



**Independent Research**

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

# Investment Research

## PlasmaSelect AG



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

**Update**

**8. August 2007**

**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 <sup>4)</sup>

Reduzieren  
Vorher: Kaufen vom 07.05.2007

**Ereignis:**

Vorlage der H1-Zahlen

**Einschätzung:**

Reduzieren



<b>IR</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>4</b>
Rating	Wachstum	Investor Relations	Konstanz

**Ersteller: Björn Wolber (Analyst)**

- ⇒ **Die Geschäftsentwicklung in H1 2007 ist enttäuschend verlaufen (Konzernumsatz: -6,8% auf 31,8 Mio. Euro; Konzern-EBIT: -46,2% auf 1,2 Mio. Euro) - keine spürbaren Geschäftsimpulse und Restrukturierungserfolge waren erkennbar**
- ⇒ **Auf Grund verzögerter Neuzulassungen fiel die Umsatzentwicklung im Segment Generika (-3,5% auf 13,8 Mio. Euro) unerwartet schwach aus; die EBIT-Marge konnte jedoch gegenüber dem Vorjahr leicht verbessert werden (25,4% (25,3%))**
- ⇒ **Erwartungsgemäß unter Druck war das Segment Infusions- und Spüllösungen infolge eines weiterhin hohen Wettbewerbs (Umsatz: -6,9% auf 14,7 Mio. Euro, EBIT: -1,1 (-0,4) Mio. Euro)**
- ⇒ **Auf Basis unserer reduzierten Prognosen errechnen wir aus unserem Bewertungsmodell (DCF-Modell) einen neuen fairen Wert von 2,00 (2,65) Euro - bei einem neuen Kursziel von 2,00 (alt: 2,65) Euro votieren wir neu mit Reduzieren (alt: Kaufen)**

PlasmaSelect		Pharma & Healthcare		Performance (in %)				
Land	GE	Geschäftsjahr	31. Dez	Rel. 1 Monat	4,0			
Aktienanzahl (Mio.)	16,922	www.plasmaselect.de		Rel. 3 Monate	8,2			
Ø Tagesumsatz	29.586	Letzte Dividende (Euro)	0,00	Rel. 6 Monate	-17,7			
ISIN	DE0005471809	Zahltag Dividende	-	Rel. 12 Monate	-44,1			
Kurs (Xetra)	2,02 Euro	Marktkapt.Mio.Euro	37,2	Beta	1,20			
07.08.2007 17:23 Uhr		Währung	EUR	Volatilität (60 Tage)	77,0			
52W Hoch	3,76	Datum	01.09.06	Prime All Share	0,002%			
52W Tief	1,58	Datum	08.06.07	Prime PHRM&HCR	0,068%			
Aktionäre:	Riggers Holding GmbH 35,6%; Prof. Dr. Weidler 0,8%; Streubesitz 63,6%							
Beteiligungen:	DeltaSelect GmbH; TheraSelect GmbH; RenaSelect Vertriebs GmbH; NovaSelect S.p.A. (vormals: Pierrel Medical Care S.p.A); AltaSelect S.r.l.; VitaSelect GmbH; FarmacoNetwork B.V., jeweils 100%							
GJ	Umsatz	EBIT	EBT	JÜ	EpS	KGV	EV/Umsatz 07e:	1,0
2006	69,4	-16,9	-18,5	-18,8	-1,11	neg.	EV/EBIT 07e:	28,6
2007e	64,4	2,2	0,2	-0,5	-0,03	neg.	Div-Rendite 07e:	0,0%
2008e	65,1	2,6	0,5	0,1	0,00	486,1	CAGR Umsatz 06-09e:	-1,1%
2009e	67,1	3,0	0,9	0,4	0,02	82,9	CAGR JÜ 06-09e:	-
Zahlen in Mio. Euro außer EpS (in Euro), hist. KGVs auf Jahresdurchschnittskursen								RL: IFRS

