



Independent Research

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

Investment Research

PlasmaSelect AG



**Marktsegment: Prime Standard
Branche: Pharma & Healthcare**

Update

3. Januar 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.

PLASMASELECT AG 4)

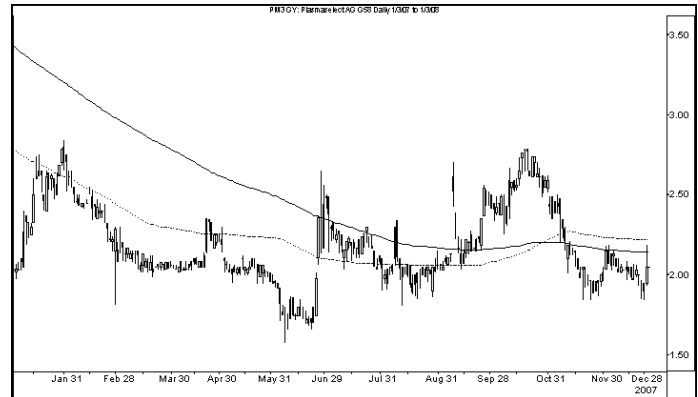
Akkumulieren
vorher: „Under Review“ vom 11.09.2007

Ereignis:

Neubewertung der Aktie

Einschätzung:

Akkumulieren



IR	4	3	4
Rating	Wachstum	Investor Relations	Konstanz

Ersteller: Björn Wolber (Analyst)

- ⇒ **Nach dem Verkauf der profitablen Generikasparte fokussiert PlasmaSelect seine gesamten Anstrengungen auf den Turnaround im neuen alleinigen Kerngeschäft Infusions- und Spüllösungen.**
- ⇒ **Mit Hilfe der Analyse von Roland Berger und der Investition in die Produktionsprozesse halten wir den operativen Break-Even im Kerngeschäft in 2009 für möglich.**
- ⇒ **Mit einem Cashbestand von geschätzten 55 Mio. Euro per Ende 2007 gilt es darüber hinaus vielversprechende komplementäre Produkte in den Produktions- und Vertriebsprozess aufzunehmen bzw. einen aussichtsreichen neuen Geschäftsbereich im Zuge einer Akquisition aufzubauen.**
- ⇒ **Auf Basis der umfassenden Anpassung unserer Prognosen an die neue Unternehmensstruktur und der Adjustierung unseres Bewertungsmodells votieren wir bei einem neuen Kursziel von 2,30 (alt: 2,00) Euro neu mit Akkulieren (alt: „Under Review“).**

PlasmaSelect		Pharma & Healthcare		Performance (in %)				
Land	GE	Geschäftsjahr	30. Nov	Rel. 1 Monat	-5,7			
Aktienanzahl (Mio.)	16,922	www.plasmaselect.de		Rel. 3 Monate	-15,0			
Ø Tagesumsatz	25.736	Letzte Dividende (Euro)	0,00	Rel. 6 Monate	-12,5			
ISIN	DE0005471809	Zahltag Dividende	-	Rel. 12 Monate	-14,7			
Kurs (Xetra)	2,05 Euro	Marktkapt.Mio.Euro	34,7	Beta	1,4			
02.01.2008 16:05 Uhr		Währung	EUR	Volatilität (60 Tage)	49,0			
52W Hoch	2,84	Datum	01.09.06	Prime All Share	0,002%			
52W Tief	1,58	Datum	08.06.07	Prime PHRM&HCR	0,066%			
Aktionäre:	Riggers Holding GmbH 35,6%; Prof. Dr. Weidler 0,8%; Streubesitz 63,6%							
Beteiligungen:	DeltaSelect GmbH; TheraSelect GmbH; PlasmaLogistic GmbH; NovaSelect S.p.A.; AltaSelect S.r.l.; VitaSelect GmbH; FarnacoNetwork B.V., jeweils 100%							
GJ	Umsatz	EBIT	EBT	JÜ	EpS	KGV	EV/Umsatz 07e:	-0,1
2006	69,4	-16,9	-18,5	-18,8	-1,11	neg.	EV/EBIT 07e:	0,8
2007e	35,8	-4,2	-6,4	-6,6	-0,39	neg.	Div-Rendite 07e:	0,0%
2008e	36,2	-3,0	-3,8	-4,0	-0,24	neg.	CAGR Umsatz 06-09e:	-18,5%
2009e	37,6	-1,3	-1,7	-1,9	-0,11	neg.	CAGR JÜ 06-09e:	-
Zahlen in Mio. Euro außer EpS (in Euro), hist. KGVs auf Jahresdurchschnittskursen							RL:	IFRS

