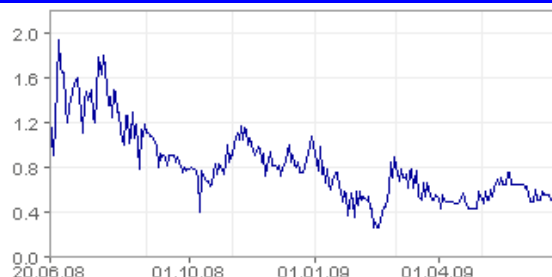


Medizintechnik / Schweiz

Fairer Wert: € 0,92

Vorheriger: N/A

Price Chart



Wertpapierdaten · €

Kurs	0,52
Jahres Hoch/Tief	1,08 / 0,42
Marktkapitalisierung (€Mio.)	8,5
Free Float (%)	47,0
Institutionelles Engagement:	ca. 41% (7 Posten)
Reuters Symbol	34LDE
Bloomberg Symbol	34L
Transparenzgrad	Entry Standard/open market
Marktsegment	Open Market / FWB
ISIN	CH0025477065
WKN	AOMR20

Finanzdaten · CHF · IAS

FY 31/12	07	08	09e	10e
Umsatz (m)	2,0	3,3	5,0	7,3
(vorher)	N/A	N/A	N/A	N/A
EBIT	0,40	0,30	0,60	1,00
(vorher)	N/A	N/A	N/A	N/A
GpA	0,01	0,01	0,03	0,07
(vorher)	N/A	N/A	N/A	N/A

Bewertung · IAS

FY 31/12	07	08	09e	10e
MC / Umsatz	N/A	2,1	1,4	0,9
KGV	N/A	41,2	16,0	7,7

Analyst

Name	Rüdiger Holzammer
Telefon	+49 69 90.55.79.55
e-Mail	Research@RedHerring-ffm.com

Bitte beachten Sie den Disclaimer auf der letzten Seite

Profitables Diagnostikunternehmen ausgezeichnet durch internationale Distribution und Innovation

Die Lobeck Medical AG entwickelt, produziert und vertreibt bedienungsfreundliche Produktlösungen für den Medizin-diagnostikmarkt mit Schwerpunkten Diabetes und OTC In-vitro-Diagnostik.

Unter der Dachmarke MediSmart® sind die Produkte der Gesellschaft auf allen relevanten Märkten international verfügbar.

Ohne nennenswerte Entwicklungskosten ist die Lobeck Produktpalette generischer Natur. Die international erzielten Verkaufserfolge der Gesellschaft validieren das marketinggetriebene Lobeck-Geschäftsmodell.

Investitionskriterien

- Beharrlicher Ausbau des Vertriebs lässt ähnliches Wachstum wie in den vergangenen Wirtschaftsjahren erwarten.
- Branche erscheint uns kaum - allenfalls geringfügig - von der allgemeinen wirtschaftlichen Depression betroffen zu sein.
- Bedingt durch die mögliche Fixkostendegression schlagen sich Vertriebsfolge überdurchschnittlich im Unternehmensergebnis nieder.
- Positionierung der Medizinprodukte im oberen Qualitätssegment beschert der Lobeck auskömmliche Margen.
- Die Gesellschaft arbeitet quasi ohne Fremdkapital; das Gesellschafterdarlehen besteht gegenüber dem Unternehmensgründer und den Mehrheitsaktionären.
- Das Unternehmen erscheint uns gegenüber der Branche derzeit um 80% unterbewertet zu sein. Dies auch vor dem Hintergrund, dass unsererseits bereits ein Bewertungsabschlag von 20% wegen geringer Handelsvolumina und der SmallCap-Charakteristik in der Aktie vorgenommen wurde. Wir sehen jedoch auch im Blickwinkel des Unternehmens- und Gewinnwachstums ein Nachholpotential des derzeitigen Kurses von > 70% im 12-M Horizont.
- Markt enger Wert der zwar eine Free Float von ca. 47% hat, doch abzüglich des institutionellen Engagements lediglich noch ca. 6% aufweist.
- Seit der Notizaufnahme der Lobeck Medical AG an der Frankfurter Wertpapierbörse im August 2007 wurde der Aktienpreis/Bewertung noch nicht durch eine öffentliche Platzierung validiert.
- Hohes Verantwortungsbewusstsein des Gründers und Grossaktionärs zum Unternehmen und zur Aktie.

Geschäftsmodell und Strategie

Die Lobeck Medical AG verfolgt zwei klar definierte Produktmärkte in der medizinischen Diagnostik (Heimdiagnostik / point-of-care - POC):

- Diabetes - Blutzucker-Selbstkontrolle
- IVD Testverfahren (Heimschnelltestverfahren)

Die beiden Produktmärkte haben folgende Gemeinsamkeiten:

- Hohes Marktvolumen verbunden mit starkem Marktwachstum (kurz- und mittelfristig);
- Relativ "triviale" Produkttechnologie;
- Generische Marktstrukturen, d.h. Produkt- und Preisdifferenzierung sind entscheidend für den Verkaufserfolg;
- Distributionsgetriebene Märkte mit Kundenbindungsmodell.

Die Lobeck Medical AG steht so vordergründig als eher unbedeutender Marktteilnehmer einer Reihe hoch organisierter, international agierender Konzerne gegenüber, die den Markt dominieren.

Die Marktführer im Bereich der Blutzucker-Selbstkontrolle Roche Diagnostics, Abbott Diagnostics, Johnson & Johnson, und Bayer Diagnostics beherrschen gemeinsam ca. 85% des relevanten Weltmarkts für Blutzucker-Messgeräte am POC. Die marktführenden Unternehmen verfügen alle über finanzielle Ressourcen und Marktanteile mit den verglichen, die Lobeck verschwindend klein wirkt.

Bei der vorliegenden Marktstruktur bzw. hinsichtlich der Unternehmensgröße der marktführenden Diagnostik-Unternehmen macht sich das Management der Lobeck die Gegebenheit zu Nutze, dass die Kostenstruktur der Lobeck ebenso nicht vergleichbar mit der Investitions- und Kostenstruktur der Konzerne ist.

Die Vorteile des Lobeck Geschäftsmodells liegen somit auf der Hand: Im generischen Bereich kann die Lobeck verglichen zur übermächtigen Konkurrenz wegen der relativ geringen Mittelbindung und Fixkostenstruktur eine sichtbar höhere Bruttomarge erzielen. Noch viel wichtiger erscheint uns das Unterscheidungsmerkmal "Flexibilität". Bewegen sich die Marktführer eher schwerfällig am Markt und sind diese mit Abwehrstrategien gegenüber deren nächstgrößeren Konkurrenten befasst, so kann die Lobeck dieses Vakuum für sich nutzen und die für sich beste Produkt-/Preisstrategie am Markt ausloten und umsetzen (*second mover*).

Die Reaktionsgeschwindigkeit der Lobeck auf neue Marktgegebenheiten verleiht dem Unternehmen die Marktberechtigung und Attraktivität.

