



**Independent Research**

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

# Investment Research



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

**Update**

**10. April 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.**

## Inhaltsverzeichnis

1. Zusammenfassung	3
2. SWOT-Analyse	4
3. Unternehmensprofil	5
4. Geschäftsentwicklung in 2006	6
5. Finanz- und Liquiditätsentwicklung 2006	7
6. Schätzungen 2007e - 2009e	8
7. Bewertung	9
8. Fazit	10
ANHANG	12

# PlasmaSelect 4)

## Kaufen

### Ereignis:

Vorlage der Jahreszahlen 2006

### Einschätzung:

Kaufen

<b>IR</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>4</b>
Rating	Wachstum	Investor Relations	Konstanz



Ersteller: Björn Wolber (Analyst)

PlasmaSelect

- ⇒ Die vorgelegten Jahreszahlen 2006 zeigen eine stagnierende Geschäftsentwicklung: Umsatz +0,6% auf 69,4 (unsere Prognose: 70,9) Mio. Euro, EBIT des fortgeführten Geschäfts -0,4% auf 3,7 (unsere Prognose: 3,6) Mio. Euro
- ⇒ Die massive Wertberichtigung (20,4 Mio. Euro, nicht cash-wirksam), bedingt durch die Geschäftsaufgabe der RenaSelect, führte zu einem Einbruch des Ergebnis nach Steuern auf -18,8 (4,6; unsere Prognose: -23,1) Mio. Euro
- ⇒ Während das Segment Infusions- und Spüllösungen (Umsatzanteil 2006: 47%) u.E. auch weiterhin von einem massiven Wettbewerb beeinträchtigt sein wird, versprechen wir uns von der Lizenzierung neuer Wirkstoffe im Segment Generika (Umsatzanteil 2006: 41%) eine dynamische Entwicklung
- ⇒ Auf Basis unseres kombinierten Bewertungsmodells (DCF-Modell und Multiplikatormodell) ermitteln wir einen neuen Fair Value von 2,65 (alt: 2,95) Euro je Aktie und bestätigen unser Kaufen-Votum

PlasmaSelect AG		Pharma & Healthcare			Performance (ggü. DAX)		
Land	GE	Geschäftsjahr	30.11.		Rel. 1 Monat	-11,7%	
Aktienanzahl (Mio.)	16,916	www.plasmaselect.de			Rel. 3 Monate	-19,3%	
Ø Tagesumsatz (Stück)	23.213	Letzte Dividende	0,00		Rel. 6 Monate	-43,9%	
ISIN	DE0005471809	Zahltag Dividende	-		Rel. 12 Monate	-64,9%	
Kurs (Xetra)	2,05	Marktkapt. Mio. Euro	34,7		Beta	1,08	
05.04.2007	15:09 Uhr	Währung	EUR		Volatilität (90 Tage)	42,1%	
52W Hoch	5,15	Datum	25.04.2006		Prime All Share	0,002%	
52W Tief	1,82	Datum	28.02.2007		Prime PHRM&HCR	0,057%	
Aktionäre:	Riggers Holding GmbH 38,4%; Prof. Dr. Weidler 1,2%; Streubesitz 60,4%						
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	
2006	69,4	-16,9	-18,5	-18,8	-1,11	-	
2007e	73,9	5,1	3,3	3,0	0,18	11,6	
2008e	81,0	7,6	5,8	4,9	0,29	7,1	
2009e	85,0	8,8	7,0	6,0	0,35	5,8	
Zahlen in Mio. Euro außer EpS, hist. KGVs auf Jahresdurchschnittskursen						RL:	IFRS
* Geschäftsjahresende 30. November							

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

## STÄRKEN UND CHANCEN

- **Der Ausbau des Kerngeschäfts (injektabile) Generika ist u.E. auf Grund der hohen operativen Marge und der guten Wachstumspotenziale zukunftsfruchtig**
- **Umfangreiches Produktportfolio an Lösungen, Generika und Medikalprodukten (insgesamt rund 600 Artikel)**
- **Fertigung von individualisierten Spezialaufträgen bis hin zu Massenaufträgen möglich (Wettbewerbsvorteil als Nischen-Player)**
- **Umfassendes Marktpotenzial, da zahlreiche ausländische Märkte aus Vertriebsicht noch nicht erschlossen wurden**
- **Günstiges Umfeld mit natürlichem Wachstum innerhalb der Pharmabranche (Demographie, steigender Lebensstandard in den Emerging Markets) und der Generikabranche (Patentabläufe, Kostendruck im Gesundheitssystem)**