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

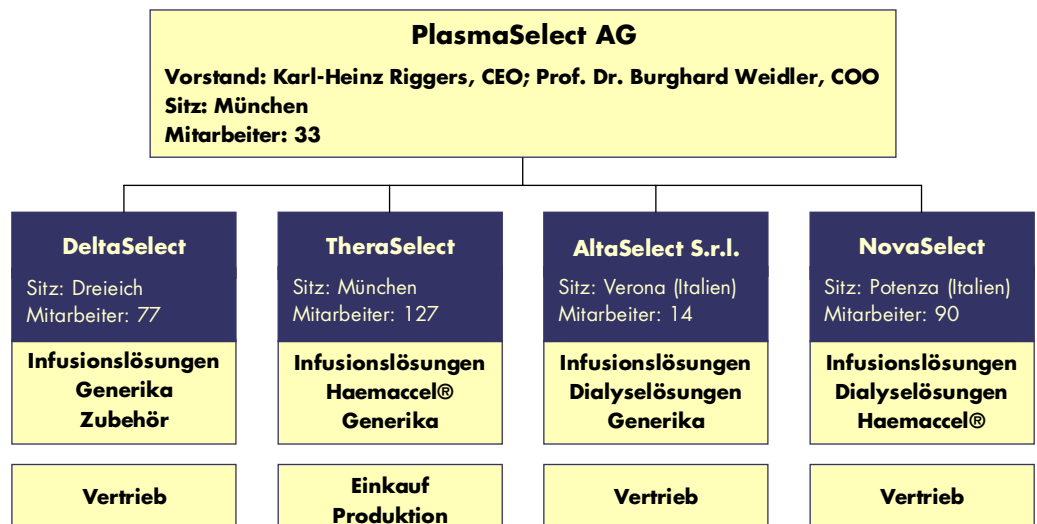
## Unternehmensprofil

*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 (injektabler) Generika und 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 Infusionslösungen, Generika und Medizinprodukte vollzogen. Seither platziert sich PlasmaSelect als Nischenanbieter im Gesundheitsmarkt. Im Unternehmen sind derzeit 341 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 RenaSelect Vertriebs GmbH (funktionslos), VitaSelect GmbH (eventuell Bündelung des Italiengeschäfts) und der FarmacoNetwork B.V. (Vertrieb Holland).

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

## Operative Geschäftsentwicklung in H1 2007

---

### Konzernumsatz und -EBIT hinter unseren Erwartungen

---

Die am 31.07.2007 vorgelegten H1-Zahlen (zum 31.05.2007) konnten unsere Erwartungen nicht erfüllen. So reduzierte sich der Konzernumsatz gegenüber dem Vorjahr um 6,8% auf 31,9 (34,2) Mio. Euro. Zeitgleich brach das EBIT um 46,2% auf 1,2 (2,2) Mio. Euro ein.

---

### Segment Infusions- und Spüllösungen weiterhin unprofitabel

---

Wie erwartet reduzierten sich im Zuge einer weiterhin sehr hohen Wettbewerbsintensität die Umsätze im Segment Infusions- und Spüllösungen um 6,8% auf 14,7 (15,7) Mio. Euro. Im Vergleich zu den größeren Wettbewerbern Fresenius und B. Braun Melsungen, die über deutlich modernere Produktionsmaschinen und höhere Outputmengen verfügen (Ergebnis: niedrigere Herstellungskosten), kann PlasmaSelect ausschließlich die eigenen Preise an den Marktpreis anpassen, um nicht deutlich drastischere Umsatzrückgänge in Kauf nehmen zu müssen. Da die Absatzpreise unter den Kosten von PlasmaSelect liegen, musste das Unternehmen in diesem Segment ein negatives EBIT in Höhe von -1,1 (-0,4) Mio. Euro verbuchen. Die gegenüber dem Vorjahr deutlich schwächere operative Entwicklung ist auf einen anhaltenden Preisdruck zurückzuführen, der es auf Grund der im Vergleich zu den Wettbewerbern niedrigeren Produktionszahlen und ineffizienteren Produktionskapazitäten PlasmaSelect derzeit unmöglich macht, in diesem Segment wirtschaftlich profitabel zu sein.