Trotz des mit < 1% verschwindend kleinen Marktanteils der Lobeck Medical AG im Markt für Blutzucker-messgeräte erzielt das Unternehmen eine stolze Verzinsung des eingesetzten Nominalkapitals von >100% (Gj. 2008), sowie ca. 70% (Gj. 2007)

Die Unternehmensstrategie der Lobeck Medical AG definiert sich über die Eckpunkte:

- Hohe Qualität der Produkte (Swiss Made)
- Erstklassiger Service
- Ständige Produktinnovation
- Schnelle Reaktion und Anpassungsfähigkeit am Markt hinsichtlich der gewählten Vertriebskanäle und der Konditionierung
- Vertriebsfokussierung genießt höchste Managementpriorität

Das Geschäftsmodell und die Strategie der Lobeck AG definieren sich somit über die übermächtige Konkurrenz und deren Schwächen am Markt. (*second in the market but improved concept*)

Entscheidend für den Markterfolg ist die wiederkehrende Einnahmequelle über die Teststreifen, die auf das jeweilige Lobeck Messgerät abgestimmt sind und ausschließlich im eigenen Produkt verwendet werden können. Im Verkaufsmodell der "Einwegartikel" bekannt auch unter dem "Rasierklingen"-Verkaufsmodell bindet die Lobeck ihre Kunden mit dem hochwertigen Blutzucker-Messgerät, zu welchem ständig die entsprechenden Teststreifen erworben werden müssen.

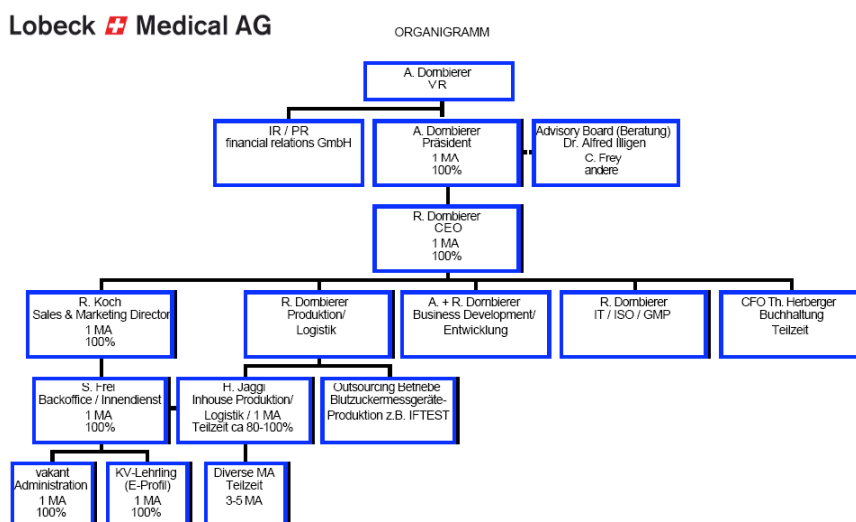
Mit Blick auf die vorliegenden Geschäftsergebnisse und das Firmenwachstum hat das Management der Lobeck bereits in der Vergangenheit unter Beweis gestellt, dass sich die formulierte Unternehmensstrategie am Markt erfolgreich umsetzen lässt. Unter ähnlichen Bedingungen möchte das Unternehmen bei selektiver Ausweitung des Produktportfolios auch zukünftig überdurchschnittlich wachsen.

Unternehmensstruktur und Management

Die von Herrn Andreas Dornbierer gegründete Lobeck Medical AG ist ein reines, voll integriertes Medizintechnikunternehmen mit Schwerpunkt in-Vitro-Diagnostik (IVD), Blutzucker-Messgeräte und Heim-Schnelltests (POC). Die Stärken der Lobeck Medical AG liegen in der Herstellung qualitativ hochwertiger Produkte und in der entsprechenden weltweiten Distribution der Diagnostika. Die Lobeck Medical AG kann ihren Kunden zusichern, dass die ausgebotenen Blutzucker-Messgeräte in der Schweiz hergestellt werden und somit den Produkten vieler Konkurrenten (einschließlich der Marktführer) qualitativ ebenbürtig sind, welche ihre Produktion nach Asien oder China ausgelagert haben. Vor diesem Hintergrund bewirbt die Lobeck ihre Diagnostika unter dem eingetragenen Markennamen "MediSmart® of Switzerland".

Der Unternehmensgründer, Andreas Dornbierer ist heute Vorsitzender des Verwaltungsrats und betrachtet seine Aufgabengebiete in den Bereichen Investor Relations, Unternehmensentwicklung und Corporate Affairs.

Das Unternehmen wird operativ von Herrn Rolf Dornbierer (CEO) geführt. Er ist Kaufmann und diplomierte Betriebsökonom sowie eidgenössisch diplomierte Exportleiter, seit Mitte 2006 im Unternehmen tätig. Die Unternehmenshierarchie ist flach; insgesamt sind 12 Mitarbeiter direkt im Unternehmen beschäftigt. Die Lobeck Medical AG unterhält weltweit 30 internationale Verkaufsstützpunkte.



Quelle: Lobeck Medical AG, RedHerring oHG

Die Produktentwicklungsaktivitäten und die Produktion sind (noch) ausgelagert. Mit dem Kooperationspartner Iftest AG, Wettingen/CH, einem führenden Ingenieurunternehmen in der Medizin-Elektronik, werden die im Vertriebsprogramm befindlichen Messgeräte ständig weiterentwickelt; auch die elektronische Bestückung der Geräte findet beim Kooperationspartner im Rahmen der Lohnfertigung statt. Darüber hinaus unterhält die Lobeck AG eine Technologie-Partnerschaft mit einem taiwanesischen Biotech-Unternehmen zur Entwicklung und Herstellung von Teststreifen.

Technologie und Produkte

Technologischer Hintergrund (Glukosemessung)

Die Notwendigkeit der Selbstkontrolle des Blutzuckerspiegels für Typ-1 und Typ-2 Diabetiker ist zwischenzeitlich unumstritten. Es gibt verschiedene Verfahren um den Blutzuckerwert im Rahmen der Selbstkontrolle zu messen.

1. Einsatz von Blutzuckermessgeräten und Durchführung regelmäßiger Messungen
2. Kontinuierliches Glukose-Monitoring (Continuous Glucose Monitoring, CGM)

ad 1: POC Messgeräte, das bislang verbreitetste Überwachungssystem. In den vergangenen 5 Jahren wurden die für den point-of-care (POC) ausgelegten Messgeräte ständig weiterentwickelt und in der Handhabung verbessert. Die heutige Generation der Blutzucker Messgeräte hat eine Präzision erreicht, welche dieses Verfahren wissenschaftlich und praktisch als besten Durchführungsweg erklärt.

ad 2: Das CGM-Verfahren ist ein innovatives Verfahren der Glukosemessung, das schon seit einiger Zeit in wissenschaftlichen Studien erprobt wird. In den USA hat es kürzlich einen Aufschwung erfahren, der ausgelöst wurde durch die Zulassung von zwei neuen Verfahren durch die amerikanische Arzneimittelbehörde FDA.

Das CGM ermöglicht eine engmaschigere Erfassung der Glukosewerte und kann Patienten mit Diabetes einen Teil der lästigen und schmerzhaften Fingerstiche ersparen. Bei der neuen Technologie wird eine Nadel unter die Haut ins subkutane Fettgewebe eingeführt und kann dort bis zu drei bzw. sieben Tage verbleiben. Die Nadel ist mit einem Sensor gekoppelt, der die gemessenen Glukosewerte etwa alle fünf Minuten drahtlos an einen Monitor überträgt. Dieser Monitor kann in eine Insulinpumpe integriert oder auch als separates Gerät benutzt werden.

Gemessen wird allerdings nicht die Glukose im Blut, sondern die Glukose in der Gewebeflüssigkeit. Letztere korreliert zwar gut mit der Blutglukose, hinkt aber dem aktuellen Blutglukosewert in der Regel ca.15 Minuten hinterher. Der Vorteil einer kontinuierlichen Messung wird durch die eher ungenaue Messung des Glukosegehalts in der Gewebeflüssigkeit aufgewogen und abgeschwächt.