## SCHWÄCHEN UND RISIKEN

- **PlasmaSelect agiert in stark umkämpften Marktbereichen (Infusionslösungen, Generika) und verfügt auf Grund der vergleichsweise kleinen Unternehmensgröße über eine geringe Marktmacht**
- **Emerging Markets (u.a. Asien und Lateinamerika) weisen hohe Wachstumsraten im Bereich Generika auf. Mangels kritischer Größe bleibt dieser Markt von PlasmaSelect unbearbeitet**
- **Entwicklung eines Dialysators war bis Q3 2006 Teil der Wachstumsstrategie. Der Rückzug aus dem Dialysegeschäft erzeugte einen hohen Wertberichtigungsbedarf und nimmt PlasmaSelect zukünftig einen Teil der Wachstumsperspektive und der Produktdiversifikation**
- **Staatliche Eingriffe in die Gesundheitssysteme können negative Auswirkungen auf Umsatz und Gewinn sowie die Unternehmensstrategie haben**
- **Mitglieder der Familie Riggers sind über die Tätigkeit im Vorstand bzw. im Aufsichtsrat und über die Riggers-Holding (Mehrheitsaktionär der PlasmaSelect AG) stark miteinander verflochten**

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

## Unternehmensprofil

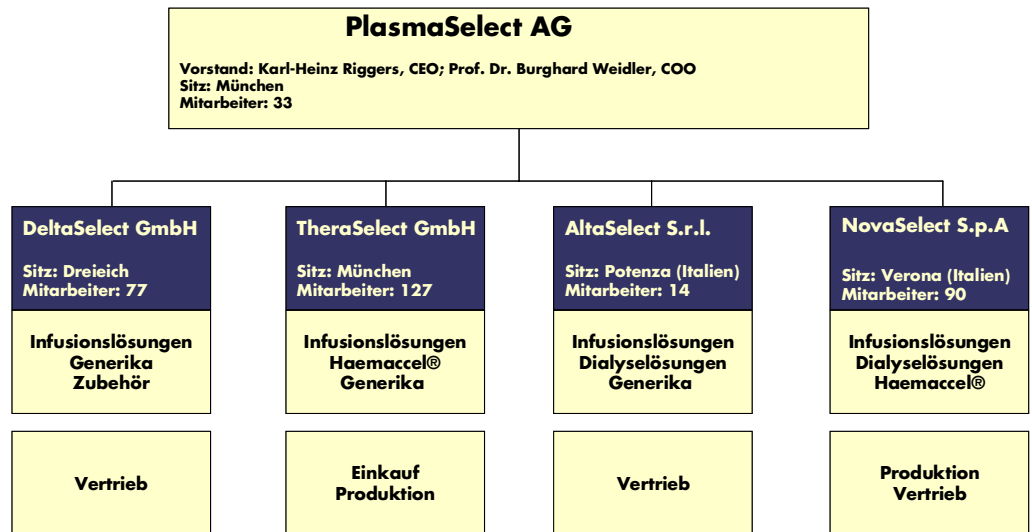
*Pharmazeutisches Unternehmen mit Fokus auf Nischenmärkte*

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 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.



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.**

## Geschäftsentwicklung in 2006

### Stagnierende Geschäftsentwicklung in 2006

Die vorgelegten Zahlen des Geschäftsjahres 2006 der PlasmaSelect zeigen ein gemischtes Bild, sind jedoch nach unserer Einschätzung als nur unterdurchschnittlich einzustufen. So blieb das Unternehmen mit einem Konzernumsatz von 69,4 (69,1; unsere Prognose: 70,9) Mio. Euro hinter unseren Erwartungen zurück, erreichte jedoch beim EBIT des fortgeführten Geschäfts mit 3,7 (3,7; unsere Prognose: 3,6) Mio. Euro fast punktgenau unsere Prognose.

### Segment Infusions- und Spüllösungen unter den Erwartungen

Der Umsatz im Segment Infusions- und Spüllösungen (Umsatzanteil 2006: 47%) reduzierte sich auf Grund des starken Preisdrucks, ausgelöst durch Produktivitätsvorteile der ungleich größeren Wettbewerber, um -4,2% auf 32,9 (34,3; unsere Prognose: 33,3) Mio. Euro. Das abgesetzte Mengenvolumen verblieb nach Unternehmensangaben auf Vorjahresniveau, was zeigt, dass PlasmaSelect keine (absoluten) Marktanteile verloren hat, jedoch dies mit einer niedrigeren operativen Marge (-0,8PP auf -3,6%) bezahlt hat. So verschlechterte sich das EBIT im Segment Infusions- und Spüllösungen um -23,8% auf -1,20 (-0,97; unsere Prognose: -1,13) Mio. Euro.