---

### Segment Generika enttäuscht erneut beim Umsatz

---

Unerwartet schwach sind die Ergebnisse im Segment Generika ausgefallen. Während wir hier im Zuge der Einlizenzierung neuer Wirkstoffe (Kontraktvolumen 2006: 6,1 Mio. Euro) eine positive Umsatzentwicklung erwartet hatten, ging der Umsatz gegenüber dem Vorjahreszeitraum sogar um 3,5% auf 13,8 (14,3) Mio. Euro zurück. Die Ursachen dieser Entwicklung waren eine weiterhin schleppende Zulassung der erworbenen Wirkstoffe (APIs) seitens der verantwortlichen Behörden und der fehlende Umsatzbeitrag aus einem wichtigen Antibiotikum, das auf Grund eines technisch bedingten Produktionsstopps eines Lohnfertigers nicht abgesetzt werden konnte. Zudem ist der Wettbewerb im Bereich der injektiblen Generika im Zuge der starken Konkurrenz auf dem Feststoffgenerikamarkt auch intensiver geworden und hat zu Preisrückgängen wichtiger Antibiotika und Lokalanästhetika geführt. Überzeugend war jedoch die Entwicklung des EBIT, das mit 3,5 (3,6) Mio. Euro auf Vorjahresniveau gehalten werden konnte und damit die operative Marge des Vorjahres mit 25,4% (25,3%) sogar leicht übertraf.

---

### Segment Sonstige relativ stabil

---

Im Segment Sonstige (Verkauf komplementärer Medikalprodukte; Holdingtätigkeit) fiel der Umsatz auf 3,4 (4,2) Mio. Euro, blieb jedoch beim EBIT gegenüber dem Vorjahr mit -1,2 (-1,4) Mio. Euro relativ stabil.

---

### Unflexible Kostenstruktur verschlechtert EBIT-Marge

---

Der Blick auf die Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung zeigt ein weiterhin eingetrübtes Bild. So stiegen trotz des Umsatzrückgangs die Umsatzkosten - auf Grund von höheren Materialkosten und einer unausgewogenen Verteilung der fixen und variablen Kosten - vergleichsweise stark an (in % des Umsatzes: +5,3PP auf 66%). Zwar konnten im Zuge der Geschäftseinstellung der RenaSelect die absoluten Vertriebs- (-0,48 Mio. Euro) und Verwaltungskosten (-0,26 Mio. Euro) gesenkt werden, im Verhältnis zum rückläufigen Umsatz blieben die relativen Werte jedoch nahezu unverändert (Vertriebskostenquote: +0,1PP auf 22,9%; Verwaltungskostenquote: -0,2PP auf 9,0%), weshalb die Kostenreduktion keinen positiven

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

Beitrag zur Entwicklung der EBIT-Marge (3,8% (6,5%)) leisten konnte. Auf Nettoebene schlug zudem das im Rahmen der Ausweitung der Finanzverbindlichkeiten verschlechterte Finanzergebnis (-0,95 (-0,25) Mio. Euro) voll durch, sodass PlasmaSelect mit -0,28 (1,81) Mio. Euro ein negatives Nettoergebnis ausweisen musste.

## Finanz- und Liquiditätsentwicklung in H1 2007

---

*Kaum bilanzielle Veränderungen*

---

Die Bilanz zeigt nach Abschluss des H1 2007 nur wenig Veränderungen gegenüber dem Jahresschlussstand 2006 (31.11.2006). So blieb die Bilanzsumme mit rund 129,5 (129,1) Mio. Euro nahezu unverändert. Auch die Eigenkapitalquote blieb mit 51,2% (51,6%) stabil auf Vorjahresniveau. Die nach unserer Einschätzung wichtigste Veränderung der Passivseite war die Reduktion der Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung (-2,4 Mio. Euro auf 18,2 Mio. Euro), die jedoch größtenteils durch die Erhöhung der kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten egalisiert wurde (+3,8 Mio. Euro auf 8,6 Mio. Euro). Auf der Aktivseite reduzierte sich die Gesamtposition der Zahlungsmittel und Wertpapiere auf 1,30 (2,64) Mio. Euro.

---

*Wichtige Cashflows aus dem operativen Geschäft fehlen*

---

In diesen Bilanzveränderungen wird deutlich, dass PlasmaSelect wichtige Cashflows aus dem operativen Geschäft fehlen, um beispielsweise die Verschuldung zurückzuführen und die notwendigen Erweiterungsinvestitionen aus eigener Finanzkraft finanzieren zu können. Als Maßnahme wurden die Investitionen in Produktionsanlagen und Arzneimittelzulassungen deutlich zurückgefahren (H1 2007: 2,85 Mio. Euro, H1 2006: 7,15 Mio. Euro).