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

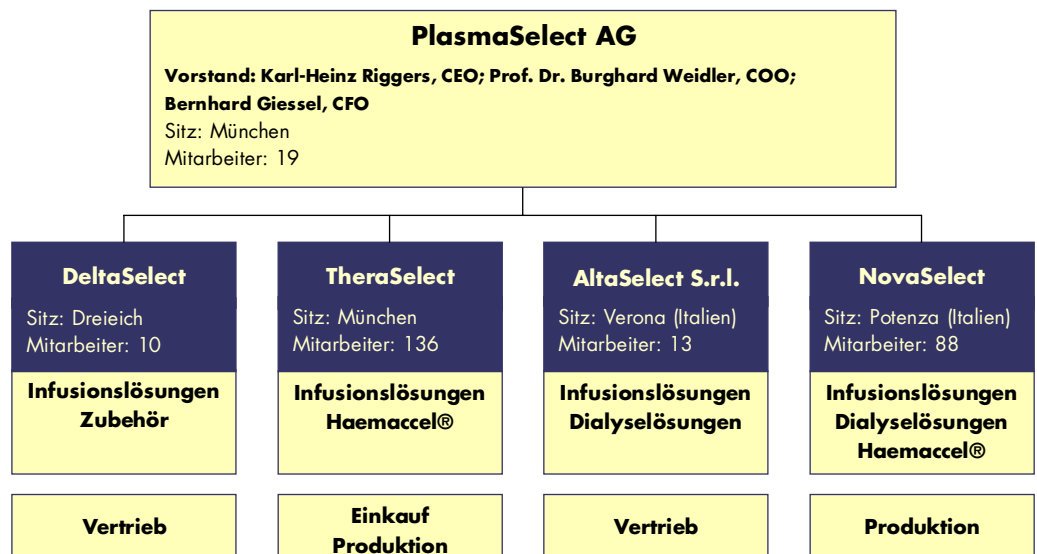
Unternehmensprofil

Pharmazeutisches Unternehmen mit Fokus auf Nischenmärkte

Die PlasmaSelect AG ist ein im Pharma- und Gesundheitsbereich tätiges Unternehmen, das sich auf die Produktion und den Vertrieb von Infusions- und Spüllösungen spezialisiert hat. Darüber hinaus vertreibt das Unternehmen einzelne komplementäre Medizinprodukte (u.a. Infusionszubehör). Das Produktportfolio des Unternehmens versorgt Patienten im stationären, ambulanten und niedergelassenen Bereich. Der Vertrieb verläuft dreistufig: Direktvertrieb (Krankenhäuser), Großhandel (ambulanter und niedergelassener Bereich) und Distributoren (Export). Gegründet wurde das Unternehmen 1998 als PlasmaSelect GmbH und ging 2000 nach einer Rechtsformumwandlung als PlasmaSelect AG an die Börse (Neuer Markt). Spätestens mit dem Verkauf der Absorbertechnologie in 2002 wurde ein kompletter Strategiewandel vom Vermarkter der Absorbertechnologie hin zum Anbieter spezieller Infusions-/Spüllösungen und Medizinprodukte vollzogen. Seither positioniert sich PlasmaSelect als Nischenanbieter im Gesundheitsmarkt. Im Unternehmen sind per 30.11.2007 insgesamt 300 Mitarbeiter beschäftigt.

Unternehmensstruktur

Das Unternehmen besteht aus einer Holding (PlasmaSelect AG), die von zwei Vorständen geführt wird. Unter der Holding gruppieren sich vier operativ tätige Tochtergesellschaften, die dezentral von Geschäftsführern geleitet werden.



Quelle: Independent Research

Neben den aufgeführten Kern-Gesellschaften bestehen weitere 100%ige Beteiligungen an den Gesellschaften PlasmaLogistic GmbH (33 Mitarbeiter; vormals RenaSelect Vertriebs GmbH), VitaSelect GmbH (eventuell Bündelung des Italiengeschäfts) und der FarmacoNetwork B.V. (1 Mitarbeiter; Vertrieb Holland).

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

Strategie nach Trennung von Generikasparte

Strategie: Turnaround im Infusions- und Spüllösungsgeschäft

Nach dem überraschenden Verkauf der Generikasparte an Actavis (siehe Research Flash vom 11.09.2007) will PlasmaSelect den verbleibenden Geschäftsbereich Infusions- und Spüllösungen operativ auf Erfolg trimmen. Aus diesem Grund wurde die Unternehmensberatung Roland Berger beauftragt, die Produktionsprozesse zu analysieren und konkrete Handlungsalternativen zur Optimierung der Produktionsabläufe und Senkung der Herstellungskosten zu identifizieren. Die Ergebnisse erwartet das Management zum Ende des Kalenderjahres 2007, sodass die Restrukturierung bereits im neuen Kalenderjahr 2008 beginnen kann.

Operativer Break-Even des Kerngeschäfts u.E. 2009 möglich ...