### Segment Generika mit solider Entwicklung

Im wichtigen Segment Generika (Umsatzanteil 2006: 41%) konnte PlasmaSelect den Umsatz um 7,1% auf 28,7 (26,8; unsere Prognose: 29,0) Mio. Euro steigern. Während für sich betrachtet die Umsatzentwicklung solide ist, zeigt jedoch der Blick auf die Umsatzentwicklung des Vorjahres (2005:+35,1%) eine abnehmende Dynamik. Auch im Segment Generika wird der Preisdruck mit Blick auf die operative Marge messbar (-0,5PP auf 25,6%), jedoch verbleibt die operative Marge nach unserer Einschätzung weiterhin auf einem komfortablen Niveau. Im Ergebnis erreichte PlasmaSelect im Segment Generika ein EBIT von 7,4 (7,0; unsere Prognose: 7,0) Mio. Euro und übertraf unsere Erwartungen damit leicht.

### Segment Sonstiges von Einmaleffekten geprägt

Das Segment Sonstiges (Umsatzanteil 2006: 12%), in dem neben der eingestellten Geschäftstätigkeit der RenaSelect (siehe Studie vom 13.11.2006) auch der Vertrieb der komplementären Medizinprodukte verbucht wurde, steuerte im vergangenen Geschäftsjahr einen Umsatzbeitrag von 7,8 (7,9; unsere Prognose: 8,6) Mio. Euro zum Konzernumsatz bei. Die bereits im November 2006 bekannt gegebene Einstellung der Geschäftstätigkeit der RenaSelect verursachte im vergangenen Geschäftsjahr einen nicht cash-wirksamen Wertberichtigungsbedarf von 20,4 Mio. Euro, der das EBIT im Segment Sonstiges auf -23,0 (-2,9; unsere Prognose ohne Wertberichtigung: -2,2) Mio. Euro reduzierte. Im Ergebnis belief sich das Konzern-EBIT inklusive des nicht fortgeführten Geschäfts auf -16,9 Mio. Euro.

### Einbruch beim Ergebnis nach Steuern

Die massive Wertberichtigung (20,4 Mio. Euro, nicht cash-wirksam), bedingt durch die Einstellung der Geschäftstätigkeit der RenaSelect, hat zu einem Einbruch des Ergebnis nach Steuern auf -18,8 (4,6; unsere Prognose: -23,1) Mio. Euro geführt. Die Abweichung unserer Prognose zum ausgewiesenen Ergebnis resultiert aus einer Korrektur des vom Unternehmen ursprünglich genannten Wertberichtigungsbedarfs von vorher 25,1 Mio. Euro auf nun 20,4 Mio. Euro.

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

## Finanz- und Liquiditätsentwicklung 2006

### Hoher Wertberichtigungsbedarf

Maßgeblich beeinflusst wurde die Bilanz der PlasmaSelect durch die Wertberichtigung der RenaSelect zuzurechnenden Bilanzpositionen (immaterielle Vermögenswerte und Sachanlagen) im Volumen von 20,4 Mio. Euro.

### Hohes Investitionsvolumen

Zum Ausbau des Geschäftsvolumens wurden Investitionen in Produktzulassungen und immaterielle Vermögenswerte getätigt, die die Bilanzposition immaterielle Vermögenswerte um 6,1 Mio. Euro (brutto) erhöhten. Die Investitionen in Sachanlagen (u.a. zur Verbesserung der Produktivität) erhöhten die equivalente Bilanzposition um 6,8 Mio. Euro (brutto). Diese Effekte werden auf Grund der massiven Wertberichtigung im Volumen von 20,4 Mio. Euro in der Bilanz nur verzerrt wiedergegeben.

### Aufnahme von Finanzmitteln

Im Zuge der Platzierung einer Inhaberschuldverschreibung konnte PlasmaSelect sich ein Kreditvolumen von rund 10 Mio. Euro bis 2013 sichern, wodurch eine Verschiebung der kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten (-4,1 Mio. Euro) hin zu den langfristigen Finanzverbindlichkeiten (+8,2 Mio. Euro) erreicht und damit der Finanzierungsspielraum deutlich erweitert wurde. Die im abgelaufenen Geschäftsjahr vorgenommene Kapitalerhöhung erhöhte zudem das Eigenkapital um 1,6 Mio. Euro.

### Rückgang der Bilanzsumme

Unter dem Strich reduzierte sich im Zuge der beschriebenen Maßnahmen die Konzernbilanzsumme um 17,2 Mio. Euro auf 129,1 Mio. Euro. Die Eigenkapitalquote betrug zum Bilanzstichtag 51,6% (57,4%), was trotz der Reduzierung (-5,8PP) auch im nationalen und internationalen Vergleich eine komfortable Größe darstellt (Fresenius AG: 38%, Teva: 54%, Mylan: 42%).