## Prognosen 2007e bis 2009e

### Deutliche Senkung unserer Prognosen

Nachdem wir bereits im Zeitpunkt der Veröffentlichung der Q1-Zahlen 2007 die Beibehaltung der Prognosen an die Belebung des Geschäfts in Q2 geknüpft hatten, werden wir nun unsere Prognosen deutlich nach unten adjustieren. Auf Basis der vorliegenden H1-Zahlen und insbesondere der wider erwartend schlechten Umsatzentwicklung im Segment Generika ist dies der konsequente Schritt. Wir rechnen nicht damit, dass PlasmaSelect im Segment Infusions- und Spüllösungen den Break-Even bis 2009 schaffen wird. Aus unserer Sicht verfügen die maßgeblichen Wettbewerber über weiteren Preissenkungsspielraum, weshalb der Wettbewerb weiterhin hart geführt werden wird und PlasmaSelect auf Grund der schwächeren Marktposition nur reaktiver Teilnehmer bleiben wird. Die enttäuschende Umsatzentwicklung des Generikasegments in H1 2007 offenbart die Schwächen des Segments. Zum einen ist die Prüfung der API-Dossiers langwierig und nicht risikofrei (insbesondere bei Einlizenzierung von ausländischen Lizenzgebern). Zum anderen besteht eine hohe Abhängigkeit im zeitlichen Ablauf des Zulassungsprozesses von den entsprechenden Zulassungsbehörden. Darüber hinaus wird die Generikabranche von gesetzlichen Veränderungen überzogen, die den Wettbewerb und den Preisdruck in diesem Segment zusätzlich verschärfen.

Wir reduzieren deshalb unsere Schätzungen für Konzernumsatz und Konzern- EBIT wie folgt:

<b>PlasmaSelect AG</b>							
<b>Prognosen ausgewählter Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung</b>							
<b>Einheit :</b>	Tsd. Euro	<b>2007e</b>	<b>2007e</b>	<b>2008e</b>	<b>2008e</b>	<b>2009e</b>	<b>2009e</b>
<b>Geschäftsjahresende :</b>	30. November	<b>alt</b>	<b>neu</b>	<b>alt</b>	<b>neu</b>	<b>alt</b>	<b>neu</b>
<b>Rechnungslegungsstandard :</b>	IFRS						
<b>Umsatzerlöse Konzern</b>		<b>73.935</b>	<b>64.411</b>	<b>80.987</b>	<b>65.120</b>	<b>85.036</b>	<b>67.120</b>
Veränderung ggü. Vorjahr		6%	-7%	10%	1%	5%	3%
<b>EBIT Konzern</b>		<b>5.096</b>	<b>2.191</b>	<b>7.595</b>	<b>2.609</b>	<b>8.755</b>	<b>3.046</b>
in % des Umsatzes		7%	3%	9%	4%	10%	5%

Quelle: Independent Research

## Bewertung

### Bewertungsmodell: DCF-Verfahren

Unseren kombinierten Bewertungsansatz, bestehend aus einem DCF-Modell (fundamentaler Ansatz) und einem Multiplikatormodell (marktorientierter Ansatz) können wir auf Grund der fehlenden Aussagekraft der PlasmaSelect-Multiples nicht beibehalten. Infolge der Senkung unserer Prognosen liegen die Multiples von PlasmaSelect extrem weit von den Durchschnitts- und Medianwerten der Peer-Group entfernt oder sind sogar negativ, weshalb wir nun ausschließlich das DCF-Verfahren zur Ermittlung des fairen Werts der PlasmaSelect-Aktie verwenden.

Peer-Group: Healthcare								
Unternehmen	Kurs 07.08.2007	Währung	EV/Umsatz		EV/EBIT		KGV	
			2007e	2008e	2007e	2008e	2007e	2008e
<b>Fresenius AG</b>	<b>55,30</b>	<b>Euro</b>	1,4	1,4	10,6	9,6	22,3	19,5
<b>Mylan</b>	<b>15,09</b>	<b>USD</b>	2,6	2,2	8,2	7,2	10,2	10,0
<b>STADA</b>	<b>49,42</b>	<b>Euro</b>	2,3	2,1	15,5	13,7	22,1	19,0
<b>Teva</b>	<b>43,30</b>	<b>USD</b>	3,6	3,2	14,0	12,3	19,2	16,3
<b>Durchschnitt</b>			2,5	2,2	12,1	10,7	18,4	16,2
<b>Median</b>			2,4	2,1	12,3	10,9	20,7	17,7
<b>PlasmaSelect</b>	<b>2,02</b>	<b>Euro</b>	1,0	1,0	30,2	25,3	neg.	538,8

