnisprognosen für die noch aufzunehmende Geschäftstätigkeit der Aquaworx. Wir bestätigen unsere Umsatzprognose für das laufende Jahr, adjustieren jedoch unsere Ergebnisprognosen auf Grund höher als erwarteter operativer Kosten.
- ⇒ Im Vergleich der beiden fundamental ermittelten Unternehmenswerte zeigt sich nur ein geringer Unterschied (DCF-Modell: 3,35 Euro, Substanzwertmodell: 2,91 Euro). Auf Grund der hohen Prognose Risiken im DCF-Modell halten wir den im Substanzwertmodell ermittelten Fundamentalwert für valider. Auf Basis der vorgenommenen Neubewertung lautet unser neues Kursziel 2,90 (alt: 2,30) Euro je PlasmaSelect-Aktie. Unser Votum lautet weiterhin Kaufen.

RL	GJ	Umsatz	EBIT	EBT	JÜ	EpS
IFRS	2006*	41,4	-3,7	-4,7	-5,5	-0,33
IFRS	2007*	36,0	-22,8	-24,6	-28,7	-1,70
IFRS	2008e	35,0	-3,5	-4,9	-5,1	-0,26
IFRS	2009e	55,2	0,5	-0,5	-2,6	-0,11
IFRS	2010e	76,5	5,0	4,0	-0,2	-0,01
CAGR 2006* - 2010e		16,6%	n.a.	n.a.	56,9%	60,6%

Zahlen in Mio. Euro außer EpS (in Euro), hist. KGVs auf Jahresdurchschnittskursen * fortgeführtes Geschäft

PlasmaSelect AG 4)**Votum:**

alt:

vom

Kaufen**Akkumulieren**

03.01.2008

Kursziel (in Euro) (6 Monate)**2,90**

Kurs (Xetra) (in Euro)

0,86

29.08.2008 17:36 Uhr

Kurspotenzial

237,21%

Unternehmensdaten

Land	GE
Branche	Pharma & Healthcare
Segment	Prime Standard
ISIN	DE0005471809
Reuters	PSTG.DE
Bloomberg	PM3
Internet	www.plasmaselect.de

Aktiendaten

Aktienanzahl (in Mio. Stück)	16,922
Freefloat	63,1%
Marktkapitalisierung (in Mio Euro)	14,7
∅ Tagesumsatz	14.761
52W Hoch 18.10.2007	2,79 Euro
52W Tief 15.07.2008	0,77 Euro
Beta	1,4
Volatilität (60 Tage)	43,50

Bewertungsmultiplikatoren

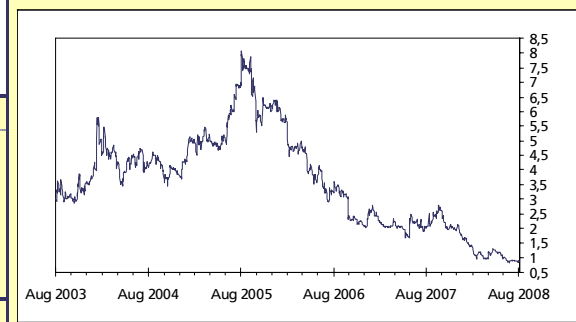
	EV/Umsatz	EV/EBIT	KGV	Div. Rendite
2006*	1,0	neg.	neg.	0,0%
2007*	1,5	neg.	neg.	0,0%
2008e	0,6	neg.	neg.	0,0%
2009e	0,3	neg.	neg.	0,0%
2010e	0,3	4,3	neg.	0,0%

Performance (in %)

	1 Monat	3 Monate	6 Monate	12 Monate
absolut	-6,5	-31,5	-35,1	-57,4
relativ ggü.:				
DAX	-6,0	-23,7	-31,2	-48,9
Prime Pharma	-11,4	-30,8	-37,4	-53,9

Index-Gewichtung

Prime All Share	0,001%
Prime Pharma & Healthcare	0,029%



Ersteller: B. Wolber (Analyst)

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Unternehmensprofil

Innovative Beteiligungsholding im Markt für Health Care - New Technologies

Geschäftsmodell

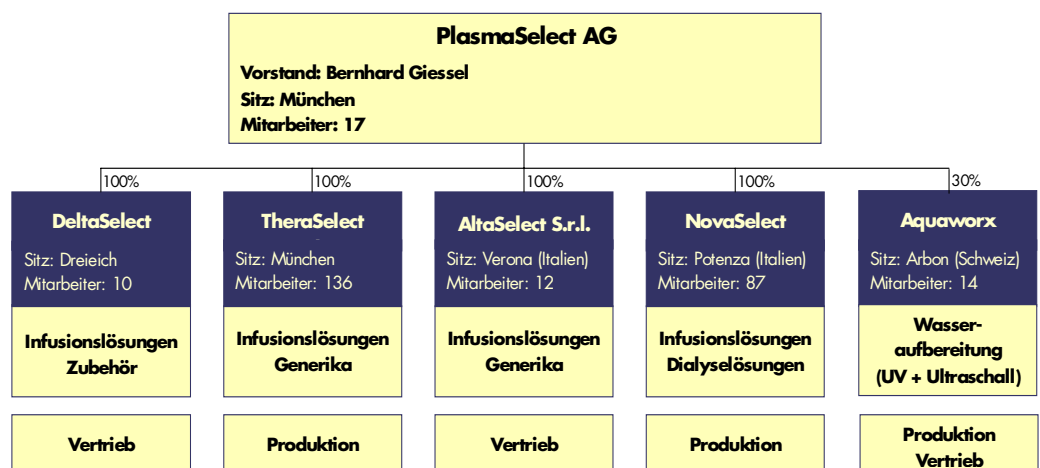
Die 1998 als Spezialist für den Vertrieb von Infusions- und Spüllösungen sowie komplementären Medizinprodukten gegründete PlasmaSelect AG ist heute eine innovative Beteiligungsholding im Markt für Health Care - New Technologies. Unter der Holding gruppieren sich aktuell sechs operativ tätige Tochtergesellschaften mit weltweit knapp 300 Mitarbeitern. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007 (per 30.11.2007) erzielte das Unternehmen einen konsolidierten Umsatz in Höhe von EUR 56,2 Millionen (fortgeführtes und aufgegebenes Geschäft).

Ziel: Erfolgreiche Buy-and-Build-Strategie

Um die Weichen für ein nachhaltig profitables Wachstum zu stellen, wurde und wird die Gesellschaft phasenweise in eine Beteiligungsgesellschaft umgewandelt. Eingeleitet wurde die Transformation durch den hoch profitablen Verkauf von Geschäftsbereichen in stark konsolidierten, schwächer wachsenden und niedrigmargigen Märkten, wodurch in den vergangenen Jahren mehr als EUR 80 Millionen Erlöst wurden (davon EUR 20 Mio. in noch laufender Earn out Vereinbarung). PlasmaSelect verfolgt hierbei das Ziel einer Buy-and-Build-(Hold or Sell)-Strategie. Dabei übernimmt bzw. besetzt PlasmaSelect das Management der Beteiligung und unterstützt das Unternehmen im Business Development und der Restrukturierung durch konzern-eigene Zentrale Services. Ziel ist ein ausgewogenes Portfolio aus langfristigen Beteiligungen und Spin-Offs neuer Geschäftsbereiche

Unternehmensstruktur

Das Unternehmen besteht aus einer Holding (PlasmaSelect AG), die derzeit von einem Vorstand geführt wird. Die vakant gewordene zweite Vorstandsposition soll kurzfristig mit einem im Bereich Beteiligungsmanagement/M&A erfahrenen Manager besetzt werden. Unter der Holding gruppieren sich vier operativ tätige Tochtergesellschaften, die dezentral von Geschäftsführern geleitet werden. Mit dem dritten Quartal 2008 wurde die Unternehmensstruktur um die Beteiligung an der Aquaworx erweitert.