### Verbesserung des operativen CF notwendig

Der Blick auf die Cashflow-Rechnung zeigt, dass PlasmaSelect den Investitionsbedarf weiterhin nicht aus den Liquiditätszuflüssen des operativen Geschäfts (2006: 1,5 Mio Euro, 2005: -0,2 Mio. Euro) finanzieren kann. Da die getätigten Investitionen zu einem großen Teil dem Geschäftsausbau dienen (u.a. Erwerb neuer Produktlizenzen) ist dies jedoch nicht unüblich. Wir sehen jedoch auf Grund des erhöhten Risikoprofils und der bereits in 2006 in Anspruch genommenen Kapitalgeber nur noch einen begrenzten Spielraum zur Erweiterung des bisherigen Finanzierungsspielraums (Aufnahme neuer Finanzverbindlichkeiten, Kapitalerhöhung) in den kommenden zwei Jahren. Aus diesem Grund müssen sich die getätigten Investitionen des abgelaufenen Jahres nunmehr auch positiv in der zukünftigen Cashflow-Rechnung bemerkbar machen.

### Rückgang der liquiden Mittel

Die liquiden Mittel sind im abgelaufenen Jahr stark zurückgegangen und weisen zum Bilanzstichtag einen Betrag von nunmehr 0,25 (2,67) Mio. Euro aus, jedoch verfügt PlasmaSelect nach eigenen Angaben über eine nicht in Anspruch genommene Kreditlinie in Höhe von 4,4 Mio. Euro.

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

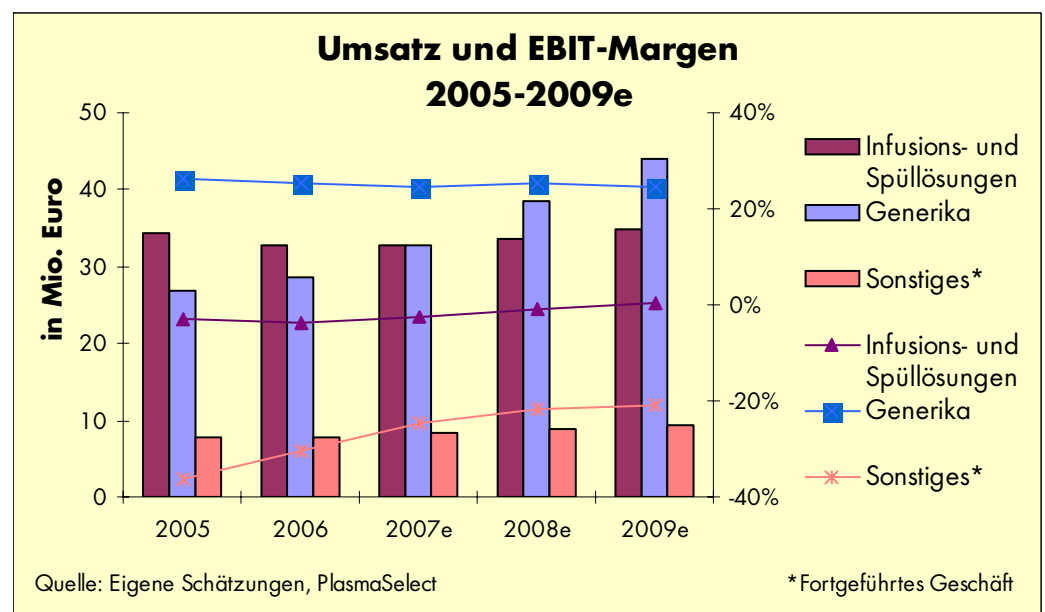
## Prognosen 2007e - 2009e

### Umsatztreiber injektibile Generika

Wir gehen davon aus, dass getrieben von den lizenzierten generischen Wirkstoffen, der Umsatz auf Konzernebene eine solide Entwicklung nehmen wird (2007e: +6,5% auf 73,9 Mio. Euro; 2008e: +9,5% auf 81,0 Mio. Euro; 2009e: +9,0% auf 88,3 Mio. Euro). Die Abweichungen zu unseren alten Prognosen (2007e: 76,6 Mio. Euro; 2008e: 85,2 Mio. Euro; 2009e: 89,5 Mio. Euro) resultieren aus der niedrigeren Basis 2006 und reduzierteren Erwartungen für die Entwicklung im Segment Infusions- und Spüllösungen. Unsere Erwartung hinsichtlich der Umsatzdynamik ist jedoch gegenüber dem Vorjahr nahezu unverändert geblieben (2007e: +8,1%; 2008er: +11,2%; 2009e: +5%).