Rationale der inVITRO Diagnostik (Heim-Schnelltests)

Das Hinterfragen der Anforderungen an diese Art der point-of-care Systeme beantwortet u.E. die Motivation der Anwender an IVD Tests:

- Einfache Bedienung - das heißt, die Systeme müssen sehr einfach gestaltet sein und dürfen nur wenige Reagenzien beinhalten
- Keine Probenvorbereitung - am besten wird Vollblut, Urin, Speichel, oder eine Stuhlprobe appliziert
- Geringe oder am besten keine Investitionen
- Schnelligkeit des Testergebnisses und höhere Bequemlichkeit gegenüber einem Arztbesuch
- Analytische Qualität und Zuverlässigkeit
- Geringe Vollkosten

Die Produktpalette der Lobeck Medical AG

1. Blutzucker-Messgeräte

Die Lobeck Medical AG bietet derzeit zwei Blutzucker-Messgeräte am Markt an. Die Geräte "Diamond" und "Sapphire" sind beide hochwertige Blutzuckermess-Systeme für den Diabetiker zur individuellen Selbstkontrolle. Die Geräte werden unter der Dachmarke MediSmart® angeboten, wobei der Typ "Sapphire" die jüngste Produktentwicklung der Lobeck ist. Sie soll zukünftig den Gerätetyp "Diamond" am Markt ablösen. Die Geräte werden mit dem Slogan "schnell - präzise - einfach", insbes. gegenüber älteren Anwendern beworben.

Aus technischer Sicht erfüllen beide Geräte höchste Standards. Die Konkurrenzsituation am hoch umkämpften Diabetes Markt erforderte auch seitens der Lobeck die Einführung einer neuen Produktgeneration. Die spezifischen Marktgegebenheiten sind im Bereich "Markt" näher analysiert und skizziert. Das neue Lobeck Messgerät "Sapphire" unterscheidet sich vom Typ "Diamond" im wesentlichen durch nachfolgende Qualitätsmerkmale, bzw. Spezifikation:

- Ergonomisches und daher handlicheres Design
- Einfache Handhabe, speziell für Senioren
- geringere Blutprobe zur Messung nötig, d.h. 0,6µl Blutprobe gegenüber 2,0 µl im Gerätetyp "Diamond"
- Speicher für 480 Resultate mit Zeitangaben ("Diamond" 100 Resultate ohne Zeit)
- Durchschnittsberechnung in gewünschten Zeitabständen möglich
- vorhandene problemlose Schnittstelle zu externen Rechnern inklusive Software

Beide der angebotenen Geräte liefern die gewünschten Messresultate innerhalb 5 Sekunden. Die nächste Gerätegeneration (Sapphire Plus) wird ohne Codestreifen, d.h. mit automatischer Kalibrierung angeboten werden.

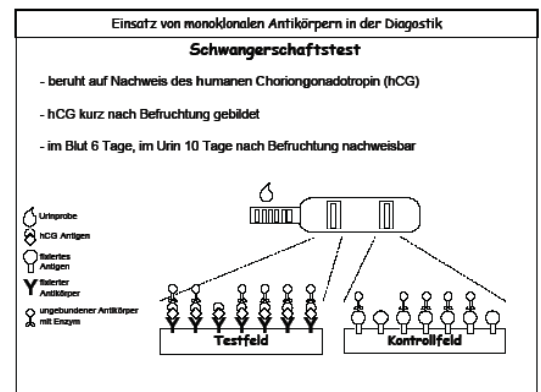
2. IVD-Produkte (*Heimtestprodukte*)

Im Geschäftsbereich IVD-Produkte stellt die Lobeck Medical AG vier Produkte für den Heimtestgebrauch her und vertreibt diese ebenfalls über die gleichen, eigenen Distributionskanäle wie die Diabetes-Produkte.

In-vitro-Diagnostika dienen zur Untersuchung von Proben (Urin, Stuhl, Blut, Gewebe) aus dem menschlichen Körper. Ziel dieser Tests ist es unter anderem, Informationen über physiologische oder pathologische Zustände einer Person zu erhalten. Die IVD-Produkte der Lobeck Medical AG im einzelnen:

a. Schwangerschaftstest

Funktionsweise/Methodik. hCG (humanes Chorion Gonadotropin) ist ein Glykoprotein, welches normalerweise von der Plazenta nach der Befruchtung produziert wird. Bei einer normalen Schwangerschaft kann hCG schon 7-9 Tage nach der Befruchtung des Eis im Urin nachgewiesen werden, wobei sich die hCG-Konzentration alle 1,3 - 2 Tage verdoppelt. Am 1.Tag nach dem Ausbleiben der Menstruation liegt die hCG-Konzentration bei 100mIU/ml und erreicht 200.000 mIU/ml oder mehr bis zum Ende des 1.Drittels einer Schwangerschaft.



Da hCG in steigenden Konzentrationen bei einer Schwangerschaft im Urin bestimmt werden kann, ist hCG zum Nachweis einer Schwangerschaft besonders geeignet. Der MediSmart® hCG Schwangerschaftstest ist ein sensitiver Immunoassay-Test auf der Basis eines 1-Stufen Schnelltests für den qualitativen Nachweis von hCG im Urin mit einer Nachweisgrenze von 20mIU/ml. Der Test verwendet einen monoklonalen Antikörper gegen die beta-Untereinheit des hCG. Die immunologische Spezifität dieses Tests eliminiert Kreuzreaktionen mit anderen, dem hCG strukturell ähnlichen Glycoprotein-Hormonen, wie z.B. das LH-Hormon und das Thyroidea-stimulierende Hormon (TSH).

Differenzierungsmerkmal: Der Test von Lobeck ist bereits 7 Tage nach dem Geschlechtsverkehr aussagekräftig im Vergleich zu herkömmlichen Testverfahren, welche erst nach Ausbleiben der Periode aussagekräftig sind.

b. Ovulationstest

Das Ausstoßen einer Eizelle aus dem Ovar (Ovulation) erfolgt nur einmal während des Monatszyklus'. Dieser Zeitpunkt ist die fruchtbare Phase im Zyklus der Frau. Das humane luteinisierende Hormon (hLH), das normalerweise in geringen Mengen im Urin vorhanden ist, spielt im Verlaufe des Menstruationszyklus' eine wichtige Rolle bei der Regelung der Ovulation und der Eierstockfunktion. Etwa 12-30 Stunden vor dem Ausstoß der reifen Eizelle aus dem Follikel steigt die LH-Konzentration steil an (LH-Schub) und erreicht in der Mitte des Zyklus' seinen höchsten Wert. Dies spiegelt sich in den hLH-Konzentrationen im Urin wider. Mit dem Ovulationstest kann der Anstieg der hLH-Konzentration im Urin nachgewiesen werden, so dass der wahrscheinliche Zeitpunkt der Ovulation für die nächsten 24-48 Stunden eingegrenzt werden kann. Der LH Ovulations Test (Urin) ist bestens geeignet zur Feststellung der Ovulation und damit zur Feststellung des fruchtbarsten Zeitpunkts, um schwanger zu werden oder um eine Schwangerschaft zu vermeiden. In Labortests wurde für den MediSmart® Ovulationstest eine Genauigkeit von bis zu 99% nachgewiesen.

c. Menopausetest

Mit dem Menopausetest können Frauen herausfinden, ob Sie sich bereits in den Wechseljahren befinden. Der FSH-Menopausetest bestimmt ein Hormon, das als FSH bekannt ist. Wenn der Körper altert und langsam in die Menopause eintritt, verringert sich die produzierte Östrogenmenge. Östrogen wird zum „Herunterdrehen“ der erhöhten FSH-Produktion zur Auslösung des Eisprungs während des Menstruationszyklus benötigt, aus diesem Grund führen niedrige Östrogenwerte im Körper zu erhöhten FSH-Werten. Durch die Messung der Werte des im Körper produzierten FSH, in Verbindung mit der Kenntnis der Anwenderbezogenen Symptome kann das Stadium der Menopause ermittelt werden.