Quelle: Independent Research, Bloomberg

### Adjustierung der Parameter

Die in das DCF-Modell einfließenden Bewertungsparameter zur Bestimmung des WACC haben wir nahezu unverändert gelassen. Unsere Veränderungen beschränken sich auf die Adjustierung des Beta auf Grund des verschlechterten Risikoprofils (neu: 1,20; alt: 1,08) und die Anpassung der Fremdkapitalzinsen an die veränderte Finanzierungsstruktur (neu: 7,95%; alt: 7,60%). Zudem haben wir die risikofreie Rendite dem aktuellen Marktzinsniveau angepasst (neu: 4,5%; alt: 4,0%). Die freien Cashflows werden nun mit einem WACC von 10,6% (vorher: 9,7%) abgezinst.

Zudem haben wir unsere veränderten Prognosen für die Umsatz- und EBIT-Entwicklung sowie die Veränderung der zukünftigen Investitionen (CAPEX) in das DCF-Modell einfließen lassen.

### Neuer fairer Wert: 2,00 (alt: 2,65) Euro

Im Ergebnis erhalten wir einen neuen fairen Wert von 2,00 Euro je Aktie (vorher: 2,65 Euro aus kombiniertem Bewertungsmodell).

<b>DCF-Modell PlasmaSelect AG</b>										
<b>in Mio. Euro</b>	<b>2007e</b>	<b>2008e</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>	<b>2011e</b>	<b>2012e</b>	<b>2013e</b>	<b>2014e</b>	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>
<b>Umsatz</b>	<b>64,4</b>	<b>65,1</b>	<b>67,1</b>	<b>70,5</b>	<b>74,0</b>	<b>77,7</b>	<b>81,6</b>	<b>85,7</b>	<b>89,9</b>	<b>94,4</b>
Wachstum Umsatz		1,1%	3,1%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
EBIT-Marge	3,4%	4,0%	4,5%	5,0%	5,7%	6,7%	7,2%	7,6%	8,2%	8,8%
<b>EBIT</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>	<b>3,0</b>	<b>3,5</b>	<b>4,2</b>	<b>5,2</b>	<b>5,9</b>	<b>6,5</b>	<b>7,3</b>	<b>8,3</b>
- Ertragsteuern	-0,8	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,9
+ Abschreibungen	5,7	5,7	5,8	6,0	6,1	6,2	6,2	6,3	6,4	6,6
+/- Veränderung langfristiger 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
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>7,2</b>	<b>7,9</b>	<b>8,4</b>	<b>9,1</b>	<b>9,8</b>	<b>10,8</b>	<b>11,4</b>	<b>12,2</b>	<b>13,0</b>	<b>14,0</b>
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	-4,4	-2,3	-2,2	-2,1	-1,9	-1,8	-1,6	-1,7	-1,8	-1,9
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-2,6	-2,6	-2,7	-2,8	-2,9	-3,0	-3,1	-3,2	-3,3	-3,4
<b>Free Cashflow</b>	<b>0,2</b>	<b>2,9</b>	<b>3,5</b>	<b>4,1</b>	<b>5,0</b>	<b>5,9</b>	<b>6,7</b>	<b>7,3</b>	<b>7,9</b>	<b>8,7</b>
<b>Barwerte</b>	<b>0,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>
Summe Barwerte	28,2									
Terminalwert	34,0									
Wert des operativen Geschäfts in Mio. Euro	62,2									
+ überschüssige liquide Mittel in Mio. Euro	1,0									
- Finanzschulden in Mio. Euro	-29,4									
<b>Marktwert Eigenkapital in Mio. Euro</b>	<b>33,8</b>									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	16,9									
<b>Kurs in Euro</b>	<b>2,00</b>									
Quelle: Independent Research										

<b>Modell-Parameter / Entity-DCF-Modell:</b>					
langfristige Bilanzstruktur ->	Eigenkapital:	55%	Fremdkapital:	45%	
risikofreie Rendite:	4,50%	Beta:	1,20	Risikoprämie FK:	3,45%
		Risikoprämie:	8,0%	Tax-Shield:	20,0%
		Zins EK:	14,1%	Zins FK:	6,36%
<b>Wachstumsrate FCF:</b>	<b>1,0%</b>	<b>WACC:</b>	<b>10,6%</b>	<b>Datum:</b>	<b>07.08.07</b>