Quelle: PlasmaSelect

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Operative Geschäftsentwicklung in H1 2008 (31.05.)

Umsatzentwicklung im Rahmen unserer Erwartungen

Geschäftsentwicklung weiterhin von Restrukturierung geprägt

Die operative Entwicklung in H1 2008 (31.05.) zeigt weiterhin ein stark von der eingeleiteten Restrukturierung geprägtes Bild. So bremsen Änderungen in der Vertriebsstruktur und dem Produktportfolio (Strategie: Marge vor Wachstum) die Umsatzentwicklung. Insgesamt musste PlasmaSelect einen Rückgang beim Konzernumsatz von 7,1% auf 17,6 (19,0) Mio. Euro verbuchen. Positiv werten wir, dass der Umsatzrückgang im Kerngeschäftsbereich Infusions- und Spüllösungen vorerst gestoppt werden konnte (-0,9% auf 14,5 Mio. Euro). Im Geschäftsbereich Sonstige (u.a. verbliebenes Generikageschäft Italien und Niederlande) sank der Umsatz auf 3,1 (4,3) Mio. Euro. Insgesamt lagen die Umsatzzahlen im Rahmen unserer Erwartung (50% unserer Jahresprognose wurde erfüllt).

Bruttomarge deutlich verbessert

Positive Restrukturierungseffekte von negativen Einmaleffekten überdeckt

Die Kosten- und Ertragskennzahlen zeigen ein noch stark verzerrtes Bild. Positiv hervorzuheben ist die Verbesserung der Bruttomarge. Auf Grund optimierter Produktionsprozesse konnte diese im abgelaufenen H1 auf 29,3% (22,5%) gesteigert werden, was rechnerisch einem Einsparvolumen von 1,2 Mio. Euro gegenüber der vergleichbaren Vorjahresbasis entspricht. Trotz höherer sonstiger betrieblicher Nettoerlöse (+1,4 Mio. Euro) waren die operativen Erfolge auf Grund deutlich gestiegener Vertriebskosten (+1,5 Mio. Euro; lt. PlasmaSelect auf Grund von hohen Einmalaufwendungen für Vertriebsumbau) im EBIT des H1 nur schwach sichtbar. Insgesamt verringerte sich der EBIT-Verlust auf -1,9 (-2,4) Mio. Euro. Der Geschäftsbereich Infusions- und Spüllösungen steuerte zum EBIT einen Negativbeitrag von -1,1 (-1,1) Mio. Euro bei und ist damit weiterhin vom Break-Even entfernt. Der verbliebene EBIT-Verlust von -0,9 (-1,3) Mio. Euro fiel im Bereich Sonstige an, was u.a. auf die dort verbuchten Holdingkosten zurückzuführen ist. Ohne den negativen Effekt einer einmaligen Ausgleichszahlung (-0,4 Mio. Euro) wären die Ergebnisverbesserungen hier sichtbarer gewesen. Das Nettoergebnis zeigt sich insbesondere auf Grund der Zinseinnahmen aus der Anlage des Erlöses aus dem Verkauf des Geschäftsbereichs Generika stark verbessert, weist jedoch weiterhin einen u.E. Fehlbetrag aus (-2,1 (-3,7) Mio. Euro).

EBIT weiterhin nicht zufriedenstellend

PlasmaSelect AG			
Ausgesuchte Ergebnisgrößen der Gewinn- und Verlustrechnung			
Einheit : Tsd. Euro	H1 2007	H1 2008	Tendenz
Geschäftsjahresende : 30. November			
Rechnungslegungsstandard : IFRS			
Umsatzerlöse	18.958	17.606	↓
Wachstum in %		-6%	
Umsatzkosten	-14.694	-12.447	↑
in % vom Umsatz	-78%	-71%	
Vertriebskosten	-4.954	-6.495	↓
in % vom Umsatz	-26%	-37%	
Verwaltungskosten	-2.164	-2.052	↓
in % vom Umsatz	-11%	-12%	
EBIT	-2.443	-1.942	↑
in % vom Umsatz	-13%	-11%	
Finanzergebnis	-784	-169	↑
in % vom Umsatz	-4%	-1%	
Ergebnis nach Steuern	-3.666	-2.077	↑
in % vom Umsatz	-19%	-12%	

Quelle: Independent Research; PlasmaSelect

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

2008 (31.05.)

*Weiterhin komfortable
Eigenkapitalquote*

Bilanz nahezu unverändert

Die Bilanz zeigt ein gegenüber dem Jahresende 2007 (30.11.) nahezu unverändertes Bild. Die wichtigsten Veränderungen sind aus unserer Sicht die Umbuchung von Teilen der liquiden Mittel in Wertpapiere nach entsprechenden Anlagen. Darüber hinaus wurden die kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten um 6,4 Mio. Euro auf 11,5 Mio. Euro erhöht, was auf kurzfristige Umschichtungen der liquiden Mittel zurückzuführen ist. Insgesamt beläuft sich die Nettoliquidität damit auf 10,6 (15,5) Mio. Euro. Die Bilanzsumme (neu: 127,5 (alt: 125,7) Mio. Euro) sowie die Eigenkapitalquote (neu: 50,3% (alt: 52,7%)) blieben nahezu unverändert.

Operativer Cash Flow weiterhin negativ

In H1 2008 betrug der operative Cash Flow -5,1 (-3,4) Mio. Euro, was neben dem negativen Ergebnis aus betrieblicher Tätigkeit (-1,9 Mio. Euro) im Wesentlichen auf den Abbau der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen (-1,6 Mio. Euro) und die Erhöhung der Vorräte (-3,0 Mio. Euro) zurückzuführen ist.

Strategische Entwicklungen im laufenden Geschäftsjahr

*Haemaccel-Rechte für ca.
8 Mio. Euro verkauft*

PlasmaSelect treibt Portfolio-Umbau weiter voran

PlasmaSelect treibt den Portfolio-Umbau weiter voran. Die zum Jahresende verabschiedete Strategie sieht vor, sich von unrentablen Produkten zu trennen und somit die Profitabilität zu steigern. Mit Wirkung vom Juli 2008 wurden die Zulassungen, Marken, Exportverträge sowie die deutschen Lagerbestände des Produktes Haemaccel an die indische Piramal Healthcare Gruppe veräußert. Als Kaufpreis wurden ca. 8 Mio. Euro vereinbart, die bereits im laufenden Quartal (Q3) verbucht wurden. Der Kaufvertrag umfasst zudem eine Liefervereinbarung, in der sich PlasmaSelect verpflichtet die Produktion und den Vertrieb - letzteres befristet auf ein Jahr - für Haemaccel in Deutschland und Italien zu übernehmen. Die Lohnfertigung erfolgt zu Selbstkosten, wobei der Vertrag eine weitere Einmalzahlung für die Vertriebstätigkeit in Italien und Deutschland vorsieht, die nach Unternehmensschätzungen einen Wert von 0,5 Mio. Euro erreichen kann.