### Verbesserung beim EBIT erwartet

Nach unserer Einschätzung wird auch zukünftig das Segment Generika die entscheidenden EBIT-Beiträge liefern, während das Segment Infusions- und Spüllösungen - nach Durchführung umfassender Kosteneinsparungen - erst 2008 leicht profitabel sein wird. Hierzu wurden bereits Investitionen in teilweise veraltete Produktionsabläufe getätigt, mit dem Ziel die Effizienz zu steigern. Zudem schätzen wir, dass die Produktion des italienischen Werks weiter nahezu voll ausgelastet läuft (erstmalig seit Ende 2006) und sich daraus Skaleneffekte realisieren lassen. Allerdings erwarten wir auch auf lange Sicht keine überzeugende Marge in diesem Segment, weshalb hier als Geschäftsgrundlage primär die Türöffnerfunktion und Cross-Sellingpotenziale für injektibile Generika verbleiben. Auf Basis der reduzierten Umsatzerwartung im Prognosezeitraum 2007e-2009e haben wir unsere EBIT-Prognosen ebenfalls reduziert (2007e: 5,1 (alt: 5,3); 2008e: 7,6 (alt: 8,5); 2009e: 8,8 (alt: 9,8; alles in Mio. Euro)).



## Bewertung

### Bewertungsmodell

Unseren kombinierten Bewertungsansatz, bestehend aus einem DCF-Modell (fundamentaler Ansatz) und einem Multiplikatormodell (marktorientierter Ansatz) haben wir beibehalten. Die in die Modelle einfließenden Parameter haben wir unverändert gelassen. Einzig die Verzinsung des Fremdkapitals haben wir aktualisiert (neu: 7,60%; alt: 6,68%). Den bereits in der vorherigen Bewertung verwendeten Abschlag auf die Peer-Group-Multiples von 10% (Grund: geringere EBIT-Marge, schlechtere Wachstumsperspektive) haben wir beibehalten.

in Mio. Euro	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Umsatz	73,9	81,0	85,0	89,3	93,8	98,4	103,4	108,5	114,0	119,7
Wachstum Umsatz		9,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
EBIT-Marge	6,9%	9,4%	10,3%	10,5%	10,7%	11,3%	11,4%	11,4%	11,3%	12,2%
<b>EBIT</b>	<b>5,1</b>	<b>7,6</b>	<b>8,8</b>	<b>9,4</b>	<b>10,0</b>	<b>11,1</b>	<b>11,8</b>	<b>12,4</b>	<b>12,9</b>	<b>14,6</b>
- Ertragsteuern	-0,3	-0,9	-1,1	-1,1	-1,3	-1,4	-1,6	-4,3	-4,5	-5,2
+ Abschreibungen	6,1	5,9	6,0	5,8	5,9	6,1	6,2	6,4	6,6	6,9
+/- 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>10,9</b>	<b>12,6</b>	<b>13,7</b>	<b>14,1</b>	<b>14,7</b>	<b>15,8</b>	<b>16,4</b>	<b>14,5</b>	<b>15,0</b>	<b>16,4</b>
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	-2,3	-2,8	-2,6	-2,2	-2,3	-2,0	-2,1	-2,2	-2,3	-2,4
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-8,0	-7,1	-6,5	-5,4	-6,6	-5,9	-6,2	-6,3	-6,0	-6,3
<b>Free Cashflow</b>	<b>0,6</b>	<b>2,7</b>	<b>4,6</b>	<b>6,5</b>	<b>5,8</b>	<b>7,9</b>	<b>8,1</b>	<b>6,1</b>	<b>6,8</b>	<b>7,7</b>
<b>Barwerte</b>	<b>0,5</b>	<b>2,3</b>	<b>3,6</b>	<b>4,6</b>	<b>3,7</b>	<b>4,6</b>	<b>4,3</b>	<b>2,9</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>
Summe Barwerte	32,4									
Terminalwert	35,3									
Wert des operativen Geschäfts in Mio. Euro	67,7									
+ überschüssige liquide Mittel in Mio. Euro	0,3									
- Finanzschulden in Mio. Euro	-25,7									
<b>Marktwert Eigenkapital in Mio. Euro</b>	<b>42,3</b>									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	16,9									
<b>Kurs in Euro</b>	<b>2,50</b>									
Quelle: Independent Research										

in % vom Gesamtwert : 52%

Modell-Parameter / Entity-DCF-Modell:					
langfristige Bilanzstruktur ->	Eigenkapital:	55%	Fremdkapital:	45%	
risikofreie Rendite:	4,00%	Beta:	1,08	Risikoprämie FK:	3,60%
		Risikoprämie:		Tax-Shield:	20,0%
		Zins EK:	12,6%	Zins FK:	6,08%
<b>Wachstumsrate FCF:</b>	<b>1,0%</b>	<b>WACC:</b>	<b>9,7%</b>	<b>Datum:</b>	<b>10.04.07</b>

### Peer-Group: Health-Care-Unternehmen

Unternehmen	EV / Umsatz		EV / EBIT		KGV	
	2007e	2008e	2007e	2008e	2007e	2008e
Fresenius AG	1,6	1,5	11,5	10,5	24,8	21,8
Mylan	3,4	2,9	11,1	9,7	14,3	14,1
STADA	2,2	2,0	16,2	14,3	19,7	16,8
Teva	3,6	3,2	14,0	12,3	16,8	14,3
Durchschnitt	2,7	2,4	13,2	11,7	18,9	16,7
Median	2,8	2,5	12,7	11,4	18,2	15,5
<b>PlasmaSelect</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>11,3</b>	<b>7,6</b>	<b>11,5</b>	<b>7,0</b>