In Labor- und Verbraucherstudien konnte beim MediSmart® FSH-Menopausetest im Vergleich zu anderen freiverkäuflichen Menopausetests eine Genauigkeit von bis zu jeweils 98,7% und 94,7% nachgewiesen werden. Die Sensitivität des von Lobeck angebotenen Menopausetests liegt bei 25mIU/mL.

d. Test zur Darmkrebsfrüherkennung

Beim MediSmart® FOB Test handelt es sich um einen qualitativ hochempfindlichen chromatographischen Sandwich-Immunoassaytest mit Farbstoffkonjugat für den selektiven Hämoglobinnachweis in menschlichen Stuhlproben (okkultes Blut). In weniger als fünf Minuten können durch den hochempfindlichen MediSmart® FOB Test erhöhte Werte menschlichen Hämoglobins bereits ab 0,2 lhHb/ml erkannt werden.

In Deutschland sterben jedes Jahr ca. 71.000 Menschen an Darmkrebs, 29.000 erkranken neu. Leider gehen nur jeder achte Mann und jede dritte Frau regelmäßig zur Vorsorge. Dabei ist Darmkrebs die zweithäufigste Tumorerkrankung und gleichzeitig eine der wenigen Krebsarten, die sehr gute Heilungschancen besitzt. Wird der Darmkrebs im Frühstadium erkannt, ist er fast zu 100 Prozent heilbar.

Da Darmkrebs in der Entstehungsphase jedoch oft keinerlei Beschwerden verursacht, bekommt die Früherkennung eine sehr hohe Bedeutung. Der sogenannte „Goldstandard“ ist die Koloskopie. Sie wird jedoch nur von 3% der Berechtigten in Anspruch genommen. Diese geringe Beteiligung an der Vorsorgekoloskopie zwingt dazu, auch andere Möglichkeiten der Darmkrebsfrüherkennung zuzulassen und zu fördern. Als Alternativen stehen immunologische Blut im Stuhl Tests als moderne Diagnostika zur Verfügung. Gerade weil es sich bei diesem Test im Gegensatz zur Koloskopie um ein nicht invasives Verfahren handelt, ist der Grad der Ansprache bei den Berechtigten wesentlich höher. Trotz vieler Aufklärungsmaßnahmen und öffentlicher Diskussionen, ist das Thema Darmkrebs oft noch mit Scham und Angst behaftet. Gerade für solche Menschen, die negative Gefühle gegenüber der Vorsorgekoloskopie besitzen, stellt der neue immunologische Test eine gute Alternative dar. Der Test ist kostengünstig und einfach zu Hause durchzuführen. So können viele Menschen für die Darmkrebsfrüherkennung sensibilisiert und auch an die Vorsorgekoloskopie herangeführt werden.

Differenzierungsmerkmal: Dieser Test bedingt KEINE spezielle Diät im Vorfeld, wie dies bei vielen Mitbewerberprodukten nötig ist, und tierisches Hb interferiert auch nicht mit dem MediSmart® FOB Test.

Die Dachmarke MediSmart® of Switzerland

Die Lobeck Medical AG stellt hochwertige medizinische Messgeräte und -Systeme im Bereich der Diagnostik her und vertreibt diese global unter der geschützten Marke MediSmart® of Switzerland. Bei den hergestellten Diagnostika handelt es sich um generische Artikel (Blutzuckermessgeräte und verschiedene IVD-Schnelltests). Zur Produktdifferenzierung und um der Qualität der angebotenen Produkte Ausdruck zu verleihen, hat die Gesellschaft das Warenzeichen MediSmart® rechtlich weltweit schützen lassen.

Unter dem Warenzeichen MediSmart® of Switzerland subsumiert die Lobeck AG folgende Merkmale:

- Das Produkt wurde unter Beachtung hoher Qualitätsstandards in der Schweiz hergestellt.
- Alle Betriebe sind von den Prüfstellen Swiss Medic und TÜV Austria zertifiziert und entsprechen der Qualitätsmanagementnorm ISO 9001:2008 sowie den EN ISO 13485 Anforderungen für Medizinprodukte.

Es entspricht der Servicecharakteristik der Lobeck, für alle Produkte, die Verpackungen, Gebrauchs- und Bedienungsanweisungen, sowie die Beipackzettel in der jeweiligen Landessprache vorzuhalten, in welcher die Präparate vertrieben werden.

Alle von der Lobeck AG angebotenen und vertriebenen Produkte haben Zulassungen in den jeweiligen Ländern, in welchen die Medizinprodukte abgesetzt werden.

Markt und Wettbewerb

Wie bereits im Abschnitt "Geschäftsmodell/Strategie" dargelegt, agiert die Lobeck Medical AG in einem der volumenstärksten medizinischen Absatzmärkte. Dieser Markt ist andererseits auch von hohem Wettbewerbsdruck gekennzeichnet und von einer Marktstruktur mit marktbeherrschenden Stellungen (oligopolistisches Marktumfeld). Vor dem Hintergrund der gegebenen Marktstruktur und der Bedeutung der Lobeck in diesem Markt möchten wir argumentieren, dass der Marktanteil der Lobeck per se keine Relevanz auf den Markterfolg der Lobeck Medical AG hat.

Dennoch möchten wir nachfolgend die von Lobeck besetzten Subsegmente des medizinischen Diagnostikmarkts skizzieren, um das Unternehmen und die daraus abgeleiteten Produkt-/Marktstrategien in Perspektive zu setzen.

1. Diabetes-Markt [Diagnostika / Blutzuckermessgeräte (Heimdiagnostik - POC)]

Rationale f. Blutzuckermeßgeräte:

Der Grundstein für die Blutglukose-Selbstmessung und Überwachung wurde erstmals in der sog. ROSSO-Studie (Retrospective Study Self-Monitoring of Blood Glucose and Outcome in Patients with Type-2 Diabetes) im Jahr 2005 gelegt. Darin wurde erstmals wissenschaftlich nachgewiesen, dass die Blutzucker-Selbstkontrolle die Morbiditäts- und Mortalitätsrate von Typ-2 Diabetikern signifikant senkt. Der positive Effekt der Selbstmessung der Blutglukose (SMBG) ist dabei unabhängig vom aktuellen Therapieregime des Typ-2 Diabetikers. Grundvoraussetzung für ein erfolgreiches Management des Typs-2 Diabetes ist ein gesundheitsbewusster Lebensstil.

Demzufolge kam die Kommission der internat. Diabetes Federation (IDF) zu der Empfehlung, dass die Blutglukose-Selbstkontrolle für alle neu entdeckten Personen mit Typ-2 Diabetes als integraler Teil des Schulungsprogramms zur Verfügung gestellt werden sollte.

ROSSO-Studie des Deutschen Diabetes-Zentrums führt zur generellen Empfehlung einer Blutglukose-Selbstkontrolle bei Typ-2 Diabetes in neuen globalen Diabetes-Leitlinien.