PlasmaSelect übt Call-Option auf das Wasseraufbereitungsunternehmen Aquaworx aus

*Liquiditätsschonende Fi-
nanzierungsstruktur*

Mit dem Anteilskauf an der schweizer Aquaworx hat PlasmaSelect nach unserer Einschätzung eine vielversprechende Beteiligung im Bereich der Wasseraufbereitung für das Beteiligungsportfolio erworben. Das Unternehmen adressiert mit seinen Produkten primär den UV-Desinfektionsmarkt, einen Teilmarkt des gesamten Wassermarktes. Die Produkte sollen u.a. in der Aufbereitung des Trink- sowie des Ballastwassers, der Abwasserreinigung und dem Legionellen-Management zum Einsatz kommen.

In einem ersten Schritt hat PlasmaSelect eine Beteiligung in Höhe von 30% der Anteile am Grundkapital und 50,1% der Stimmrechte aufgebaut. Für diese Beteiligung zahlt PlasmaSelect einen Kaufpreis von 40 Mio. Euro. Finanziert wird die Transaktion durch Barmittel, die Aufnahme von Finanzverbindlichkeiten, die Abtretung von Forderungen sowie eine Kapitalmaßnahme. Das Darlehen hat ein Volumen von 10 Mio. Euro und wird vom Verkäufer, der Sanaworx AG, zu einem Zinssatz von 5% begeben. Des Weiteren übernimmt die Sanaworx

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Eigenkapitalerhöhung als Finanzierungselement

ein von der PlasmaSelect abgetretenes Forderungspaket im Volumen von rund 3,5 Mio. Euro sowie rund 7,25 Mio. PlasmaSelect-Aktien (zum Durchschnittskurs von 1,13 Euro je Aktie), die im Zuge einer Eigenkapitalerhöhung (gegen Einbringung einer Sacheinlage) unter Ausschluss der Altaktionäre neu ausgegeben wurden. Im Ergebnis errechnen wir, dass der Barmittelanteil rund 18 Mio. Euro ausmacht. Die Kapitalbeteiligung der Sanaworx beläuft sich damit auf knapp unter 30% des Kapitals der PlasmaSelect. Aktienrechtlich ist diese Beteiligung auf Grund familiärer Verflechtungen (Anteilseigner der Sanaworx ist zum überwiegenden Teil die Riggers Holding) dem derzeitigen Großaktionär, der Riggers Holding, zuzurechnen.

Kaufpreisreduzierung möglich

Der Kaufvertrag enthält darüber hinaus eine Klausel, die bei Nichterreichen der Hälfte des von Frost & Sullivan errechneten Umsatzpotenzials für 2010 einen kompletten Erlass der dann noch ausstehenden Finanzverbindlichkeiten gegenüber der Sanaworx vorsieht (geschätzte Darlehensvaluta 2010: 8 Mio. Euro).

Umfassende Evaluierung mangels veröffentlichter Informationen nicht möglich

Höhe der Kaufpreiszahlung u.E. sehr ambitioniert

Auf Basis des Kaufpreises für die erworbene 30%ige Kapitalbeteiligung errechnet sich ein Unternehmenswert für die Aquaworx in Höhe von rund 133 Mio. Euro, den wir angesichts der noch nicht umsatzwirksamen Vertriebstätigkeit und der im Aufbau befindlichen Vertriebsstruktur für sehr ambitioniert erachten. Kritisch sehen wir, dass in Teilbereichen noch kein umfassender Patentschutz besteht (Anmeldung läuft nach Unternehmensangaben bereits), sowie notwendige Zertifizierungen noch erteilt werden müssen. Für eine umfassende Evaluierung fehlen uns jedoch Detailinformationen (Bewertungsgutachten, Patentübersicht, Markt-Studie), die nicht zur Veröffentlichung bestimmt sind. PlasmaSelect geht davon aus, dass bereits in Q4 sichtbare Umsatzerlöse generiert werden und bereits im Folgejahr der Umsatz des Kerngeschäfts übertroffen werden soll. Im Rahmen der Ad hoc-Publizität gab PlasmaSelect bekannt, dass insgesamt zwei Bewertungsgutachten vorliegen. Die Gutachten kommen zu dem Ergebnis, dass der subjektive Unternehmenswert den Kaufpreis um ein Vielfaches übersteigt (beauftragtes Wertgutachten) bzw. die objektive Angemessenheit des Kaufpreises und die Werthaltigkeit der Investition bestätigt (gerichtlich bestelltes unabhängiges Wertgutachten).

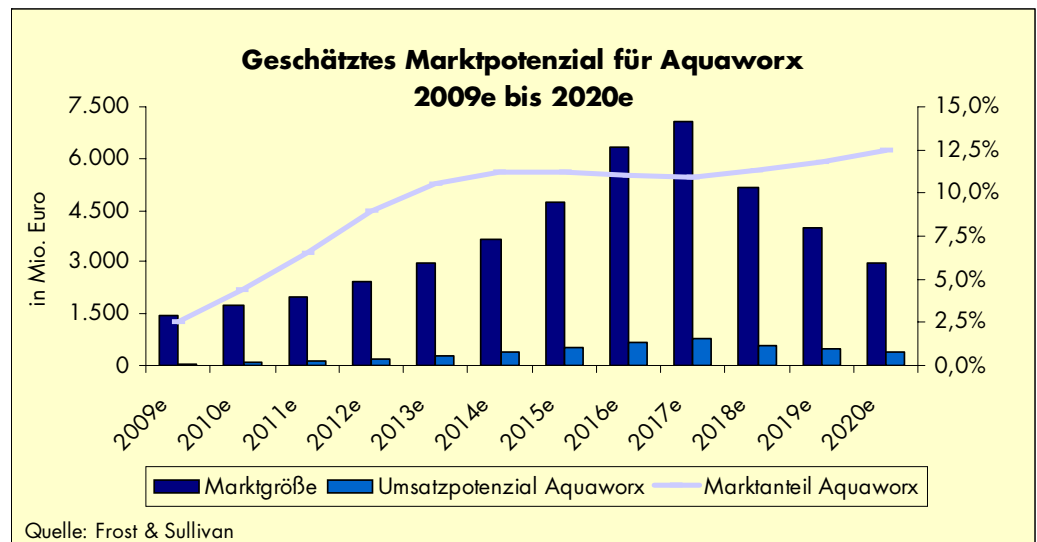
Zwei Wertgutachten signalisieren Angemessenheit des Kaufpreises

Vielversprechendes Marktpotenzial im Wassermarkt

UV-Desinfektionsmarkt mit Mrd.-Euro-Umsatzpotenzial

Unsere Analyse des Marktpotenzials sowie der Entwicklung und Marktstellung vergleichbarer Unternehmen kommt zu einem vielversprechenden Ergebnis. Nach Studienergebnissen von SAM Sustainable Asset Management beläuft sich der weltweite Wassermarkt auf ein Volumen von 400 bis 500 Mrd. USD. Davon entfallen rund 129 Mrd. USD auf Trinkwasseraufbereitung und 104 Mrd. USD auf Abwasserreinigung. Der Zielmarkt für PlasmaSelect - der mittels UV-Behandlung aufzubereitende Wasserteilmarkt - umfasst ein Volumen von 0,5 Mrd. USD. Bestätigt werden diese Studienergebnisse durch eine Frost & Sullivan-Studie, die von PlasmaSelect in Auftrag gegeben wurde. Ergänzend zu Daten des Marktvolumens, werden hier zudem die Marktpotenziale von Aquaworx geschätzt:

^{1|2|3|4} **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**



Produkte adressieren vielversprechende Teilmärkte

Wir halten den UV-Wasseraufbereitungsmarkt insgesamt für vielversprechend. Insbesondere die prophylaktische Wirkung zur Bekämpfung der Legionellen-Infektion (Produkt: AquaLegioCon) dürfte u.E. auf eine hohe Nachfrage im Krankenhaus- und Pflegebereich stoßen, da ein Ausbruch dieser Erkrankungen für kleinere Häuser existenzbedrohend sein kann.