Quelle: Eigene Schätzungen; Bloomberg-Schätzungen

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

### Aggregation der Bewertungsmodelle

Um eine fundiertere Bewertung zu erhalten, haben wir die Ergebnisse aus dem Peer-Group-Vergleich und dem DCF-Modell zusammengeführt. Die Multiples der Peer-Group werden dabei mit jeweils 10,0% gewichtet (vorher: EV/Umsatz, EV/EBIT, KGV jeweils 7,5%), während der aus dem DCF-Modell ermittelte Fair Value mit 60% (vorher: 55%) in die aggregierte Fair-Value-Ermittlung eingeht. Im Ergebnis erhalten wir einen finalen Fair Value von 2,67 (alt: 2,95) Euro.

Fair-Value-Ermittlung					
	EV/EBIT		KGV		DCF
	2007e	2008e	2007e	2008e	
<b>Fair Value:</b>	2,01	2,65	2,85	4,16	2,50
<b>Gewichtung:</b>	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	60%
<b>Finaler Fair Value:</b>	<b>2,67 Euro</b>				

Quelle: Independent Research

### Fazit

*Geschaffener Finanzierungsspielraum ermöglicht notwendige Investitionen*

Trotz der nicht zufriedenstellenden Geschäftsentwicklung der PlasmaSelect, ist es dem Unternehmen gelungen durch Aufnahme von Finanzverbindlichkeiten und Eigenkapital die Finanzierungsbasis zu stärken. Die aufgenommenen Mittel sind zweckbestimmt und dienen primär der Portfolioerweiterung im Segment injektible Generika (Lizenzierung von Wirkstoffen) und der segmentübergreifenden Investition in die Produktionsanlagen (Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen) zum Zweck der Produktivitätssteigerung. Auch wenn die Chancen zur Kapitalaufnahme mittelfristig schwierig sein werden, reichen nach unserer Einschätzung die finanziellen Mittel aus, um das tragende Segment Generika auf eine langfristig solide Basis zu stellen.

*Generika: Neue Wirkstofflizenzen als Umsatztreiber*

Wir gehen davon aus, dass die akquirierten neuen Wirkstofflizenzen für injektible Generika die Umsatzdynamik in diesem Segment erhöhen werden. Hier verfügt PlasmaSelect bereits heute über eine gute Marktposition, was kombiniert mit dem Fokus auf eher wettbewerbsarme Nischen-Generikaprodukte zu einer hohen EBIT-Marge führt. Zudem sehen wir im Bereich der injektiblen Generika auch auf lange Sicht die Marktposition von PlasmaSelect als haltbar, da die Markteintrittsbarrieren auf Grund der umfangreicheren Produktionsprozesse ungleich höher als bei den wettbewerbsintensiveren Generikaprodukten in Tablettenform sind.

*Infusions- und Spüllösungen: Maßnahmenpaket notwendig*

Im Segment Infusions- und Spüllösungen wird PlasmaSelect nach unserer Einschätzung weiterhin unter Druck bleiben. Auf Grund der teilweise massiven Größenunterschiede zu den Wettbewerbern (u.a. B. Braun Melsungen und Fresenius AG) kann PlasmaSelect (absolute) Marktanteile nur durch Preiszugeständnisse halten. Ein Wachstum auf Marktniveau (geschätzt: niedriger einstelliger Prozentbereich) ist jedoch nur bedingt möglich, weshalb

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

wir hier von relativen Marktanteilsverlusten ausgehen. Qualitätsunterschiede sind hier verschwindend gering, weshalb primär der Preis das Entscheidungskriterium für die Abnehmer darstellt. Die ungleich größeren Unternehmen besitzen auf Grund ihrer Finanzkraft effektivere Produktionsanlagen, einen weitreichenderen Vertrieb und ein höheres Innovationspotenzial. Einzig die Perspektiven der italienischen Produktionstochter AltaSelect (90% Auslastung erst im Verlauf des Vorjahres erreicht) sind vielversprechend. Angetrieben durch eine verbesserte Produktivität und fortschreitende Länderzulassung des Markenprodukts Haemaccel, mit Hilfe dessen Cross-Selling-Potenziale für weitere Produkte möglich sind, kann hier u.E. der positive Beitrag (2006: 0,35 Mio. Euro) zum Konzern-Segment-EBIT zukünftig weiter ausgebaut werden. Um jedoch auf Segmentebene ein positives EBIT zu erreichen, müssen die geplanten Kostenreduktionsprogramme und Maßnahmen zur Optimierung von Prozessen und Abläufen zeitnah und erfolgreich umgesetzt werden. Dazu müsste auf Basis des Vorjahrsergebnisses 1,2 Mio. Euro an Kosten eingespart werden, was wir frühestens in 2009 und nur in Kombination mit einer Ausweitung der Exportumsätze für möglich halten.