Das Management von PlasmaSelect zeigt sich optimistisch, noch im Geschäftsjahr 2008 den Break-Even in der Sparte Infusions- und Spüllösungen zu erreichen. Wir halten diese Zielrichtung für richtig, sind jedoch davon überzeugt, dass der Turnaround frühestens im Geschäftsjahr 2009 erreicht werden kann. Die größten Schwierigkeiten bestehen u.E. in den limitierten Möglichkeiten die Absatzmenge zu steigern. Die ungleich größeren Marktführer Fresenius Kabi und B. Braun verfügen nachweislich über ein breiteres Produktportfolio, aus dem umfassendere Produktpakete geschnürt werden können und so höhere Cross-Selling-Effekte erzielbar sind. Zudem schätzen wir, dass die beiden Marktführer im Zuge von Skaleneffekten über den größeren Handlungsspielraum beim Pricing verfügen, woraus sich ein latenter Preisdruck im Markt ableiten lässt. Wir sehen deshalb die Steigerung der Absatzmengen im Deutschlandgeschäft sehr limitiert, weshalb u.E. für PlasmaSelect die Verschlinkung der Produktionsabläufe der wichtigste Ansatzpunkt zur Optimierung der Kostenstruktur ist. Vor dem Hintergrund der von uns erwarteten flachen Umsatzentwicklung im deutschen Infusions- und Spüllösungsgeschäft, gilt es für PlasmaSelect darüber hinaus, die durch den Verkauf des Generikageschäfts im Werk Pfullingen entstandenen freien Produktionskapazitäten effizient einzusetzen.

... trotz limitierter Wachstumsmöglichkeiten

Roland Berger soll Spar- und Effizienzpotenziale identifizieren

Trotz unserer Vorbehalte in Bezug auf einen schnellen Turnaround, versprechen wir uns von der Expertise der Unternehmensberatung Roland Berger spürbar nachhaltige Effekte. Wir erwarten, dass durch einen professionellen Blick von außen auf die Produktionsabläufe und Produktionsprozesskosten die notwendigen Optimierungspotenziale erkannt und in der praktischen Umsetzung auch realisiert werden können. Wir versprechen uns u.a. strukturierte Optimierungen in der Produktionsautomation, die Reduzierung der Durchlaufzeiten, die Erhöhung der Qualität und die Optimierung der Logistik. Für einen Restrukturierungserfolg sprechen auch die durch den Verkauf der Generikasparte freigesetzten finanziellen Mittel (geschätzte liquide Mittel netto per Ende 2007: 55 Mio. Euro), die zusätzlich zur Optimierung der Produktion (z.B. Investition in modernere Produktionsanlagen) verwendet werden können.

Italiengeschäft wächst dynamisch ...

Während wir in Bezug auf die Umsatzentwicklung des fortgeführten Geschäfts (ohne Italien; Umsatz 9M: 16,1 Mio. Euro) skeptisch sind, sehen wir durchaus Wachstumschancen im italienischen Markt (Umsatz 9M: 10,7 Mio. Euro). Seit dem Kauf des italienischen Werks in Potenza 2003 konnte die Produktionsmenge von 6,5 Mio. Einheiten auf inzwischen über 26 Mio. Einheiten ausgebaut werden. Die sehr gute Entwicklung wurde stark durch gute Produktverkäufe von Haemacell angetrieben, das nach der Einlizenzierung von Sanofi-Aventis innerhalb kurzer Zeit zum Marktführer (Marktanteil 2006: 70%) der Gelatine-Pro-

... ist jedoch gleichzeitig schwer planbar

dukte in Italien geworden ist. Bedingt durch ferienzeitbedingte Verschiebungen des Ordervolumens musste jedoch in Q3 2007 ein leichter Absatzrückgang im Italiengeschäft verzeichnet werden, was zeigt, dass auch das dynamisch wachsende Italiengeschäft kein Selbstläufer ist. Den größten Risikofaktor sehen wir hier in der erschwerten Planbarkeit der Geschäftsentwicklung in Folge des für das italienische Krankenhausgeschäft charakteristischen Tendergeschäftes (Ausschreibung der Abnahmevolumina).

Prognosen

Adjustierung unserer Prognosen nach Verkauf Generikageschäft

Auf Grund des Verkaufs der Generikasperte haben wir unsere Schätzungen umfassend überarbeitet. Der Wegfall der Umsatzbeiträge des Generikageschäfts führt zu einer Halbierung der Konzernumsätze. Auf Ergebnisebene fallen zudem wichtige Deckungsbeiträge weg. Im Gegenzug fließen PlasmaSelect durch den Verkauf signifikante Cashbestandteile zu (55 Mio. Euro in 2007; max. weitere 20 Mio. in 2008 bzw. 2009). Dem Verkaufserlös von bis zu 75 Mio. Euro stehen Buchwerte von rund 42 Mio. Euro (31.08.) gegenüber, woraus sich ein nicht unerheblicher realisierter Buchgewinn ableitet.