Produkt begünstigt von gesetzlichen Anforderungen

Darüber hinaus positioniert sich Aquaworx mit einem Produkt (AquaTriComb) im zukunfts-trächtigen Markt für Ballastwasserbehandlung. Begünstigt wird die potenzielle Nachfrage nach diesem Produkt durch die von der Internationalen Schifffahrtsorganisation (IMO) erlassene Konvention, die eine schrittweise Implementierung von Ballastwassermanagement-systemen auf Handelsschiffen von 2009 bis 2016 fordert. Hintergrund ist der bisher übliche unkontrollierte Wasseraustausch bei Aufnahme und Ablassen von Ballastwasser, der zu massiven Umweltschäden führen kann. Zwar sind hier bereits große Unternehmen mit zugelassenen Produkten positioniert (u.a. Evonik und Veolia), jedoch sehen wir auf Grund einer erwarteten hohen Gesamtnachfrage auch potenzielle Marktanteile für Aquaworx. Die für den Verkauf notwendigen Zertifizierungen sind nach Unternehmensangaben beantragt, stehen zum aktuellen Zeitpunkt jedoch noch aus.

Kostenschonende Produktionsabläufe

In der Produktion beschränkt sich die Tätigkeit auf den Zusammenbau (Konfektionierung) der zugekauften Produktbausteine. Auf Grund der geringen Fertigungstiefe sind die reinen Produktionskosten niedrig. Die größten Kostenblöcke fallen nach Unternehmensangaben im Bereich der Vermarktung (Marketing & Sales) sowie im Produktmanagement an. Die Ramp-up-Kosten für die Implementierung des Vertriebs bis zur ersten Umsatzgenerierung beziffert PlasmaSelect auf 2,5 Mio. Euro, die aus einer Kapitalerhöhung der Aquaworx und damit für PlasmaSelect überwiegend kostenschonend finanziert werden. PlasmaSelect hat entsprechend dem Kapitalanteil von 30% die Kapitalerhöhung mitgezeichnet. Insgesamt begrüßen wir die flachen Produktionsstrukturen und -kosten, sehen hier jedoch Risiken in Bezug auf potenzielle Nachahmer der Technologie.

Risiko: Schutz der Technologie

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Erste Verträge bereits geschlossen

Nach Angaben von PlasmaSelect konnten zu einzelnen Produkttypen bereits erste Distributorenverträge mit Abnahmeverpflichtungen geschlossen sowie zahlreiche Absichtserklärungen zum Vertragsabschluss (Letter of Intent) verzeichnet werden. Unsere Analyse der Finanzzahlen vergleichbarer Unternehmen hat zudem ergeben, dass hier interessante Margen erwirtschaftet werden können.

Vergleichskennzahlen der Peer Group-Unternehmen						
	Umsatz 2006	Umsatz 2007	CAGR 2007-2008	Operative Marge		Bemerkung
				2006	2007	
BWT AG	362,0 Mio. EUR	397,5 Mio. EUR	9,8%	9,0%	8,9%	Zunahme des Materialaufwands und höherer Abschreibungsbedarf in 2007
Calgon Carbon Corp.	316,1 Mio. USD	351,1 Mio. USD	11,1%	neg.	7,6%	Unter anderem Goodwill-Abschreibungen von ca. 7 Mio. USD in 2006
Danaher Corp.	2,9 Mrd. USD	3,5 Mrd. USD	20,7%	21,7%	20,3%	Segment: Professional Instrumentation
Halma Group	351,1 Mio. GBP	395,1 Mio. GBP	12,5%	18,2%	17,8%	Restrukturierungskosten im Segment Security Sensors in 2007
Northumbrian Water Group	633,5 Mio. GBP	670,4 Mio. GBP	5,8%	39,1%	41,4%	
Pentair Inc.	3,2 Mrd. USD	3,4 Mrd. USD	6,3%	9,8%	11,1%	
Severn Trent	1,5 Mrd. GBP	1,6 Mrd. GBP	6,7%	29,1%	25,8%	Restrukturierungskosten (14 Mio. GBP) und Strafzahlung (36 Mio. GBP) in 2007
Durchschnitt			10,4%	21,2%	19,0%	
Quelle: Unternehmensangaben						

Prognosen

Adjustierung unserer Prognosen

Auf Basis der vorgelegten H1-Zahlen sehen wir uns veranlasst, unsere Prognosen 2008 zu adjustieren. Davon ausgenommen sind die bisherige Entwicklung der Umsatzerlöse und des Bruttoergebnisses, die unseren Erwartungen entsprechen. Auf Grund der hohen sonstigen betrieblichen Erträge sowie der höher als erwartet ausgefallenen Vertriebs- und Verwaltungsaufwendungen (überwiegend Einmaleffekte in Folge der Restrukturierung) haben wir diese Positionen angepasst.

Aquaworx-Beteiligung soll bereits in Q3 vollkonsolidiert werden

Die Beteiligung an Aquaworx wird PlasmaSelect bereits in Q3 2008 vollkonsolidieren. Wir rechnen konservativ mit ersten sichtbaren Umsatz- und Ergebnisbeiträgen erst in 2009. Die prognostizierten Umsatzerlöse leiten wir unter Anwendung eines Risikoabschlags von 50% aus den berechneten Potenzialwerten der Frost & Sullivan-Studie ab. Die Grundlage für ein Erreichen unserer Umsatzprognose hat PlasmaSelect u.E. bereits gelegt. So wurde die Vertriebsstruktur bereits personell aufgebaut und über Vertriebs- und Produktmanager die Bewerbung der Produkte sowie Akquisition von Kundenaufträgen begonnen. Wir halten in der Spitze eine EBIT-Marge von 25%, angelehnt an die Daten vergleichbarer Unternehmen, für erreichbar. Den Aufschlag gegenüber der Durchschnittsmarge der Peer-Group halten wir für berechtigt, da wir von einem attraktiven Pricing und vergleichsweise schlankeren Kostenstrukturen ausgehen. PlasmaSelect selbst hält auf Grund der Marktstudie von Frost & Sullivan sowie der eigenen Potenzialeinschätzungen sogar eine höhere EBIT-Marge für erreichbar. Wir sehen die Chancen dafür gegeben, bleiben jedoch auf Grund der fehlenden Umsatzhistorie der Aquaworx vorerst bei unserer niedrigeren EBIT-Prognose. Sofern sich entsprechende Absatzerfolge und die Verbuchung höherer EBIT-Margen einstellen, werden wir unsere Prognosen entsprechend anpassen. Beim Ergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter bringen wir die Minderheitenanteile zum Abzug. Die Steuerbelastung bleibt niedrig, da nach Angaben von PlasmaSelect die Verlustvorträge von PlasmaSelect mit Gewinnen der Aquaworx - unter Beachtung einer Mindestbesteuerung - verrechnet werden können.