---

*Neues Kursziel: 2,65 (alt: 2,95) Euro*

---

Nach unserer Einschätzung ist ein Großteil der unternehmerischen Risiken bereits im Kurs der PlasmaSelect-Aktie eingepreist. Auf Basis des von uns ermittelten Unternehmenswerts bestätigen wir bei einem neuen Kursziel von 2,65 (alt: 2,95) Euro unser Kaufen-Votum.

# Anhang

<b>Gewinn- und Verlustrechnung</b>					
<b>Einheit : Tsd. Euro</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007e</b>	<b>2008e</b>	<b>2009e</b>
<b>Geschäftsjahresende : 30. November</b>					
<b>Rechnungslegungsstandard : IFRS</b>					
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>69.049</b>	<b>69.443</b>	<b>73.935</b>	<b>80.987</b>	<b>85.036</b>
Veränderung ggü. Vorjahr	15%	1%	6%	10%	5%
Umsatzkosten	-44.770	-44.325	-46.512	-50.109	-52.256
in % des Umsatzes	65%	64%	63%	62%	61%
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>24.279</b>	<b>25.118</b>	<b>27.424</b>	<b>30.878</b>	<b>32.781</b>
in % des Umsatzes	35%	36%	37%	38%	39%
Forschungs- und Entwicklungskosten	0	-69	-75	-80	-80
in % des Umsatzes	0%	0%	0%	0%	0%
Vertriebsaufwendungen	-15.186	-15.939	-16.340	-16.521	-16.752
in % des Umsatzes	22%	23%	22%	20%	20%
Verwaltungsaufwendungen	-7.095	-6.359	-6.728	-7.532	-7.993
in % des Umsatzes	10%	9%	9%	9%	9%
Sonstige betriebliche Erträge	1.749	1.618	1.565	1.600	1.550
in % des Umsatzes	3%	2%	2%	2%	2%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-597	-694	-750	-750	-750
in % des Umsatzes	1%	1%	1%	1%	1%
Verluste aus einzustellenden Bereichen	0	-20.605	0	0	0
in % des Umsatzes	0%	-30%	0%	0%	0%
Abschreibungen auf den Firmenwert	0	0	0	0	0
in % des Umsatzes	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Ergebnis der betrieblichen Tätigkeit (EBIT)</b>	<b>3.150</b>	<b>-16.930</b>	<b>5.096</b>	<b>7.595</b>	<b>8.755</b>
in % des Umsatzes	5%	-24%	7%	9%	10%
Finanzergebnis	-175	-1.579	-1.795	-1.810	-1.741
in % des Bruttoergebnis	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Ergebnis vor Steuern (EBT)</b>	<b>2.968</b>	<b>-18.515</b>	<b>3.301</b>	<b>5.784</b>	<b>7.014</b>
in % des Umsatzes	4%	-27%	4%	7%	8%
Ertragsteuern	1.298	-315	-312	-865	-1.062
in % des Umsatzes	2%	0%	0%	-1%	-1%
<b>Ergebnis nach Steuern</b>	<b>4.266</b>	<b>-18.830</b>	<b>2.989</b>	<b>4.919</b>	<b>5.952</b>
in % des Umsatzes	6%	-27%	4%	6%	7%
Ergebnisanteile Dritter	376	0	0	0	0
<b>Ergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter</b>	<b>4.642</b>	<b>-18.830</b>	<b>2.989</b>	<b>4.919</b>	<b>5.952</b>
in % des Umsatzes	7%	-27%	4%	6%	7%
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>0,18</b>	<b>0,29</b>	<b>0,35</b>