Diese Gegebenheit löste die Notwendigkeit der Erstattungsfähigkeit von Blutzucker-Messgeräten bei den Kassen und Versicherungen gegenüber Diabetes-Patienten aus.

Patienten, die eine Blutzucker-Selbstkontrolle durchführen, können jederzeit und unmittelbar prüfen, welche Nahrungs- und Genussmittel und welche Verhaltensweisen sich günstig oder ungünstig auf ihren Blutzuckerspiegel auswirken. Dies verbessert die Compliance und stärkt die Eigenverantwortung des Patienten. Insofern ist die Blutzucker-Selbstkontrolle nicht nur ein diagnostisches Mittel, sondern auch als eine Form der psychologischen Intervention einzuordnen, die sich positiv auf den Lebensstil des Typ-2 Diabetikers auswirkt und damit die Betreuung durch den behandelnden Arzt sinnvoll ergänzt.

Diabetes Prävalenz (Weltmarkt - 2008)

Europa	35 Mio.
Nord/Süd Amerika	35 Mio.
Asien	90 Mio.
Mittlerer Osten	25 Mio.
Afrika	10 Mio.
Weltmarkt (2008)	171 Mio. bis 200 Mio.

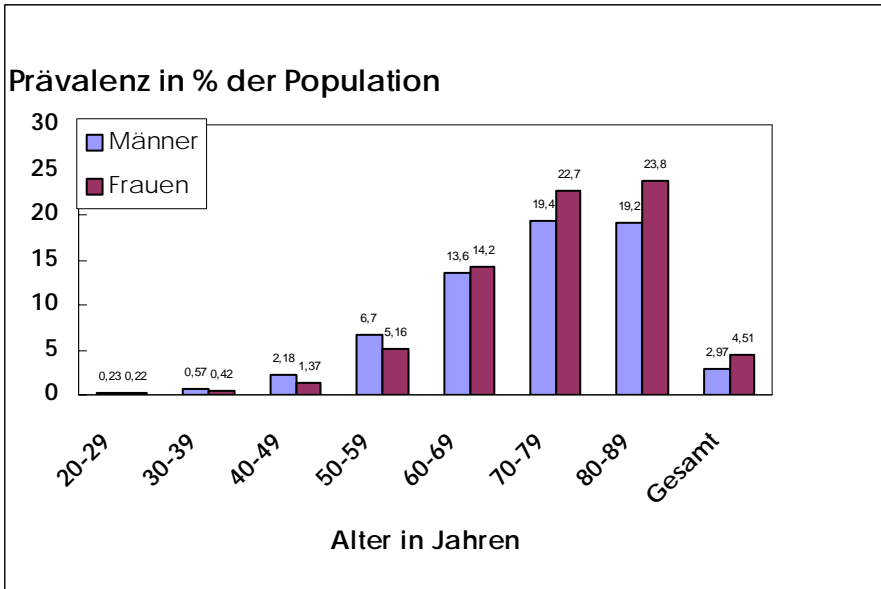
Innerhalb eines Jahrzehnts haben sich die Inzidenzraten von Diabeteserkrankungen verdoppelt. Die höchsten Inzidenzen sind heute in Indien, China, USA und in Indonesien festzustellen.

Die höchste Prävalenz ist in den hohen Altersgruppen, i.e. im Alter zwischen 70 und 90 Jahren festzustellen. Im Durchschnitt ist jeder 5. Mann und jede 4. Frau in dieser Altersgruppe Diabetiker.

Die vorliegende Demographie weist also insbesondere in Europa und in den industrialisierten Ländern auf zukünftig höhere Inzidenzraten hin.

Diabetes entwickelt sich für die Pharma- und Medizintechnikbranche neben der Krebstherapie zu einem immer wichtigeren Geschäftsfeld. Fast alle großen Firmen forschen an einer neuen Generation von Diabetesmitteln, die für viele Patienten den Einsatz von Insulin hinauszögern könnte.

Die Selbstkontrolle des Blutzuckerspiegels (POC) hat sich für den Diabetiker zumindest in den Industrieländern als eine Selbstverständlichkeit entwickelt.



Quelle: World Diabetes Foundation

Das Potenzial ist hoch, der Diabetesmarkt soll laut IMS Health allein in den großen Industrieländern mittelfristig (bis 2015) um ca. 12-15% p.a. zulegen. Das weltweite Marktvolumen beträgt rund \$ 23 Mrd. Umsatz. Zum Vergleich: Der Markt für Krebsmedikamente wird auf \$ 35 Mrd. geschätzt.

Der relevante Markt, d.h. der Markt für Monitoring-Systeme am point of care (POC) beträgt weltweit ca. € 10 Mrd.

Implikationen für die Lobeck Medical AG: Vom gesamten relevanten Markt, der zu 85% von den Marktführern Roche, Abbott et al. kontrolliert wird, bleiben für die "kleineren" Anbieter insgesamt 15%, d.h. ein relevantes Marktvolumen von rd. € 1,5 Mrd.

Gegenrechnung: Die durchschnittlichen Gesamtkosten zur Behandlung eines Diabetes Patienten Typ-2 betragen im Zeitablauf der Krankheit zwischen € 1.570 und € 4.198 p.a. Das Mittel davon liegt bei ca. € 2.885.

[Quelle und Bildmaterial: IMS Health, RedHerring oHG]

Entwicklung der Gesamtkosten - Behandlung bei Typ-2 Diabetes



Von den Behandlungskosten entfallen ca. 1% bis 3%, also im Durchschnitt 2% auf Blutzuckerselbstkontrolle, so dass durchschnittlich jedem Diabetiker € 56 p.a. an Kosten für die Blutzuckerkontrolle zugeordnet werden kann.

Bemisst man die Diabetes Prävalenz in Deutschland mit 1,2 Mio. so errechnet sich bspw. für Deutschland ein relevantes Marktvolumen i.H.v. € 70 Mio. Der Weltmarkt beträgt in dieser Rechnung bei einer Prävalenz von ca. 180 Mio. ca. € 10 Mrd.,

alleine im Diagnostik Sub-Segment Blutzucker-Selbstkontrolle.

85% des Marktes besetzen die Marktführer Roche Diagnostic et al. Für Randanbieter wie die Lobeck Medical bleibt immer noch ein Weltmarktvolumen i.H.v. ca. €1,5 Mrd. Genau um diese Marktanteile tritt die Lobeck am globalen Wettbewerb an.

2. IVD-Markt (POC, Schnelltests)

Den für die Lobeck Medical AG relevanten IVD-Markt möchten wir auf point-of-care (POC) Schnelltests begrenzen, d.h. auf IVD-Tests im OTC-Subsegment "Eigenmedikation".

Wir erachten diesen Markt insbesondere aus Gründen der Bequemlichkeit und der unmittelbaren Verfügbarkeit dieser Testverfahren als hoch interessant und selbst mittelfristig extrem wachstumsstark.

Die Verfügbarkeit von zuverlässigen Marktdaten dieses attraktiven Subsegments ist sehr begrenzt. Deshalb stellen wir an dieser Stelle eine eigene Erhebung bzw. Rechnung auf:

Ausgangsgröße des relevanten Marktes in den USA, Stand 2005: ca. \$ 480 Mio.

Wachstum: ca. 10% p.a.; Weltmarkt entspricht ca. dem 5-fachen des US-Volumens.

Unter Annahme dieser Parameter kann der spezifische Markt per heute mit einem globalen Umsatzvolumen von ca. \$3 bis \$4 Mrd. taxiert werden.