Derzeit begrenzte Wachstumschancen ...

Der Konzernumsatz setzt sich nun zukünftig ausschließlich aus dem Kerngeschäft Infusions- und Spüllösungen und den in der Sparte Sonstiges verbuchten Randaktivitäten (u.a. Verkauf von Medizinprodukten) zusammen. Nach unserer Einschätzung sind die Wachstumsmöglichkeiten mit dem derzeitigen Produktportfolio begrenzt. Umsatzimpulse erwarten wir lediglich aus dem stärker wachsenden Italiengeschäft und der Akquisition neuer Umsatzvolumina im Deutschlandgeschäft im Zuge der personellen Stärkung des Vertriebs und der Verlagerung der Behandlungen in den niedergelassenen Bereich im Rahmen der Einführung der Patientenfallpauschalen (DRG).

... und Absinken der Ergebnismargen

Durch den Wegfall des hochmargigen Generikageschäfts verschlechtert sich die Rohmarge von PlasmaSelect. Die Kostenrelationen für die Posten Vertrieb, Verwaltung und Personal werden sich nach unserer Auffassung ebenfalls verschlechtern, jedoch in einem vergleichsweise kleineren Umfang. Beim EBIT machen sich die fehlenden Deckungsbeiträge aus dem hochprofitablen Generikageschäft deutlich bemerkbar, weshalb wir nach positiven Ergebnissen in den Vorjahren auf Sparten- und Konzernebene nun (bereinigt um einen außerordentlichen Buchgewinn) einen Fehlbetrag prognostizieren. Den operativen Break-Even im Kerngeschäft erwarten wir erst im Geschäftsjahr 2009, sofern die einzuleitenden Restrukturierungsmaßnahmen erfolgreich sind (Planungsprämisse). Auf Grund der aus dem operativen Ergebnis des Kerngeschäfts zu deckenden Holding- und Finanzierungskosten, ist ein Break-Even auf Nettoebene des Konzerns nach unseren Berechnungen erst in 2011 wahrscheinlich.

Mittelverwendung noch nicht kommuniziert

Bisher wurde noch keine klare Strategie zur Verwendung des Verkaufserlöses seitens des Managements kommuniziert. Die Planungen sehen vor, dass zu Jahresanfang 2008 sogenannte Add-on-Produkte identifiziert und einlizenzieren werden sollen, die das Produktportfolio erweitern und über die bestehenden Vertriebskanäle an die Krankenhäuser vertrieben werden sollen. Die Akquisition eines neuen Geschäftsfeldes ist eine strategische Option, die ebenfalls geprüft wird. Zudem soll der Vertrieb personell aufgestockt werden.

Veräußerungserlös soll Expansion finanzieren

Insgesamt vermittelt uns dies den Eindruck, dass die laufenden Kreditverbindlichkeiten vorerst nicht zurückgeführt werden, sondern vielmehr die freien Mittel zur Expansion des Geschäfts verwendet werden. Wir würden eine expansive Strategie begrüßen, halten jedoch gleichzeitig die Rückführung der hohen Finanzverschuldung und die Schaffung einer Liquiditätsreserve für wichtig. Bis zur tatsächlichen Reinvestition der liquiden Mittel, wird durch die Zinserträge das derzeit hohe negative Zinsergebnis spürbar entlastet.

PlasmaSelect AG						
Prognosen ausgewählter Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung (fortgeführtes Geschäft)						
Einheit : Tsd. Euro	2007e	2007e	2008e	2008e	2009e	2009e
Geschäftsjahresende : 30. November	alt*	neu	alt*	neu	alt*	neu
Rechnungslegungsstandard : IFRS						
Umsatzerlöse	64.411	35.816	65.120	36.245	67.120	37.623
Veränderung ggü. Vorjahr	-7%	-48%	1%	1%	3%	4%
Bruttoergebnis	22.039	9.725	22.635	10.150	23.462	11.011
in % des Umsatzes	34%	27%	35%	28%	35%	29%
EBIT	2.191	-4.214	2.609	-2.997	3.046	-1.327
in % des Umsatzes	3%	-12%	4%	-8%	5%	-4%
Ergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter	-521	-6.351	68	-3.804	408	-1.659
in % des Umsatzes	-1%	-18%	0%	-10%	1%	-4%
Ergebnis je Aktie in Euro	-0,03	-0,39	0,00	-0,24	0,02	-0,11

Quelle: Independent Research

* vor Verkauf Generikageschäft (per 07.09.2007)

Bewertung

Adjustierung des Bewertungsmodells

Wir haben unser Bewertungsmodell an die veränderten Bedingungen angepasst. Hierbei haben wir den Veränderungen der Inputfaktoren (Free Cash Flows), als auch der notwendig gewordenen Adjustierung der relevanten Bewertungsparameter Rechnung getragen.