in % vom Gesamtwert : 55%

## Fazit

### Enttäuschende Geschäftsentwicklung

Die nach dem ersten Halbjahr des Jahres 2007 erreichte Geschäftsentwicklung ist enttäuschend. Die avisierten Restrukturierungsmaßnahmen im Segment Infusions- und Spüllösungen haben bisher noch keine Wirkung gezeigt. Auch die Einspareffekte aus der Einstellung der Forschungstätigkeit der RenaSelect sind bisher nicht spürbar. Zudem hatten wir mit starken Impulsen aus dem Generikageschäft gerechnet, die jedoch trotz umfassender Einlizenzierung im Jahre 2006, primär auf Grund des schleppenden Zulassungsprozesses weiterhin ausblieben.

### Hohe Zinslast belastet EBT

Durch die umfassende Ausweitung der Verschuldung im vergangenen Jahr (Inhaberschuldverschreibung über 10 Mio. Euro) ist die Zinslast deutlich angestiegen und wird in den kommenden Jahre das EBT mit rund 2 Mio. Euro p.a. belasten. Zudem dürften die weiteren Finanzierungsspielräume auf Grund der schwachen Profitabilitätperspektive stark eingeengt sein. Nach unserer Einschätzung wird insbesondere der notwendige Investitionsbedarf gegenüber den Vorjahren deutlich zurückgefahren werden müssen.

### Keine echte Perspektive für Infusions- und Spüllösung

Belastungsfaktor der kommenden Jahre wird weiterhin das Infusions- und Spüllösungsgeschäft sein. Nach unserer Einschätzung sind die Restrukturierungspotenziale mit dem Ziel der Effizienzsteigerung stark begrenzt. Eine vollständige Trennung von diesem Bereich wäre aus Kostengesichtspunkten empfehlenswert. Wir halten dies jedoch auf Grund der fehlenden operativen Perspektive, der geringen Geschäftsgröße, des massiven Wettbewerbs und damit mangels potenzieller Kaufinteressenten für nicht durchführbar. Im Ergebnis sehen wir nur die sukzessive Reduzierung der Eigenproduktion zu Gunsten der Lohnfertigung als Alternative. Mit dem Festhalten am Segment Infusions- und Spüllösungen werden jedoch immer das Umsatzpotenzial und die hohe EBIT-Marge des Generikageschäfts verwässert werden, und damit der echte Wert dieses Segments in der Marktkapitalisierung des Unternehmens nicht umfassend transparent werden.

Sollten die zukünftigen Ergebnisse von PlasmaSelect entgegen unserer Prognosen deutlich negativer ausfallen, sind zwingend Kapitalmaßnahmen bzw. strategische Umstrukturierungen notwendig, um die Finanzierung des operativen Geschäfts zu gewährleisten.

### Neues Kursziel: 2,00 (alt: 2,65) Euro; Reduzieren (alt: Kaufen)

Auf Basis unseres DCF-Modells ermitteln wir einen neuen fairen Wert für PlasmaSelect von 2,00 (alt: 2,65) Euro je Aktie. Daraus abgeleitet lautet unser neues Kursziel 2,00 Euro. Bei einem derzeitigen Kursniveau von 2,02 Euro votieren wir neu mit Reduzieren (alt: Kaufen).