Stellen wir diesen Markt nun dem Segment Blutzucker-Selbstkontrolle mit einem Marktvolumen von € 10 Mrd. gegenüber (€ 8,5 Mrd. sind besetzt → "freier" Markt = € 1,5 Mrd.), so lässt sich daraus ableiten, dass dieser noch junge Markt aus unserer Sicht für die Lobeck Medical noch interessanter ist, als der Diabetes Markt, in welchem die Gesellschaft bereits etabliert ist.

Grund dafür ist u.E. die stärkere Fragmentierung. Dieser Markt wird nicht von wenigen großen Marktteilnehmern dominiert, wie dies beim Diabets-Markt der Fall ist.

Distribution

Wir erachten die Vertriebskraft als eines der wichtigsten betrieblichen Merkmale, die über den Erfolg/ Misserfolg der Lobeck Medical AG entscheidet. Die Gesellschaft befindet sich mit allen angebotenen Produkten im generischen Bereich der Medizintechnik, welche über die gleichen Distributionswege zum Endabnehmer gelangen.

Die Produkte aus dem Portfolio der Lobeck werden generell über die Merkmale *Qualität, Preis* und *Service* differenziert und angeboten.

Das Management der Lobeck Medical hat erkannt, dass der größte Erfolg im Export und dort insbesondere im nicht-europäischen Ausland erzielt wird.

So unterhält die Lobeck Medical zwischenzeitlich 30 Vertriebsstützpunkte weltweit und konnte bspw. in Griechenland den Vertriebspartner Lilly Pharmaserve gewinnen, der bereits Folgeaufträge placiert hat. Die regionale Umsatzverteilung der Lobeck Medical liegt derzeit mit ca. 80% im nahen, mittleren und fernen Osten, mit 10% in Südamerika und mit lediglich ca. 10% in Europa.

Auf den einzelnen Auslandsmärkten herrscht ein unterschiedliches, zum Teil erheblich abweichendes Preisgefüge. Mit einer regionalen Preisdifferenzierung kann sich die Lobeck Medical so gegenüber der übermächtigen Konkurrenz abheben und immer wieder Erfolge bei den Kunden erzielen. Dies dürfte einer der Hauptgründe sein, dass die Lobeck größeren Erfolg im Ausland hat, verglichen mit bspw. europäischen Ländern.

Dort erweist sich auch die Management Flexibilität des Unternehmens als vorteilhaft, verglichen mit den eher starren Strukturen der schwerfälligen Konzerne.

Die Abnehmer werden im fernen Ausland überwiegend über indirekte Vertriebskanäle bedient. Es ist Ziel der Lobeck Medical, mit den jeweiligen Distributoren Exklusivverträge zu vereinbaren, die jährlich neu verhandelt und überarbeitet werden. So sind derzeit ca. 30 Distributoren mit der Lobeck Medical AG unter Vertrag. Darüber hinaus behält sich das Management vor, für einzelne großvolumige Projekte einen Direktvertrieb zu organisieren.

Im Diabetes-Geschäft setzt Lobeck die hochwertigen Glucometer und den damit verbundenen Service als Kundenbindungsinstrument ein. Die Teststreifen werden im "Rasierklingenmodell" als Einwegartikel vertrieben. Diese sind ausschließlich mit den eigenen Messgeräten kompatibel.

Den Vertriebserfolg der Lobeck stellen wir auf folgende Unternehmensstärken ab:

- Hohe Qualität zum marktgerechten Preis, verbunden mit hohem Service
 - *Regionale Preis- und Produktdifferenzierung*
- Produktangebot hat ausnahmslos eine medizinische Zulassung mit ISO Zertifizierung
- Kundenbindung im Diabetes-Geschäft über hochwertige Glucometer
 - *Massengeschäft und Marge wird mit Teststreifen erzielt*
- Hohe Lieferbereitschaft / Kurze Lieferzeiten

Zielkunden der Lobeck sind die Abnehmer im POC-Markt, die insbesondere über Apotheken, Spitäler, in manchen Ländern über Supermärkte oder Krankenversicherungen erreicht werden. Diese Zwischenhändler werden i.d.R. über den exklusiv für die Lobeck Medical AG arbeitenden Distributor bedient. Auch im lukrativen Tendermarkt konnte sich Lobeck Medical in den letzten Jahren positionieren. Hierüber vergeben private Spitäler oder gar Regierungen Aufträge über einen längeren Zeitraum.

Es ist Ziel der Lobeck, pro Land, in welchem die Gesellschaft mögliche Vertriebserfolge identifiziert hat, einen exklusiv arbeitenden Vertriebspartner zu verpflichten. Eine Verdoppelung der Umsätze im 3-Jahreszeitraum von 2006 bis 2008 konnte bei der Lobeck lediglich wegen der starken Distributionsausrichtung erzielt werden. Diese selbstverständlich im Zusammenhang mit dem durchdachten Produktportfolio und einem adäquaten Produkt-Mix.

SWOT - Analyse

<p>Stärken</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Unternehmen mit starkem Focus in der Distribution ▪ Erfolge im Absatz wurden (weltweit) unter Beweis gestellt ▪ Eigene Dachmarke MediSmart® hat sich im Markt (international) etabliert ▪ geringe Kapitalbindung ▪ Geringe Abhängigkeit von einzelnen Kunden bzw. regionalen Absatzmärkten ▪ Schlanke Unternehmensstruktur ▪ Gründungsmanagement verfügt über qualifizierte Kapitalmehrheit und kann quasi als "eigentümergeführtes" Unternehmen handeln ▪ Quasi kein Fremdkapital (FK durch Eigentümer bereitgestellt) ▪ Durchgängig margenstarkes Produktportfolio 	<p>Schwächen</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Keine proprietären Produkte → lediglich "branding" generischer Medizinprodukte ▪ Keine Marktsignifikanz / Nischenanbieter ▪ Kurze Kapitalmarkthistorie des börsennotierten Unternehmens ▪ Geringe Free-Float des Aktienkapitals erschwert Handelbarkeit der Aktie ▪ Zur Notizaufnahme erfolgte keine Platzierung von Aktien, i.e. bislang wurde der Kurs der Aktie noch nicht validiert.
<p>Risiken</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Nischenanbieter - Produktmärkte werden von renommierten Pharma-Konzernen beherrscht ▪ Geringe Kapitalressourcen im Vergleich zur markt-dominierenden Konkurrenz 	<p>Chancen</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ International etablierte Absatzkanäle können für Sortimenterweiterung genutzt werden ▪ Weiteres Wachstum entfaltet hohe Fixkostendegression mit bestehender Infrastruktur

Bewertung

Die nachfolgende Unternehmensbewertung basiert auf zwei Verfahren, aus welchen wir einen fairen Unternehmenswert der Lobeck Medical ableiten:

1. In der **Kapitalmarkt Betrachtung** vergleichen wir relevante, öffentlich notierte Konkurrenzunternehmen (**peers**) der **Lobeck AG**, um hierdurch einen Bewertungsmaßstab hinsichtlich deren Umsatz- und Ertragspotentiale an unser Vergleichsunternehmen anzulegen. Zu dieser Praxis merken wir im vorliegenden Fall an, dass die verfügbaren Vergleichsunternehmen (Voraussetzung: öffentliche Notiz) hinsichtlich der Unternehmensgröße signifikant von der Lobeck AG abweichen.
2. Die Gegenrechnung (*aus Sicht des Unternehmens*) führen wir über ein **FCF-Ertragswertverfahren** (*Residualverfahren*) durch. Hierüber ermitteln wir die zukünftig jährlichen freien Cash-Flows anhand unserer eigenen dreistufigen Umsatz- und Ertragsprognosen, diskontieren diese und erhalten über die Zeitreihe den Unternehmenswert.

zu 1.) Wir haben zwei Gruppen von Vergleichsunternehmen gebildet. Eine lokale Gruppe aus der Medizintechnik, die überwiegend in der Schweiz ansässig bzw. notiert ist und eine Gruppe von Medizintechnikunternehmen, die an internationalen Finanzplätzen handeln, überwiegend jedoch in den USA, einem führenden, relevanten Markt in der Medizintechnik.