Bewertungsmodell: DCF-Modell

Wir bewerten PlasmaSelect nun ausschließlich auf Basis eines DCF-Modells. Den aggregierten Bewertungsansatz aus DCF-Modell und Multiplikatorbewertung halten wir mangels vergleichbarer börsennotierter Peer-Group-Unternehmen für nicht mehr durchführbar. Das verwendete DCF-Modell verfügt über einen dreistufigen Aufbau. In der Phase I rechnen wir mit detaillierten Prognosen innerhalb des Prognosezeitraums 2007 bis 2009. Die Phase II umfasst den Zeitraum 2010 bis 2016. Hier gehen wir von einem festen jährlichen Umsatzwachstum in Höhe von 4,0% p.a. aus. In der Phase III rechnen wir konservativ mit einer Steigerung des Free Cash Flows in Höhe von 1,0%.

Adjustierung der Bewertungsparameter

Durch den Verkauf des profitablen Generikageschäfts hat sich u.E. das operative Geschäftsrisiko vergrößert, weshalb wir das fundamental hergeleitete Beta auf 1,4 (vorher: 1,2) erhöhen. Diese Erhöhung wäre noch deutlicher ausgefallen, wenn nicht ein sehr zufriedenstellender Verkaufspreis erzielt worden wäre, der PlasmaSelect nun in eine komfortable finanzielle Situation versetzt. Die langfristige Relation des Fremdkapitals (45%) zum Eigenkapital (55%) behalten wir bei, da wir von einer umfassenden Reinvestition des Verkaufserlöses ausgehen. Im Ergebnis verwenden wir zur Diskontierung der Free Cash Flows einen erhöhten WACC von 11,5% (vorher: 10,6%).

Verkaufserlös hebt Cashbestand massiv an

Der neue Cashbestand von 70,1 Mio. Euro setzt sich zusammen, aus dem bereits verbuchten anteiligen Nettoverkaufserlös von rund 54 Mio. Euro und der risikogewichteten und diskontierten finalen (performanceabhängigen) Zahlung in 2008 bzw. 2009. Wir rechnen mit einer Wahrscheinlichkeit von 80%, dass Actavis die vereinbarten Margen-Ziele erreicht und damit die maximale Zahlung weiterer 20 Mio. Euro an PlasmaSelect ausgelöst wird. Als Zuflusszeitpunkt haben wir mit Ende 2008 den mittleren Zeitraum zwischen 2008 und 2009 gewählt. Die Abzinsung der finalen Zahlung erfolgt zum WACC.

Ertragsgenerierende Cash-Verwendung noch nicht berücksichtigt

In Folge des Asset Deals setzt sich der Unternehmenswert primär aus dem hohen Cash-Bestand zusammen, von dem rund 23% wahrscheinlich, aber noch nicht geflossen sind. Nach unserer Einschätzung sind wir bei der neuen Bewertung von PlasmaSelect sehr vorsichtig vorgegangen, was zusätzliches Upsidepotenzial für den Unternehmenswert eröffnet. PlasmaSelect hat in der Vergangenheit durch den strategischen Aufbau des Geschäftsfeldes Generika erfolgreich unter Beweis gestellt, dass chancenreiche Geschäftsmodelle identifiziert und erfolgreich betrieben werden können. Sofern der hohe Cashbestand aussichtsreich reinvestiert wird, sind höhere Bewertungen der Aktie durchaus möglich. Aus Mangel an einer kommunizierten strategischen Verwendung der liquiden Mittel, fehlt uns bisher die Grundlage, um dies in der Bewertung zu berücksichtigen.

Neuer Unternehmenswert: 39,3 Mio. Euro

Im Ergebnis berechnen wir einen neuen fairen Wert von 39,3 (vorher: 33,8) Mio. Euro für PlasmaSelect. Unter Berücksichtigung der ausstehenden Aktien (16,92 Mio.) erhalten wir einen neuen fairen Wert von 2,32 (2,00) Euro je Aktie.