# Anhang

<b>PlasmaSelect AG</b>					
<b>Gewinn- und Verlustrechnung</b>					
<b>Einheit :</b> Tsd. Euro	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007e</b>	<b>2008e</b>	<b>2009e</b>
<b>Geschäftsjahresende :</b> 30. November					
<b>Rechnungslegungsstandard :</b> IFRS					
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>69.049</b>	<b>69.443</b>	<b>64.411</b>	<b>65.120</b>	<b>67.120</b>
Veränderung ggü. Vorjahr	15%	1%	-7%	1%	3%
Umsatzkosten	-44.770	-44.325	-42.372	-42.486	-43.658
in % vom Umsatz	65%	64%	66%	65%	65%
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>24.279</b>	<b>25.118</b>	<b>22.039</b>	<b>22.635</b>	<b>23.462</b>
in % vom Umsatz	35%	36%	34%	35%	35%
Forschungs- und Entwicklungskosten	0	-69	0	0	0
in % vom Umsatz	0%	0%	0%	0%	0%
Vertriebsaufwendungen	-15.186	-15.939	-14.589	-14.620	-14.834
in % vom Umsatz	22%	23%	23%	22%	22%
Verwaltungsaufwendungen	-7.095	-6.359	-5.861	-6.024	-6.175
in % vom Umsatz	10%	9%	9%	9%	9%
Sonstige betriebliche Erträge	1.749	1.618	1.353	1.368	1.342
in % vom Umsatz	3%	2%	2%	2%	2%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-597	-694	-750	-750	-750
in % vom Umsatz	1%	1%	1%	1%	1%
Verluste aus einzustellenden Bereichen	0	-20.605	0	0	0
in % vom Umsatz	0%	-30%	0%	0%	0%
Abschreibungen auf den Firmenwert	0	0	0	0	0
in % vom Umsatz	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Ergebnis der betrieblichen Tätigkeit (EBIT)</b>	<b>3.150</b>	<b>-16.930</b>	<b>2.191</b>	<b>2.609</b>	<b>3.046</b>
in % vom Umsatz	5%	-24%	3%	4%	5%
Finanzergebnis	-175	-1.579	-1.960	-2.124	-2.156
in % des Bruttoergebnis	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Ergebnis vor Steuern (EBT)</b>	<b>2.968</b>	<b>-18.515</b>	<b>231</b>	<b>485</b>	<b>890</b>
in % vom Umsatz	4%	-27%	0%	1%	1%
Ertragsteuern	1.298	-315	-752	-417	-482
in % vom Umsatz	2%	0%	-1%	-1%	-1%
<b>Ergebnis nach Steuern</b>	<b>4.266</b>	<b>-18.830</b>	<b>-521</b>	<b>68</b>	<b>408</b>
in % vom Umsatz	6%	-27%	-1%	0%	1%
Ergebnisanteile Dritter	376	0	0	0	0
<b>Ergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter</b>	<b>4.642</b>	<b>-18.830</b>	<b>-521</b>	<b>68</b>	<b>408</b>
in % vom Umsatz	7%	-27%	-1%	0%	1%
Anzahl der Aktien (in Mio. St.)	16,6	16,9	16,9	16,9	16,9
<b>Ergebnis je Aktie in Euro (unbereinigt)</b>	<b>0,29</b>	<b>-1,11</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,00</b>	<b>0,02</b>
<b>Dividende je Aktie in Euro</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>

Quelle: Independent Research, PlasmaSelect

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

<b>PlasmaSelect AG</b>							
<b>Bilanz</b>							
	Einheit :	Tsd. Euro					
	Geschäftsjahresende :	30. November	2005	2006	2007e	2008e	2009e
	Rechnungslegungsstandard :	IFRS					
<b>AKTIVA</b>							
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>							
Zahlungsmittel und Zahlungäquivalente			2.673	254	3.368	3.004	4.613
Wertpapiere			2.764	2.409	321	321	0
Forderungen aus L/L, netto			14.820	14.666	14.959	16.006	16.807
Forderungen aus Ertragsteuern			18	174	174	174	174
Vorräte			21.046	22.786	24.153	25.602	27.138
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte			3.481	4.424	5.088	5.291	5.503
<b>Summe kurzfristige Vermögenswerte</b>			<b>44.802</b>	<b>44.713</b>	<b>48.063</b>	<b>50.399</b>	<b>54.235</b>
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>							
Ausleihungen			5.418	3.340	1.203	1.203	0
Sachanlagen			32.924	23.438	22.714	22.142	21.577
Immaterielle Vermögenswerte			49.830	45.509	46.339	45.939	45.389
Latente Steueransprüche			13.282	11.960	11.402	10.180	9.528
Sonstige langfristige Vermögenswerte			0	146	146	146	146
<b>Summe langfristige Vermögenswerte</b>			<b>101.454</b>	<b>84.393</b>	<b>81.804</b>	<b>79.610</b>	<b>76.640</b>
<b>Summe Vermögenswerte</b>			<b>146.256</b>	<b>129.106</b>	<b>129.867</b>	<b>130.009</b>	<b>130.874</b>
<b>PASSIVA</b>							
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>							
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	18.552	18.923	19.301
Verbindlichkeiten aus Ertragsteuern			11	11	11	11	11
Rückstellungen			481	0	0	0	0
Kurzfristiger Teil der langfristigen Schulden			8.972	4.846	8.790	9.142	9.507
<b>Summe kurzfristige Verbindlichkeiten</b>			<b>34.294</b>	<b>26.866</b>	<b>28.749</b>	<b>29.541</b>	<b>30.359</b>
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>							
Langfristige Verbindlichkeiten, abzügl. des kurzfristigen Anteils			12.623	20.815	20.607	20.607	20.607
Langfristige Leasingverbindlichkeiten			3.176	3.545	3.013	2.863	2.719
Latente Steuerschulden			12.343	11.215	11.354	10.786	10.571
<b>Summe langfristige Verbindlichkeiten</b>			<b>28.142</b>	<b>35.575</b>	<b>34.974</b>	<b>34.256</b>	<b>33.897</b>
<b>Summe Verbindlichkeiten</b>			<b>62.436</b>	<b>62.441</b>	<b>63.723</b>	<b>63.797</b>	<b>64.255</b>
Anteile anderer Gesellschafter			0	0	0	0	0
<b>Eigenkapital</b>							
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	-64.222	-64.154	-63.746
<b>Summe Eigenkapital</b>			<b>83.820</b>	<b>66.665</b>	<b>66.144</b>	<b>66.212</b>	<b>66.620</b>
<b>Summe Eigenkapital und Verbindlichkeiten</b>			<b>146.256</b>	<b>129.106</b>	<b>129.867</b>	<b>130.009</b>	<b>130.875</b>