Unsere Bewertungsansätze stellen wir auf folgende Erfolgsparameter ab:

- a. Umsatzbewertung (MCap / Umsatz)
- b. Bewertung des operativen Ergebnisses (MCap / EBITDA)
- c. Relativer Aktienpreis (Kurs-Gewinn-Verhältnis) KGV

Die Ergebnismessung stellen wir auf das Prognosejahr 2010 ab, i.e. eine Rechnungsperiode in der Zukunft.

Regionale Vergleichsunternehmen

Daten vom 6. Juli 2009

Vergleichsunternehmer	Wäh- rung	Ticker/ISIN	Kurs	Anz. Aktien	MCAP	MCap/Umsatz			MCap/EBITDA			KGV		
						08	09e	10e	08	09e	10e	08	09e	10e
Nobel Biocare	CHF	CH0037851646	23,00	124,3	2.859	3,7	3,8	3,6	14,2	14,6	13,2	20,4	23,0	21,7
Straumann	CHF	CH0012280076	193,10	15,6	3.018	4,1	3,9	3,5	11,5	13,8	11,5	396,3	22,4	18,2
Sonova	CHF	CH0012549785	87,70	66,2	5.808	4,0	3,7	3,3	14,0	12,3	10,8	18,8	17,3	15,9
Ypsomed	CHF	CH0019396990	72,50	11,2	815	3,7	3,4	2,9	18,2	19,5	14,7	33,2	44,3	27,0
Galencia	CHF	CH0015536466	311,50	6,5	2.015	1,1	1,0	0,9	6,3	7,1	7,0	11,9	10,7	9,1
Oridion	CHF	IL0010837818	4,90	12,5	61	1,2	1,0	0,8	7,7	7,0	4,9	16,7	11,8	8,7
Card Guard	CHF	CH0012815459	21,65	12,8	277	2,5	1,5	1,0	14,6	6,8	4,6	47,8	12,3	8,4
Sektor Mean						2,9	2,6	2,3	12,4	11,6	9,5	77,9	20,3	15,6
Sektor Median						3,7	3,4	2,9	14,0	12,3	10,8	20,4	17,3	15,9
Lobeck Medical AG	CHF	34L	0,69	13,0	8,95	2,7	1,8	1,2	28,0	12,8	7,1	68,9	23,0	13,8
Fairer Wert pA unter Anwendung des Mittelwertes						0,74	1,01	1,29	0,30	0,62	0,92	0,78	0,61	0,78
Fairer Wert pA unter Anwendung des Medians						0,94	1,31	1,64	0,34	0,66	1,05	0,20	0,52	0,80
Minderung w./ Liquidität u. SmallCap						20%								
Fairer Wert pA unter Anwendung des Mittelwertes						0,59	0,80	1,03	0,24	0,50	0,74	0,62	0,49	0,62
Fairer Wert pA unter Anwendung des Medians						0,75	1,05	1,31	0,28	0,53	0,84	0,16	0,42	0,64

Datenquellen: Bloomberg, Datastream, Prognosen - RedHerring oHG

Als Ergebnisse verwenden wir die Resultate aus dem Median. Der Median bereinigt Extremwerte und glättet somit den Durchschnitt.

Über diese Methodik treffen wir folgende Feststellungen:

- Die in der Schweiz notierten Vergleichsunternehmen haben insgesamt höhere Bewertungen
- Umsatz: 2,9X gegenüber der internationalen Gruppe 1,8X
- Betriebsergebnis: 10,8X gegenüber der internationalen Gruppe 5,8 X
- KGV: 15,9X gegenüber internationalen Gruppe: 11,9X

Internationale Vergleichsunternehmen

Daten vom 6. Juli 2009

Vergleichsunternehmen	Ticker/ISIN	Kurs	Anz. Aktien	MCAP	MCap/Umsatz			MCap/EBITDA			KGV			
					08	09e	10e	08	09e	10e	08	09e	10e	
William Demant Holding A/S	DK0010268440	274,50	59,0	16.183	3,7	3,4	3,2	16,4	14,8	13,0	25,6	23,1	20,2	
GN Store Nord A/S	DK0010272632	20,70	208,4	4.313	1,2	1,3	1,2	17,5	18,8	11,5	N/A	N/A	25,7	
Zimmer Holdings	US98956P1021	39,92	215,1	8.587	2,4	2,4	2,2	6,6	6,5	5,8	11,2	11,7	10,6	
Stryker Corp.	US8636671013	38,30	397,2	15.211	2,1	2,0	1,7	7,1	6,7	5,7	13,9	13,3	11,9	
Smith & Nephew	US83175M2052	36,91	949,9	35.060	1,9	1,9	1,6	7,1	6,7	5,7	11,9	11,5	10,1	
Medtronic	US5850551061	56,45	1.119,3	63.184	2,7	2,5	2,2	7,6	6,8	5,8	10,9	10,0	9,1	
Beckman Coulter	US0758111092	57,38	63,4	3.635	1,4	1,4	1,2	7,0	6,5	5,5	14,8	14,0	12,8	
Becton Dickinson	US0758871091	70,38	239,5	16.858	2,2	2,1	1,9	7,7	7,0	6,3	14,5	13,1	11,9	
Sektor Mean					2,2	2,1	1,9	9,6	9,2	7,4	14,7	13,8	14,0	
Sektor Median					2,2	2,1	1,8	7,4	6,8	5,8	13,9	13,1	11,9	
Lobeck Medical AG	CHF	34L	0,69	13,0	8,95	2,7	1,8	1,2	28,0	12,8	7,1	68,9	23,0	13,8

Werte aus Internationaler Gruppe:

Fairer Wert pA unter Anwendung des Mittelwertes	0,56	0,82	1,07	0,24	0,50	0,72	0,15	0,41	0,70	0,83
Fairer Wert pA unter Anwendung des Medians	0,55	0,79	1,02	0,18	0,36	0,56	0,14	0,39	0,60	0,72

Werte aus regionaler Gruppe:

Fairer Wert pA unter Anwendung des Mittelwertes	0,74	1,01	1,29	0,30	0,62	0,92	0,78	0,61	0,78	1,00
Fairer Wert pA unter Anwendung des Medians	0,94	1,31	1,64	0,34	0,66	1,05	0,20	0,52	0,80	1,16

Addition Mittelwert: (internationale + regionale Gruppe) : 2	0,65	0,91	1,18	0,27	0,56	0,82	0,46	0,51	0,74	0,91
Addition Median: (internationale + regionale Gruppe) : 2	0,74	1,05	1,33	0,26	0,51	0,80	0,17	0,46	0,70	0,94

Minderung w./ Liquidität u. SmallCap 20%

Fairer Wert pA unter Anwendung des Mittelwertes	0,52	0,73	0,95	0,22	0,45	0,66	0,37	0,41	0,59	0,73
Fairer Wert pA unter Anwendung des Medians	0,59	0,84	1,06	0,21	0,41	0,64	0,14	0,36	0,56	0,75