Aquaworx-Beteiligung zukünftiger Umsatz- und Ergebnistreiber

PlasmaSelect AG				
Prognosen ausgewählter Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung				
Einheit : Geschäftsjahresende : 30. November Rechnungslegungsstandard :	Tsd. Euro		2009e	
	2008e alt	2008e neu	alt	2009e* neu
Umsatzerlöse Veränderung ggü. Vorjahr	34.990 -3%	34.990 -3%	36.775 5%	55.215 58%
Bruttoergebnis in % des Umsatzes	11.244 32%	11.244 32%	12.650 34%	17.669 32%
EBIT in % des Umsatzes	-2.747 -8%	-3.462 -10%	-1.067 -3%	496 1%
Ergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter in % des Umsatzes	-3.352 -10%	-4.894 -14%	-1.115 -3%	-2.593 -1%
Ergebnis je Aktie in Euro	-0,21	-0,26	-0,08	-0,11

Quelle: Independent Research *Prämisse: Vollkonsolidierung Aquaworx

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Impairment-Tests bergen latentes Abschreibungsrisiko

Als Risiken machen wir aus, dass der Großteil des Kaufpreises nicht durch materielle Substanzwerte in der Aquaworx-Bilanz hinterlegt ist, weshalb u.E. ein hoher Goodwill in der PlasmaSelect-Bilanz aktiviert werden muss. Die daraus resultierenden jährlichen Werthaltigkeitstests bergen ein latentes Abschreibungsrisiko.

Bewertung

Bewertungsmodell: DCF-Modell und Substanzwertmodell

Für die Bewertung der PlasmaSelect verwenden wir diesmal neben einem DCF-Modell auch ein Substanzwertmodell. In unser DCF-Modell lassen wir erstmals für den Zeitraum 2009 neben dem bisherigen Geschäft auch die Cash Flow-relevanten Beiträge der Aquaworx-Beteiligung mit einfließen. Da jedoch diese Schätzungen auf Grund der bisher nicht umsatzwirksamen Geschäftstätigkeit der Aquaworx großen Unsicherheiten unterliegen, haben wir als weiteres Bewertungsmodell ein Substanzwertmodell eingeführt. Der aus dem Modell abgeleitete Substanzwert bildet systembedingt die zukünftige Entwicklung nur stark limitiert ab, weshalb ein Substanzwert grundsätzlich als Bewertungsuntergrenze anzusehen ist. In unserem Substanzwertmodell errechnen wir den fairen Wert der Aktie auf Sicht der nächsten 6 Monate und berücksichtigen hierbei die eigenkapitalrelevanten Vorgänge. Im Ergebnis lautet unser fairer Wert aus dem Substanzwertmodell 2,91 Euro.

Substanzwert: 2,91 Euro

Substanzbewertung PlasmaSelect (in Mio. Euro)	
Eigenkapital Konzern 31.05.2008	
+ Eigenkapitaleffekt aus Aufbau Aquaworx-Beteiligung	64,17
+ Geschätzter Buchgewinn aus Verkauf Haemaccel-Rechte	7,25
- Ergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter H2 2008e	2,00
- Ergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter Q1 2009e	-3,02
Eigenkapital 28.02.2009e	70,36
Aktienanzahl in Mio. Stück	24,172
Buchwert je Aktie 28.02.2009e (in Euro)	2,91
Quelle: Independent Research	

Bewertungsparameter des DCF-Modells

Um die zukünftige Entwicklung von PlasmaSelect inklusive der Beteiligung an Aquaworx abzubilden, verwenden wir zudem unser DCF-Modell. Das verwendete DCF-Modell verfügt über einen dreistufigen Aufbau. In der Phase I rechnen wir mit detaillierten Prognosen innerhalb des Prognosezeitraums 2008 bis 2010. Die Phase II umfasst den Zeitraum 2010 bis 2017. Hier gehen wir von einem festen jährlichen Umsatzwachstum in Höhe von 4,0% p.a. für das eigentliche PlasmaSelect-Kerngeschäft und einer schrittweisen Erhöhung der EBIT-Marge aus. In der Phase III rechnen wir konservativ mit einer Steigerung des Free Cash Flows in Höhe von 1,0% und einer konstanten EBIT-Marge auf dem Niveau des Bewertungsjahres 2017. Da PlasmaSelect die Beteiligung an Aquaworx vollkonsolidieren will, haben wir entsprechende Cash Flow-Beiträge für das Aquaworx-Geschäft prognostiziert. Wir richten uns in der Prognose der Umsatzerlöse 2008 bis 2010 nach den von Frost & Sullivan ermittelten Umsatz-

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

potenzialen. Auf Grund der beschriebenen Risiken nehmen wir einen Risikoabschlag von 50% auf die Frost & Sullivan-Prognose vor. Von 2011 bis 2017 rechnen wir mit einer langfristigen Wachstumsrate des Aquaworx-Umsatzes von 20% p.a.; nach 2017 konservativ mit 1% p.a.. Als EBIT-Marge verwenden wir, abgeleitet aus dem Vergleich mit Peer-Group-Unternehmen eine auf 25% ansteigende Marge. Die Minderheitenanteile bringen wir entsprechend zum Abzug (Prämissen: volle Berücksichtigung der Verlustvorträge von PlasmaSelect; Unternehmensfinanzierung erfolgt extern durch Aktionäre).

Als risikofreien Zinssatz verwenden wir angepasst an die Marktentwicklung 4,0% (alt: 4,5%). Die Risikoprämie auf das Eigenkapital beläuft sich auf 8,0%, beim Fremdkapital rechnen wir mit 3,45%. Darüber hinaus unterstellen wir weiterhin ein Beta von 1,4. Die langfristige Relation des Fremdkapitals (neu: 55%, alt: 45%) zum Eigenkapital (neu: 45%, alt: 55%) haben wir angesichts der Aquaworx-Akquisition angepasst. Im Ergebnis verwenden wir als Abzinsungszinssatz (WACC) 10,1% (alt: 11,5%). Auf Basis der abgezinsten Free Cash Flows erhalten wir einen Wert für das operative Geschäft von 77,5 (alt: 7,7) Mio. Euro.

*Fairer Wert DCF-Modell:
3,35 (alt: 2,24) Euro je Aktie*

Der neue Cashbestand von 45,3 Mio. Euro enthält die per 31.05.2008 ausgewiesenen liquiden Mittel von 40,7 Mio. Euro sowie die diskontierte finale (performanceabhängige) Zahlung aus dem Verkauf des Generikageschäfts (Barwert der geschätzten 16 Mio. Euro), die bereits in Q3 vereinnahmte Zahlung aus dem Verkauf der Haemaccel-Assets (ca. 8 Mio. Euro) und die zum Abzug zu bringende cashwirksame (anteilige) Kaufpreiszahlung für Aquaworx (18 Mio. Euro). Unter Berücksichtigung der Nettofinanzverbindlichkeiten von 41,8 Mio. Euro (inkl. Darlehen für Aquaworx-Beteiligung) ergibt sich ein Marktwert des Eigenkapitals von PlasmaSelect von 81,0 (alt: 37,9) Mio. Euro bzw. 3,35 (alt: 2,24) Euro je Aktie (Aktienanzahl neu: 24,2 (alt: 16,9 Mio. Stück)).