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	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Umsatz	35,8	36,2	37,6	39,1	40,7	42,3	44,0	45,8	47,6	49,5
Wachstum Umsatz		1,2%	3,8%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
EBIT-Marge	-11,8%	-8,3%	-3,5%	-0,8%	1,7%	3,6%	5,3%	6,7%	8,1%	9,4%
EBIT	-4,2	-3,0	-1,3	-0,3	0,7	1,5	2,3	3,1	3,8	4,7
- Ertragsteuern	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4	-0,5	-0,6
+ Abschreibungen	3,6	3,5	3,6	3,5	3,4	3,4	3,3	3,4	3,4	3,3
+/- Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+/- Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cash Flow	-0,8	0,3	2,0	3,0	3,9	4,7	5,3	6,0	6,7	7,3
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	-5,6	-0,1	-1,1	-1,4	-1,4	-1,5	-1,5	-1,6	-1,7	-1,7
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-2,7	-2,9	-3,0	-2,7	-2,4	-2,1	-2,2	-2,3	-2,4	-2,5
Free Cash Flow	-9,1	-2,7	-2,1	-1,1	0,0	1,1	1,6	2,1	2,6	3,1
Barwerte	-8,2	-2,1	-1,5	-0,7	0,0	0,6	0,7	0,9	0,9	1,0
Summe Barwerte	-8,4									
Terminalwert	9,6									
										in % vom Gesamtwert : n.a.
Wert des operativen Geschäfts	1,2									
+ liquide Mittel	70,1									
- Finanzverschuldung	-32,0									
Marktwert Eigenkapital	39,3									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	16,922									
Kurs in Euro	2,32									

Modell-Parameter / Entity-DCF-Modell:			
langfristige Bilanzstruktur ->	Eigenkapital:	55%	Fremdkapital : 45%
risikofreie Rendite :	4,50%	Beta :	1,4
		Risikoprämie:	8,0%
		Zins EK :	15,7%
		Risikoprämie FK :	3,45%
		Tax-Shield :	20,0%
		Zins FK :	6,36%
Wachstumsr. FCF :	1,0%	WACC :	11,5%
		Datum :	02.01.08

Quelle: Independent Research

Sensitivitätsanalyse

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

Sensitivitätsanalyse (in Euro)					
		Diskontierungszinssatz			
		11,0%	11,5%	12,0%	12,5%
Wachstum	1,0%	2,38	2,32	2,27	2,22
	1,5%	2,42	2,35	2,29	2,24
	2,0%	2,46	2,39	2,32	2,27
	2,5%	2,51	2,43	2,36	2,30

Quelle: Independent Research

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

Fazit

Primäres Ziel: Turnaround im Kerngeschäft

Nach der überraschenden Bekanntgabe des Verkaufs der Generikasperte im September 2007 und der daraus resultierenden Unsicherheit über die Tragfähigkeit des zukünftigen alleinigen Kerngeschäfts Infusions- und Spüllösungen, hat sich die Perspektive inzwischen verbessert. Zwar fehlt weiterhin eine kommunizierte Strategie zur Verwendung des hohen Verkaufserlöses, jedoch laufen konzentrierte Bemühungen im neuen Kerngeschäft Infusions- und Spüllösungen den Turnaround zu vollziehen.

Turnaround u.E. unter neuen Bedingungen möglich

Wir halten den Turnaround im Kerngeschäft mit Unterstützung der Unternehmensberatung Roland Berger und der notwendigen Investitionen in Folge des neuen finanziellen Spielraums für möglich. Gleichzeitig stufen wir das Wachstumspotenzial auf Grund des starken Wettbewerbs und der vergleichsweise kleinen Unternehmensgröße von PlasmaSelect derzeit als begrenzt ein. Nach unserer Einschätzung muss PlasmaSelect die zur Verfügung stehenden liquiden Mittel geschickt investieren, um ein dynamisches und profitables Wachstum zu erreichen. Der Medizinproduktmarkt bietet in bestimmten Nischen weiterhin sehr gute Wachstums- und Ertragsmöglichkeiten, die jedoch nicht aufwandfrei identifiziert werden können. Wir können uns hier vorstellen, dass PlasmaSelect die Medizinproduktion von Produkten, die komplementär zu den vorhandenen Produktions- und Vertriebsprozessen sind, aufnimmt bzw. einen neuen Geschäftsbereich im Zuge einer Akquisition aufbaut.

Weitere Marktchancen sind noch zu identifizieren

Neues Kursziel: 2,30 (alt: 2,00) Euro; Neues Votum: Akkulieren (alt: „Under Review“)

Auf Grund der fehlenden Bewertungsbasis nach Bekanntgabe des Verkaufs der Generikasperte an Actavis hatten wir unsere Prognosen, unser Kursziel und unser Votum auf „Under Review“ genommen. Nachdem nun insbesondere die Turnaround-Strategie im Kerngeschäft konkretisiert wurde, sehen wir eine neue Bewertungsbasis geschaffen. Wir votieren nun neu mit Akkulieren bei einem Kursziel von 2,30 (alt: 2,00) Euro je Aktie. Die Bewertung spiegelt die Prognose des derzeitigen Geschäftsmodells von PlasmaSelect wieder. Sofern die vorhandenen liquiden Mittel aussichtsreich reinvestiert werden, sind höhere fundamentale Bewertungen des Unternehmens bzw. der Aktie möglich.