Quelle: Independent Research, PlasmaSelect

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

<b>Bilanz</b>							
	Einheit : Geschäftsjahresende : Rechnungslegungsstandard :	Tsd. Euro 30. November IFRS	2005	2006	2007e	2008e	2009e
<b>AKTIVA</b>							
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>							
Zahlungsmittel und Zahlungäquivalente			2.673	254	1.343	1.661	4.944
Wertpapiere			2.764	2.409	2.409	2.409	2.409
Forderungen aus L/L, netto			14.820	14.666	16.133	18.069	20.237
Forderungen aus Ertragsteuern			18	174	174	174	174
Vorräte			21.046	22.786	24.609	26.824	28.970
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte			3.481	4.424	4.645	4.831	5.024
<b>Summe kurzfristige Vermögenswerte</b>			<b>44.802</b>	<b>44.713</b>	<b>49.313</b>	<b>53.967</b>	<b>61.758</b>
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>							
Ausleihungen			5.418	3.340	1.203	1.203	0
Sachanlagen			32.924	23.438	23.066	22.930	22.682
Immaterielle Vermögenswerte			49.830	45.509	47.819	49.183	49.933
Latente Steueransprüche			13.282	11.960	10.158	9.172	8.868
<b>Summe langfristige Vermögenswerte</b>			<b>101.454</b>	<b>84.393</b>	<b>82.246</b>	<b>82.488</b>	<b>81.483</b>
<b>Summe Vermögenswerte</b>			<b>146.256</b>	<b>129.106</b>	<b>131.559</b>	<b>136.455</b>	<b>143.241</b>
<b>PASSIVA</b>							
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>							
Kurzfristiger Anteil der Finanzleasingverbindlichkeiten			1.087	1.396	1.675	2.010	2.412
Verbindlichkeiten aus L/L und sonstige Verb.			23.743	20.613	21.850	23.379	25.016
Verbindlichkeiten aus Ertragsteuern			11	11	11	11	11
Rückstellungen			481	0	0	0	0
Kurzfristiger Teil der langfristigen Schulden			8.972	4.846	5.331	5.544	5.766
<b>Summe kurzfristige Verbindlichkeiten</b>			<b>34.294</b>	<b>26.866</b>	<b>28.867</b>	<b>30.944</b>	<b>33.205</b>
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>							
Langfristige Verbindlichkeiten, abzügl. des kurzfristigen Anteils			12.623	20.815	20.399	19.379	18.410
Langfristige Leasingverbindlichkeiten			3.176	3.545	3.439	3.267	3.103
Latente Steuerschulden			12.343	11.215	9.201	8.292	7.999
<b>Summe langfristige Verbindlichkeiten</b>			<b>28.142</b>	<b>35.575</b>	<b>33.038</b>	<b>30.937</b>	<b>29.512</b>
<b>Summe Verbindlichkeiten</b>			<b>62.436</b>	<b>62.441</b>	<b>61.905</b>	<b>61.882</b>	<b>62.717</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	-60.712	-55.793	-49.842
<b>Summe Eigenkapital</b>			<b>83.820</b>	<b>66.665</b>	<b>69.654</b>	<b>74.573</b>	<b>80.524</b>
<b>Summe Eigenkapital und Verbindlichkeiten</b>			<b>146.256</b>	<b>129.106</b>	<b>131.559</b>	<b>136.455</b>	<b>143.241</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>Cashflow Rechnung</b>						
	Einheit : Tsd. Euro	2005	2006	2007e	2008e	2009e
	Geschäftsjahresende : 30. November					
	Rechnungslegungsstandard : IFRS					
<b>Ergebnis der betrieblichen Tätigkeit</b>		<b>3.150</b>	<b>-16.930</b>	<b>5.096</b>	<b>7.595</b>	<b>8.755</b>
+ Abschreibungen		5.912	27.009	6.100	5.900	6.000
+/- 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	-1.688	-2.122	-2.361
+/- Abnahme/Zunahme der Vorräte sowie anderer Aktiva		-6.743	-1.740	-1.823	-2.215	-2.146
+/- Zunahme/Abnahme der Verbindlichkeiten aus LuL		1.055	-1.639	1.237	1.529	1.637
- Gezahlte Zinsen		-904	-1.952	-1.953	-1.899	-1.841
- Gezahlte Ertragsteuern		-272	-277	-378	-788	-1.052
<b>= Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit</b>		<b>-202</b>	<b>1.540</b>	<b>6.591</b>	<b>8.000</b>	<b>8.991</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	-8.038	-7.128	-6.502
+ 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	0	0	0
+ Erhaltene Zinsen		729	373	158	89	100
+/- 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>-5.743</b>	<b>-7.039</b>	<b>-5.199</b>
+ Einzahlungen aus Eigenkapitalzuführungen		6.187	1.675	0	0	0
+/- Ein-/Auszahlung aus Verbindlichkeiten aus Finanzierungsleasing		274	-1.476	173	163	239
+/- Ein-/Auszahlungen aus kurz- und langfristigen Darlehen		4.798	4.066	68	-807	-747
<b>= Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit</b>		<b>11.259</b>	<b>4.265</b>	<b>241</b>	<b>-644</b>	<b>-508</b>
<b>Veränderung des Finanzmittelbestandes</b>		<b>1.738</b>	<b>-2.419</b>	<b>1.089</b>	<b>318</b>	<b>3.284</b>
+ Finanzmittelbestand am Anfang des Geschäftsjahres		935	2.673	254	1.343	1.661
<b>= Finanzmittelbestand am Ende des Geschäftsjahres</b>		<b>2.673</b>	<b>254</b>	<b>1.343</b>	<b>1.661</b>	<b>4.944</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.**

## 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 abgezinsten 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>).

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

**Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 10.04.2007**

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: 10.04.2007**

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

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

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

 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)