*Neues Kursziel: 2,90 (alt:
2,30) Euro*

Im Vergleich der beiden fundamental ermittelten Unternehmenswerte zeigt sich nur ein geringer Unterschied (DCF-Modell: 3,35 Euro, Substanzwertmodell: 2,91 Euro). Auf Grund der hohen Prognoserisiken im DCF-Modell halten wir den im Substanzwertmodell ermittelten Fundamentalwert für valider. Auf Basis der vorgenommenen Neubewertung lautet unser neues Kursziel 2,90 (alt: 2,30) Euro je PlasmaSelect-Aktie. Unser Votum lautet weiterhin Kaufen.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

DCF-Modell PlasmaSelect AG										
in Mio. Euro	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
Umsatz	35,0	55,2	76,5	85,6	96,3	108,8	123,7	141,1	161,8	186,4
Wachstum Umsatz		57,8%	38,5%	11,9%	12,5%	13,0%	13,6%	14,1%	14,7%	15,2%
EBIT-Marge	-9,9%	1,3%	6,5%	8,0%	9,8%	14,0%	15,0%	16,0%	16,8%	20,9%
EBIT	-3,5	0,7	5,0	6,8	9,4	15,2	18,5	22,5	27,2	38,9
- Ertragsteuern	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6
+ Abschreibungen	3,7	3,9	3,9	4,0	3,8	3,7	3,8	3,8	3,7	3,8
+/- Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+/- Minderheitenanteile Aquaworx	0,0	-1,9	-4,0	-4,8	-5,7	-9,1	-11,0	-13,2	-15,8	-23,7
Operativer Brutto Cash Flow	0,0	2,5	4,7	5,9	7,2	9,6	11,1	12,7	14,5	18,4
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	-1,4	-0,7	-0,8	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,3
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-3,1	-3,3	-3,5	-3,7	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3
Free Cash Flow	-4,6	-1,6	0,5	1,2	2,9	5,1	6,6	8,2	9,9	13,8
Barwerte	-4,4	-1,4	0,4	0,8	1,9	3,0	3,5	3,9	4,3	5,4
Summe Barwerte	17,4									
Terminalwert	60,0									
										in % vom Gesamtwert : 78%
Wert des operativen Geschäfts	77,5									
+ liquide Mittel	45,3									
- Finanzverschuldung	-41,8									
Marktwert Eigenkapital	81,0									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	24,172									
Kurs in Euro	3,35									

Modell-Parameter / Entity-DCF-Modell:

langfristige Bilanzstruktur ->	Eigenkapital:	45%	Fremdkapital :	55%	
risikofreie Rendite :	4,00%	Beta :	1,4	Risikoprämie FK :	3,45%
		Risikoprämie:	8,0%	Tax-Shield :	20,0%
		Zins EK :	15,2%	Zins FK :	5,96%
Wachstumsr. FCF :	1,0%	WACC :	10,1%	Datum :	29.08.08

Quelle: Independent Research

Sensitivitätsanalyse

Um zu zeigen wie sich der Unternehmenswert in Abhängigkeit des Wachstums des Free Cash Flow und von Veränderungen des Diskontierungssatzes (WACC) in der Phase III entwickelt, haben wir eine Sensitivitätsanalyse vorgenommen.

Sensitivitätsanalyse (in Euro)					
		Diskontierungszinssatz			
		9,6%	10,1%	10,6%	11,1%
Wachstum	1,0%	3,67	3,35	3,08	2,84
	1,5%	3,84	3,51	3,22	2,96
	2,0%	4,04	3,68	3,37	3,09
	2,5%	4,28	3,88	3,54	3,23

Quelle: Independent Research

^{1|2|3|4} **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Anhang

PlasmaSelect AG						
Ausgewählte Kennzahlen						
Geschäftsjahresende : 30. Nov Rechnungslegungsstandard : IFRS	2005*	2006	2007	2008e	2009e	2010e
GuV-Kennzahlen						
Umsatz (in Mio. Euro)	69,05	41,45	35,97	34,99	55,21	76,48
EBIT-Marge	4,6%	-9,0%	-63,5%	-9,9%	0,9%	6,6%
Nettorendite	6,7%	0,0%	-79,8%	-14,6%	-4,7%	-0,2%
Operative Kosten / Umsatz	98,0%	112,3%	168,0%	117,2%	82,9%	80,2%
Zinsdeckungsgrad	18,00	-3,74	-14,07	-2,42	0,52	4,82
Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen						
Eigenkapitalrendite (ROE)	5,5%	-8,3%	-43,3%	-7,2%	-3,8%	-0,3%
ROCE	26,5%	563,3%	55,4%	9,1%	-1,4%	-14,2%
ROI	3,2%	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Bilanzkennzahlen						
Eigenkapitalquote	57,3%	51,6%	52,7%	51,9%	51,7%	51,0%
Anlagenintensität	22,5%	18,2%	10,5%	9,6%	9,7%	9,5%
Forderungen / Umsatz	21,5%	35,4%	42,0%	21,6%	13,8%	10,1%
Capex / Abschreibungen	143,9%	116,9%	100,1%	586,5%	107,9%	112,3%
Capex / Umsatz	10,4%	16,4%	14,6%	62,0%	7,6%	5,7%
Working Capital-Quote	30,5%	58,1%	151,4%	145,4%	85,6%	62,5%
Nettoverschuldung (in Mio. Euro)	16,2	23,0	-15,5	-5,8	-4,6	-7,2
Cash Conversion Rate	neg.	-0,4	1,5	neg.	neg.	13,3
Kennziffern je Aktie (in Euro)						
Ergebnis je Aktie	0,29	-0,33	-1,70	-0,26	-0,11	-0,01
Free Cash flow je Aktie	-0,37	-0,13	2,48	-0,70	-0,01	0,11
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash je Aktie	0,16	0,02	2,42	0,97	0,79	0,78
Buchwert je Aktie	4,95	3,94	3,91	2,91	2,81	2,80
Bewertungskennzahlen						
EV / Umsatz	1,1	1,0	1,5	0,6	0,3	0,3
EV / EBIT	24,6	neg.	neg.	neg.	neg.	4,3
KGV	19,6	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
KBV	1,1	1,0	0,6	0,2	0,2	0,2
KCV	neg.	31,9	neg.	neg.	13,2	2,6
KUV	1,4	1,6	1,0	0,4	0,3	0,2
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Quelle: Independent Research; PlasmaSelect AG