Anhang

PlasmaSelect AG					
Gewinn- und Verlustrechnung					
Einheit : Tsd. Euro Geschäftsjahresende : 30. November Rechnungslegungsstandard : IFRS	2005*	2006*	2007e	2008e	2009e
Umsatzerlöse Veränderung ggü. Vorjahr	69.049 15%	69.443 1%	35.816 -48%	36.245 1%	37.623 4%
Umsatzkosten in % vom Umsatz	-44.770 65%	-44.325 64%	-26.091 73%	-26.095 72%	-26.612 71%
Bruttoergebnis in % vom Umsatz	24.279 35%	25.118 36%	9.725 27%	10.150 28%	11.011 29%
Forschungs- und Entwicklungskosten in % vom Umsatz	0 0%	-69 0%	0 0%	0 0%	0 0%
Vertriebsaufwendungen in % vom Umsatz	-15.186 22%	-15.939 23%	-8.775 25%	-8.771 24%	-8.804 23%
Verwaltungsaufwendungen in % vom Umsatz	-7.095 10%	-6.359 9%	-4.567 13%	-3.987 11%	-3.537 9%
Sonstige betriebliche Erträge in % vom Umsatz	1.749 3%	1.618 2%	752 2%	761 2%	752 2%
Sonstige betriebliche Aufwendungen in % vom Umsatz	-597 1%	-694 1%	-1.350 4%	-1.150 3%	-750 2%
Gewinne/Verluste aus einzustellenden Bereichen in % vom Umsatz	0 0%	-20.605 -30%	0 0%	0 0%	0 0%
Abschreibungen auf den Firmenwert in % vom Umsatz	0 0%	0 0%	0 0%	0 0%	0 0%
Ergebnis der betrieblichen Tätigkeit (EBIT)** in % vom Umsatz	3.150 5%	-16.930 -24%	-4.214 -12%	-2.997 -8%	-1.327 -4%
Finanzergebnis in % des Bruttoergebnis	-175 0%	-1.579 0%	-2.137 0%	-806 0%	-332 0%
Ergebnis vor Steuern (EBT) in % vom Umsatz	2.968 4%	-18.515 -27%	-6.351 -18%	-3.804 -10%	-1.659 -4%
Ertragsteuern in % vom Umsatz	1.298 2%	-315 0%	-200 -1%	-200 -1%	-200 -1%
Ergebnis nach Steuern in % vom Umsatz	4.266 6%	-18.830 -27%	-6.551 -18%	-4.004 -11%	-1.859 -5%
Ergebnisanteile Dritter	376	0	0	0	0
Ergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter in % vom Umsatz	4.642 7%	-18.830 -27%	-6.551 -18%	-4.004 -11%	-1.859 -5%
Anzahl der Aktien (in Mio. St.)	16,6	16,9	16,9	16,9	16,9
Ergebnis je Aktie in Euro (unbereinigt)	0,29	-1,11	-0,39	-0,24	-0,11
Dividende je Aktie in Euro	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Quelle: Independent Research, PlasmaSelect

*vor Verkauf Generikageschäft (per 07.09.2007); **EBIT 2007 bereinigt um Buchgewinne

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

PlasmaSelect AG						
Bilanz						
	Einheit : Tsd. Euro	2005*	2006*	2007e	2008e	2009e
	Geschäftsjahresende : 30. November					
	Rechnungslegungsstandard : IFRS					
AKTIVA						
Kurzfristige Vermögenswerte						
Zahlungsmittel und Zahlungäquivalente		2.673	666	53.079	62.442	58.520
Wertpapiere		2.764	2.409	321	321	0
Forderungen aus L/L, netto		14.820	14.666	14.959	14.660	14.807
Forderungen aus Ertragsteuern		18	174	174	174	174
Vorräte		21.046	22.374	16.592	17.588	18.643
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte		3.481	4.424	6.127	5.855	6.090
Summe kurzfristige Vermögenswerte		44.802	44.713	91.253	101.040	98.233
Langfristige Vermögenswerte						
Ausleihungen		5.418	3.340	1.203	1.203	0
Sachanlagen		32.924	23.438	22.788	22.478	22.237
Immaterielle Vermögenswerte		49.830	45.509	11.858	12.358	12.958
Latente Steueransprüche		13.282	11.960	11.399	10.836	10.832
Sonstige langfristige Vermögenswerte		0	146	146	146	146
Summe langfristige Vermögenswerte		101.454	84.393	47.394	47.021	46.173
Summe Vermögenswerte		146.256	129.106	138.647	148.061	144.407
PASSIVA						
Kurzfristige Verbindlichkeiten						
Kurzfristiger Anteil der Finanzleasingverbindlichkeiten		1.087	1.396	1.396	1.466	1.539
Verbindlichkeiten aus L/L und sonstige Verb.		23.743	20.613	17.521	17.871	18.229
Verbindlichkeiten aus Ertragsteuern		11	11	11	11	11
Rückstellungen		481	0	0	0	0
Kurzfristiger Teil der langfristigen Schulden		8.972	4.846	12.000	11.760	11.525
Summe kurzfristige Verbindlichkeiten		34.294	26.866	30.928	31.108	31.304
Langfristige Verbindlichkeiten						
Langfristige Verbindlichkeiten, abzügl. des kurzfristigen Anteils		12.623	20.815	20.607	18.546	16.692
Langfristige Leasingverbindlichkeiten		3.176	3.545	2.836	2.694	2.559
Latente Steuerschulden		12.343	11.215	10.654	10.094	10.094
Summe langfristige Verbindlichkeiten		28.142	35.575	34.097	31.334	29.345
Summe Verbindlichkeiten		62.436	62.441	65.025	62.442	60.648
Anteile anderer Gesellschafter		0	0	0	0	0
Eigenkapital						
Gezeichnetes Kapital		16.640	16.922	16.922	16.922	16.922
Kapitalrücklage		112.456	113.774	113.774	113.774	113.774
Sonstige Rücklagen		-405	-330	-330	-330	-330
Bilanzverlust		-44.871	-63.701	-56.744	-44.747	-46.607
Summe Eigenkapital		83.820	66.665	73.622	85.619	83.759
Summe Eigenkapital und Verbindlichkeiten		146.256	129.106	138.647	148.061	144.407