Quelle: Independent Research, PlasmaSelect

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

<b>PlasmaSelect AG</b>						
<b>Cashflow-Rechnung</b>						
	<b>Einheit :</b> Tsd. Euro					
	<b>Geschäftsjahresende :</b> 30. November	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007e</b>	<b>2008e</b>	<b>2009e</b>
	<b>Rechnungslegungsstandard :</b> IFRS					
<b>Ergebnis der betrieblichen Tätigkeit</b>		<b>3.150</b>	<b>-16.930</b>	<b>2.191</b>	<b>2.609</b>	<b>3.046</b>
+ Abschreibungen		5.912	27.009	5.720	5.710	5.800
+/- 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	-957	-1.251	-1.012
+/- Abnahme/Zunahme der Vorräte sowie anderer Aktiva		-6.743	-1.740	-1.367	-1.449	-1.536
+/- Zunahme/Abnahme der Verbindlichkeiten aus LuL		1.055	-1.639	-2.061	371	378
- Gezahlte Zinsen		-904	-1.952	-2.188	-2.212	-2.238
- Gezahlte Ertragsteuern		-272	-277	-3	283	18
<b>= Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit</b>		<b>-202</b>	<b>1.540</b>	<b>1.335</b>	<b>4.061</b>	<b>4.456</b>
- Auszahlungen aus dem Erwerb von Tochterunternehmen		-2.544	-273	0	0	0
- Auszahlungen für Invest. in Sachanlagen und imm. Vermögensgeg.		-10.462	-10.780	-5.826	-4.737	-4.685
+ Einzahlungen aus Abgängen von Sachanlagen		0	24	0	0	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	176	42	18
+/- Ein-/Auszahlungen für Ausleihungen		1.043	2.078	2.137	0	1.203
<b>= Cashflow aus der Investitionstätigkeit</b>		<b>-9.319</b>	<b>-8.224</b>	<b>-1.426</b>	<b>-4.695</b>	<b>-3.143</b>
+ Einzahlungen aus Eigenkapitalzuführungen		6.187	1.675	0	0	0
+/- Ein-/Auszahlung aus Verbindlichkeiten aus Finanzierungsleasing		274	-1.476	-532	-81	-70
+/- Ein-/Auszahlungen aus kurz- und langfristigen Darlehen		4.798	4.066	3.736	352	366
<b>= Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit</b>		<b>11.259</b>	<b>4.265</b>	<b>3.204</b>	<b>271</b>	<b>296</b>
<b>Veränderung des Finanzmittelbestandes</b>		<b>1.738</b>	<b>-2.419</b>	<b>3.114</b>	<b>-364</b>	<b>1.609</b>
+ Finanzmittelbestand am Anfang des Geschäftsjahres		935	2.673	254	3.368	3.004
<b>= Finanzmittelbestand am Ende des Geschäftsjahres</b>		<b>2.673</b>	<b>254</b>	<b>3.368</b>	<b>3.004</b>	<b>4.613</b>

Quelle: Independent Research, PlasmaSelect

## 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.

<sup>1)2)3)4)</sup> **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: 08.08.2007**

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: 08.08.2007**

**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](mailto:info@irffm.de)