* Zahlen 2005 inklusive des verkauften Geschäftsbereichs Generika

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

PlasmaSelect AG							
Gewinn- und Verlustrechnung (fortgeführte Bereiche)							
Einheit : Geschäftsjahresende : Rechnungslegungsstandard :	2005*	2006	2007	2008e	2009e**	2010e**	
Tsd. Euro 30. Nov IFRS							
Umsatzerlöse	69.049	41.449	35.968	34.990	55.215	76.484	
Veränderung ggü. Vorjahr	15%	n.a.	-13%	-3%	58%	108%	
Umsatzkosten	-44.770	-29.755	-36.748	-23.746	37.546	51.206	
in % vom Umsatz	65%	72%	102%	68%	68%	67%	
Bruttoergebnis	24.279	11.694	-780	11.244	17.669	25.278	
in % vom Umsatz	35%	28%	-2%	32%	34%	36%	
Forschungs- und Entwicklungskosten	0	-69	0	0	0	0	
in % vom Umsatz	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Vertriebsaufwendungen	-15.186	-10.501	-13.874	-12.247	-13.528	-16.062	
in % vom Umsatz	22%	25%	25%	35%	25%	21%	
Verwaltungsaufwendungen	-7.095	-5.686	-6.171	-4.024	-4.748	-5.354	
in % vom Umsatz	10%	14%	13%	12%	9%	7%	
Sonstige betriebliche Erträge	1.749	1.451	1.615	2.550	1.655	1.740	
in % vom Umsatz	3%	4%	4%	7%	5%	5%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-597	-618	-3.632	-985	-552	-580	
in % vom Umsatz	1%	1%	10%	2%	2%	2%	
Gewinne/Verluste aus einzustellenden Bereichen	0	0	0	0	0	0	
in % vom Umsatz	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Abschreibungen auf den Firmenwert	0	0	0	0	0	0	
in % vom Umsatz	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Ergebnis der betrieblichen Tätigkeit (EBIT)	3.150	-3.729	-22.842	-3.462	496	5.023	
in % vom Umsatz	5%	-9%	-64%	-10%	1%	7%	
Finanzergebnis	-175	-996	-1.624	-1.432	-952	-1.043	
in % des Bruttoergebnis	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Ergebnis vor Steuern (EBT)	2.968	-4.731	-24.567	-4.894	-456	3.980	
in % vom Umsatz	4%	-11%	-68%	-14%	-1%	5%	
Ertragsteuern	1.298	-815	-4.137	-200	-200	-200	
in % vom Umsatz	2%	-2%	-12%	-1%	0%	0%	
Ergebnis nach Steuern	4.266	-5.546	-28.704	-5.094	-656	3.780	
in % vom Umsatz	6%	-13%	-80%	-15%	-1%	5%	
Ergebnisanteile Dritter	376	0	0	0	-1.936	-3.971	
Ergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter	4.642	-5.546	-28.704	-5.094	-2.593	-191	
in % vom Umsatz	7%	0%	-80%	-15%	-5%	0%	
Anzahl der Aktien (in Mio. St.)	16,6	16,9	16,9	20,0	24,2	24,2	
Ergebnis je Aktie in Euro (unbereinigt)	0,29	-0,33	-1,70	-0,26	-0,11	-0,01	
Dividende je Aktie in Euro	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	

Quelle: Independent Research, PlasmaSelect

* Zahlen 2005 inklusive des verkauften Geschäftsbereichs Generika; ** Prämisse: Vollkonsolidierung Aquaworx

1|2|3|4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

PlasmaSelect AG						
Bilanz (aufgegebene und fortgeführte Bereiche)						
Einheit : Tsd. Euro	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Geschäftsjahresende : 30. Nov						
Rechnungslegungsstandard : IFRS						
AKTIVA						
Kurzfristige Vermögenswerte						
Zahlungsmittel und Zahlungäquivalente	2.673	254	40.904	23.377	19.083	18.842
Wertpapiere	2.764	2.409	151	17.640	17.640	17.640
Forderungen aus L/L, netto	14.820	14.666	15.094	7.547	7.622	7.699
Forderungen aus Ertragsteuern	18	174	144	144	144	144
Vorräte	21.046	22.786	12.332	13.072	13.856	14.688
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	3.481	4.424	3.902	3.541	3.683	3.830
Summe kurzfristige Vermögenswerte	44.802	44.713	72.527	65.321	62.029	62.843
Langfristige Vermögenswerte						
Ausleihungen	5.418	3.340	3.636	3.636	2.190	2.190
Sachanlagen	32.924	23.438	13.208	12.957	12.667	12.547
Immaterielle Vermögenswerte	49.830	45.509	14.232	48.732	49.332	49.931
Latente Steueransprüche	13.282	11.960	4.968	4.968	4.968	4.968
Sonstige langfristige Vermögenswerte	0	146	17.156	0	0	0
Summe langfristige Vermögenswerte	101.454	84.393	53.200	70.293	69.157	69.636
Summe Vermögenswerte	146.256	129.106	125.727	135.615	131.185	132.479
PASSIVA						
Kurzfristige Verbindlichkeiten						
Kurzfristiger Anteil der Finanzleasingverbindlichkeiten	1.087	1.396	1.356	1.424	1.495	1.570
Verbindlichkeiten aus L/L und sonstige Verb.	23.743	20.613	18.074	14.459	14.748	15.043
Verbindlichkeiten aus Ertragsteuern	11	11	2.192	2.192	2.192	2.192
Rückstellungen	481	0	0	0	0	0
Kurzfristiger Teil der langfristigen Schulden	8.972	4.846	5.118	5.169	5.066	4.964
Summe kurzfristige Verbindlichkeiten	34.294	26.866	26.740	23.244	23.501	23.770
Langfristige Verbindlichkeiten						
Langfristige Verbindlichkeiten, abzügl. des kurzfristigen Anteils	12.623	20.815	20.448	30.039	27.035	24.332
Langfristige Leasingverbindlichkeiten	3.176	3.545	2.401	2.041	1.020	969
Latente Steuerschulden	12.343	11.215	9.889	9.885	9.879	9.878
Summe langfristige Verbindlichkeiten	28.142	35.575	32.738	41.965	37.935	35.179
Summe Verbindlichkeiten	62.436	62.441	59.478	65.209	61.436	58.949
Anteile anderer Gesellschafter	0	0	0	0	1.936	5.907
Eigenkapital						
Gezeichnetes Kapital	16.640	16.922	16.922	24.172	24.172	24.172
Kapitalrücklage	112.456	113.774	113.774	113.774	113.774	113.774
Sonstige Rücklagen	-405	-330	-330	-330	-330	-330
Bilanzverlust	-44.871	-63.701	-64.117	-67.211	-69.804	-69.994
Summe Eigenkapital	83.820	66.665	66.249	70.405	67.812	67.622
Summe Eigenkapital und Verbindlichkeiten	146.256	129.106	125.727	135.615	131.185	132.479

Quelle: Independent Research, PlasmaSelect

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

PlasmaSelect AG							
Cashflow-Rechnung (fortgeführte Bereiche)							
Einheit :	Tsd. Euro	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Geschäftsjahresende :	30. Nov						
Rechnungslegungsstandard :	IFRS						
Ergebnis der betrieblichen Tätigkeit		3.690	3.675	9.317	-3.462	496	5.023
+ Abschreibungen		5.013	5.806	5.250	3.700	3.900	3.901
+/- Verluste/Gewinn aus dem Abgang von Sachanlagen		4	-24	-48	0	0	0
+/- Gewinn aus dem Abgang von Geschäftsbereichen		-100	0	-33.586	0	0	0
+/- Zunahme/Abnahme der Rückstellungen		-578	-481	0	0	0	0
+/- Erfolgswirksam erfasste Wertminderung von langfr. VW		-1.794	0	9.494	0	0	0
+/- Sonstige zahlungswirksame Erträge		-6.886	0	-449	0	0	0
+/- Abnahme/Zunahme der Forderungen aus LuL		990	-1.175	240	2.908	-217	-224
+/- Abnahme/Zunahme der Vorräte sowie anderer Aktiva		-91	-2.102	10.454	-740	-784	-831
+/- Zunahme/Abnahme der Verbindlichkeiten aus LuL			-2.121	-2.539	-3.615	289	295
- Gezahlte Zinsen			-1.215	-2.514	-2.602	-2.384	-2.339
- Gezahlte Ertragsteuern		-272	-277	-36	-200	-200	-199
= Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit		-24	2.086	-4.417	-4.010	1.100	5.625
- Auszahlungen aus dem Erwerb von Tochterunternehmen		-2.544	-273	0	0	0	0
- Auszahlungen für Invest. in Sachanlagen und imm. VG		-7.214	-6.787	-5.257	-21.699	-4.210	-4.380
+ Einzahlungen aus dem Verkauf von Sachanlagen und imm. VG		0	24	504	8.000	0	0
+ Einzahlungen aus dem Verkauf von Geschäftseinheiten		0	0	50.000	17.156	0	0
+/- Ein-/Auszahlungen aus Wertpapieren		1.915	355	2.258	-17.489	0	0
+ Erhaltene Zinsen		729	373	795	1.165	1.427	1.295
+/- Ein-/Auszahlungen für Ausleihungen			2.078	-295	0	1.446	0
- Auszahlungen aus dem Abgang von Geschäftsbereichen		1.043	0	-1.659	0	0	0
= Cashflow aus der Investitionstätigkeit		-6.071	-4.231	46.346	-12.867	-1.337	-3.085
+ Einzahlungen aus Eigenkapitalzuführungen		2.187	1.675	0	0	0	0
+/- Ein-/Auszahlung aus Verbindlichkeiten aus Finanzierungsleasing		274	-1.476	-1.184	-292	-949	24
+/- Ein-/Auszahlungen aus kurz- und langfristigen Darlehen		5.378	-471	-95	-358	-3.107	-2.805
= Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit		7.839	-272	-1.279	-650	-4.057	-2.781
Veränderung des Finanzmittelbestandes		1.744	-2.417	40.650	-17.527	-4.294	-241
+ Finanzmittelbestand am Anfang des Geschäftsjahres		927	2.671	254	40.904	23.377	19.083
= Finanzmittelbestand am Ende des Geschäftsjahres		2.671	254	40.904	23.377	19.083	18.842