Quelle: Independent Research, PlasmaSelect

*vor Verkauf Generikageschäft [per 07.09.2007]

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

PlasmaSelect AG					
Cashflow-Rechnung					
Einheit : Tsd. Euro	2005*	2006*	2007e	2008e	2009e
Geschäftsjahresende : 30. November					
Rechnungslegungsstandard : IFRS					
Ergebnis der betrieblichen Tätigkeit**	3.150	-16.930	-4.214	-2.997	-1.327
+ Abschreibungen	5.912	27.009	3.600	3.510	3.550
+/- Verluste/Gewinn aus dem Abgang von Sachanlagen	4	-31	0	0	0
+/- Zunahme/Abnahme der Rückstellungen	-100	-481	0	0	0
+/- Sonstige zahlungswirksame Erträge	-578	-1.307	0	0	0
+/- Abnahme/Zunahme der Forderungen aus LuL	-1.726	-1.112	-1.997	571	-381
+/- Abnahme/Zunahme der Vorräte sowie anderer Aktiva	-6.743	-1.328	5.782	-996	-1.055
+/- Zunahme/Abnahme der Verbindlichkeiten aus LuL	1.055	-1.639	-3.092	350	357
- Gezahlte Zinsen	-904	-1.952	-2.412	-2.251	-2.105
- Gezahlte Ertragsteuern	-272	-277	-200	-200	-200
= Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit	-202	1.952	-2.533	-2.013	-1.161
- Auszahlungen aus dem Erwerb von Tochterunternehmen	-2.544	-273	0	0	0
- Auszahlungen für Invest. in Sachanlagen und imm. VG	-10.462	-10.780	-3.450	-3.700	-3.910
+ Einzahlungen aus dem Verkauf von Sachanlagen und imm. VG	0	24	47.659	16.000	0
+ Einzahlungen aus dem Verkauf von Geschäftseinheiten	0	0	0	0	0
+/- Ein-/Auszahlungen aus Wertpapieren	1.915	355	2.088	0	321
+ Erhaltene Zinsen	729	373	276	1.447	1.776
+/- Ein-/Auszahlungen für Ausleihungen	1.043	2.078	2.137	0	1.203
= Cashflow aus der Investitionstätigkeit	-9.319	-8.224	48.710	13.747	-610
+ Einzahlungen aus Eigenkapitalzuführungen	6.187	1.675	0	0	0
+/- Ein-/Auszahlung aus Verbindlichkeiten aus Finanzierungsleasing	274	-1.476	-709	-72	-61
+/- Ein-/Auszahlungen aus kurz- und langfristigen Darlehen	4.798	4.066	6.946	-2.301	-2.090
= Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	11.259	4.265	6.237	-2.373	-2.151
Veränderung des Finanzmittelbestandes	1.738	-2.007	52.413	9.362	-3.922
+ Finanzmittelbestand am Anfang des Geschäftsjahres	935	2.673	666	53.079	62.442
= Finanzmittelbestand am Ende des Geschäftsjahres	2.673	666	53.079	62.442	58.520

Quelle: Independent Research, PlasmaSelect

*vor Verkauf Generikageschäft (per 07.09.2007); **EBIT 2007 bereinigt um Buchgewinne

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.

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, Indikatortechnik, 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: 03.01.2008

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: 03.01.2008

**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