Quelle: Independent Research, PlasmaSelect

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Disclaimer

Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten -:

Kaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 15% aufweisen.
Akkumulieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn zwischen 0% und 15% aufweisen.
Reduzieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust zwischen 0% und 15% aufweisen.
Verkaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust von mindestens 15% aufweisen.

Haftungserklärung

Dieses Dokument ist von der Independent Research GmbH unabhängig von den genannten Emittenten erstellt worden. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und Prognosen sind allein diejenigen der Independent Research GmbH. Die Informationen und Meinungen sind datumsbezogen und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Die Independent Research GmbH hat den Inhalt dieses Dokumentes erstellt auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, diese aber nicht unabhängig geprüft. Daher wird die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen weder ausdrücklich gewährleistet noch eine solche Gewährleistung hierdurch impliziert. Der Empfänger dieses Dokumentes sollte sich auf diese Informationen oder Meinungen nicht verlassen. Die Independent Research GmbH übernimmt keine Verantwortung oder Haftung für einen Schaden, der sich aus einer Verwendung dieses Dokumentes oder der darin enthaltenen Angaben oder der sich anderweitig im Zusammenhang damit ergibt. Eine Investitionsentscheidung sollte auf der Grundlage eines ordnungsgemäß genehmigten Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieses Dokumentes.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Wertpapiers dar, noch bildet dieses Dokument oder die darin enthaltenen Informationen eine Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung irgendeiner Art.

Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf Eigenrechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt. Dieses Dokument unterliegt dem Urheberrecht der Independent Research GmbH; es darf weder als Ganzes noch teilweise reproduziert werden oder an eine andere Person weiterverteilt werden. Zitierungen aus diesem Dokument sind mit einer Quellenangabe zu versehen. Jede darüber hinaus gehende Nutzung bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Independent Research GmbH.

Dieses Dokument 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, und darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder dieses Dokument noch eine Kopie hiervon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, nach Kanada oder nach Japan oder in ihre jeweiligen Territorien oder Besitzungen geschickt, gebracht oder verteilt werden noch darf es an eine US-Person im Sinne der Bestimmungen des US Securities Act 1933 oder an Personen mit Wohnsitz in Kanada oder Japan verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokumentes in anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkungen zu beachten, kann eine Verletzung der geltenden Wertpapiergesetze darstellen.

Die Independent Research GmbH und ihre verbundenen Unternehmen und/oder Mitglieder ihrer Geschäftsleitung, ihrer leitenden Angestellten und/oder ihrer Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in diesem Dokument erwähnten Finanzinstrumenten oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Finanzinstrumente oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern. Die Independent Research GmbH und ihre verbundenen Unternehmen können als Berater für die Finanzinstrumente oder damit zusammenhängender Investments fungieren, Dienstleistungen für oder in Bezug auf diese Emittenten erbringen oder solche Dienstleistungen anbieten und können auch im Vorstand, sonstigen Organen oder Ausschüssen dieser Emittenten vertreten sein.

Pflichtangaben nach § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung

Wesentliche Informationsquellen

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsen-Zeitung, Handelsblatt, FAZ, FTD, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten (Unternehmensquellen: Geschäfts- und Quartalsberichte, aktuelle Unternehmenspräsentationen sowie Managementgespräche).

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen:

Aktienanalysen:

Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode), Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinnten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinsfuß bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis, Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

Technische Analysen:

Zur technischen Analyse werden historische Kurs- und Umsatzentwicklungen mit Hilfe mathematisch-statistischer Verfahren (Charttechnik, Indikatorteknik, Elliott-Wellen-Theorie, Sentiment-Betrachtungen sowie Relative Stärke-Ansätze) analysiert und Prognosen über künftige Entwicklungen erstellt.

Sensitivität der Bewertungsparameter:

Die zur Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertevorstellungen ergeben. Veränderungen beim Steuerrecht, beim Wechselkurs und, in bestimmten Branchen, auch bei Regulierungen, können sich ebenfalls auf Bewertungen auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:

Aktienanalysen:

Die Independent Research GmbH führt eine Liste der Emittenten, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen ("Coverliste Aktienanalysen") veröffentlicht werden. Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Emittenten ist die Zugehörigkeit zu einem Index (DAX® und EuroStoxx 50SM). Zusätzlich werden ausgewählte Emittenten aus dem Mid- und Small-Cap-Segment sowie des US-Marktes berücksichtigt. Hierbei liegt es allein im Ermessen der Independent Research GmbH, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Emittenten auf der Coverliste vorzunehmen. Für die auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten wird fortlaufend über aktuelle unternehmensspezifische Ereignisse berichtet. Ferner werden täglich zu einzelnen auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten unternehmensspezifische Ereignisse wie z.B. Ad-hoc-Meldungen oder wichtige Nachrichten bewertet. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH. Darüber hinaus werden für auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten Fundamentalanalysen erstellt. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH.

Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.

Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten:

Mitarbeiter/-innen der Independent Research GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den hausinternen Compliance-Regelungen, die sie als Mitarbeiter/-innen eines Vertraulichkeitsbereiches einstufen. Die hausinternen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften zur Konkretisierung der Organisationspflichten gemäß § 34b Abs.5, Abs.8 S.1 WpHG (<http://www.bafin.de>).

Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 01.09.2008

Weder die Independent Research GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- 1) hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals.
- 2) war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt.
- 3) halten an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals
- 4) hat die analysierten Wertpapiere aufgrund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut. Ausnahme hiervon ist das Unternehmen PlasmaSelect AG; zwischen diesem Unternehmen und Independent Research bestehen vertragliche Beziehungen für die Erstellung von Research-Berichten.

DURCH ANNAHME DIESES DOKUMENTS AKZEPTIERT DER EMPFÄNGER DIE VERBINDLICHKEIT DER VORSTEHENDEN BESCHRÄNKUNGEN.

Stand: 01.09.2008

**Independent Research GmbH
Senckenberganlage 10-12
60325 Frankfurt**

Zuständige Aufsichtsbehörde:
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn
und
Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt



Independent Research

Senckenberganlage 10-12
60325 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (69) 971490-0
Telefax: +49 (69) 971490-90
E-Mail: info@irffm.de
Internet: www.irffm.de