Datenquellen: Bloomberg, Datastream, Prognosen - RedHerring oHG

Verwendeter Wechselkurs €/CHF: 1,53

Wert aus peer Group in CHF - gleichmäßig gewichtet und gemessen an MCap/Umsatz; MCap/EBITDA und KGV:

0,75 CHF

*) MW = Durchschnitt aus der Berechnung MCap/Umsatz; MCap/EBITDA, KGV

Kurs in EURO bei Wechselkurs 1,53 €/CHF:

0,50 €

Setzen wir die Lobeck Medical und die entsprechenden Erfolgsergebnisse in Perspektive zu unseren Vergleichsunternehmen (national und international), so erhalten wir eine Bewertung für die Lobeck AG von:

CHF 1,33/Aktie gemessen am Umsatz
 CHF 0,80/Aktie gemessen am operativen Ergebnis (EBITDA)
 CHF 0,70/Aktie gemessen am relativen Kursniveau (KGV)
 CHF 2,83/Aktie : 3 = **CHF 0,94**

Den so gewonnenen Wert pro Aktie kürzen wir um 20% wegen geringer Handelsliquidität in der Lobeck-Aktie

Fairer Wert aus Bewertung CHF 0,94
 Bereinigung w./ Liquidität (./ 20%) CHF 0,19
 Fairer Wert je Aktie CHF 0,75

Fairer Wert je Aktie € 0,50 FX €/CHF: 1,53

Der faire Wert je Aktie aus der Bewertung über Vergleichsunternehmen beträgt CHF 0,75 oder € 0,50

zu 2.) Zur Bewertung des langfristigen Potentials der Lobeck AG haben wir ein dreistufiges Discounted Cash-Flow Modell (Entity Ansatz) zu Grunde gelegt. Dabei haben wir als explizite Planungsperiode den Zeitraum 2009 bis 2011 und als mittlere Wachstumsphase den Zeitraum 2012 bis 2017 unterstellt.

Unsere im DCF-Modell enthaltenen Umsatz- und Ergebnisprognosen implizieren ein weiteres Unternehmenswachstum ausgehend von 47% in 2010 und anschließend stetig abnehmend bis 2015 auf 20%

Als Diskontierungssatzes (WACC) für die zukünftigen freien Cash-Flows haben wir einen Satz von 13,4% angesetzt.

in '000 CHF	08a	09e	10e	11e	12e	13e	14e	15e	16e	17e	ab 2017e
	Basis	1	2	3	4	5	6	7	8	9	Endwert
Umsatzwachstum	0%	53%	47%	43%	30%	28%	25%	20%	15%	15%	1,5%
Umsätze	3.265,2	5.000,0	7.350,0	10.500,0	13.650,0	17.472,0	21.840,0	26.208,0	30.139,2	34.660,1	35.180,0
EBIT Marge	9,3%	12,8%	16,0%	28,9%	20,0%	20,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	15,0%
EBIT	304,6	640,0	1.177,0	3.035,0	2.730,0	3.494,4	4.804,8	5.765,8	6.630,6	7.625,2	5.277,0
Steuern	1,0	68,6	143,8	403,9	382,2	489,2	672,7	807,2	928,3	1.067,5	738,8
Ergebnis vor Zinsen	303,6	571,4	1.033,2	2.631,1	2.347,8	3.005,2	4.132,1	4.958,6	5.702,3	6.557,7	4.538,2
+ Abschreibungen	12,8	60,0	80,0	90,0	94,5	99,2	104,2	109,4	114,9	120,6	126,6
- Sachanlageinvestitionen	50,0	50,0	750,0	200,0	200,0	400,0	300,0	250,0	200,0	120,6	126,6
- Veränderung Work. C.	-251,1	371,4	347,9	466,4	475,7	485,2	494,9	475,1	456,1	437,9	420,3
= Freier CF (FCFF)	517,5	210,0	15,3	2.054,7	1.766,6	2.219,2	3.441,4	4.342,8	5.161,1	6.119,8	4.117,9
Endwert											41.490,8
WACC Berechnung											
Steuerquote	0,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
Verschuldungsgrad	10,0%	10,0%	10,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Beta	1,0	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3	1,2	1,1
Eigenkapitalkosten	11,1%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,2%	12,5%	11,8%
Fremdkapitalkosten	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Nachsteuerkosten des FK	8,0%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%
Kapitalkosten WACC	10,8%	13,2%	13,2%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	12,7%	12,1%	11,4%
Present Value Berechnung											
Present Value des FCFF		185,4	11,9	1.410,6	1.069,9	1.185,7	1.622,0	1.805,7	1.981,3	2.194,7	
Present Value des Endwertes											14.879,5
Die Bewertung											
PV des FCFF	11.467,3	43,5%									
+ PV des Endwertes	14.879,5	56,5%									
= Wert der operativen Vermögensgegenstände	26.346,9										
+ Wert Barmittel & nicht oper. Aktiva	350,0										
= Wert des Unternehmens	26.696,9										
- Fremdkapital	0,0										
= Wert des Eigenkapitals	26.696,9										
- Wert von EK Optionen =	0,0										
Bilanzieller Wert des Eigenkapitals =	26.696,9										
Wert je Aktie in CHF	2,05										
Wert je Aktie in €	1,34										
FXFX €/CHF : 1,530											

Quelle: RedHerring oHG, Prognosen in Zusammenarbeit mit der Lobeck Medical AG

Der faire Wert je Aktie aus der FCF-Berechnung beträgt CHF 2,05 oder € 1,34. Dieser Wert wird mit lediglich 56% Anteil aus dem Residualwert gewonnen, d.h. ca. 44% der Wertfindung resultiert aus den zeitlich absehbaren und erklärbaren Cash-Flows.

Bewertungsfazit

Aus der FCF-Bewertung (Unternehmersicht) lässt sich eine deutliche Unterbewertung der Lobeck Aktie erkennen. Der ermittelte FCF-Wert berücksichtigt nicht die derzeitige Kapitalmarktverfassung (Schwäche der Aktien-, insbesondere SmallCap-Märkte); wir erkennen jedoch auch aus dieser Bewertung, dass der Kapitalmarkt das zukünftig mögliche Geschäftspotential der Lobeck AG nicht ins Kalkül zieht.

Wir erachten das Ergebnis aus der FCF-Analyse und das Ergebnis, abgeleitet über die Vergleichsunternehmen als ebenbürtig und von gleicher Relevanz für unserer Bewertung. Deshalb mitteln wir die erhaltenen Ergebnisse und leiten hieraus einen fairen Wert/Aktie für die Lobeck AG i.H.v. € 0,92 ab.

- Wert aus der Kapitalmarktbewertung: € 0,50
- Wert aus der DCF-Analyse € 1,34
- Unternehmenswert: € 1,84 : 2 = €0,92 / Aktie**

Beim Kauf der Aktie sollte jedoch in Betracht gezogen werden, dass die Aktie mit einem Handelsvolumen von durchschnittlich ca. 1.500 Stück/Tag (Euro-Volumen ca. 20.000) eine geringe Handelsliquidität aufweist. Weiterhin erachten wir die Free-Float der Gattung (ex institutionelle Investoren ca. 6%; cum ca. 30%) als zu gering für ein nur kurzfristig ausgerichtetes Engagement. **Investoren sollten somit für ein Engagement in der Aktie einen Investitionszeitraum von mind. 6 bis 12 Monaten in Betracht ziehen.**

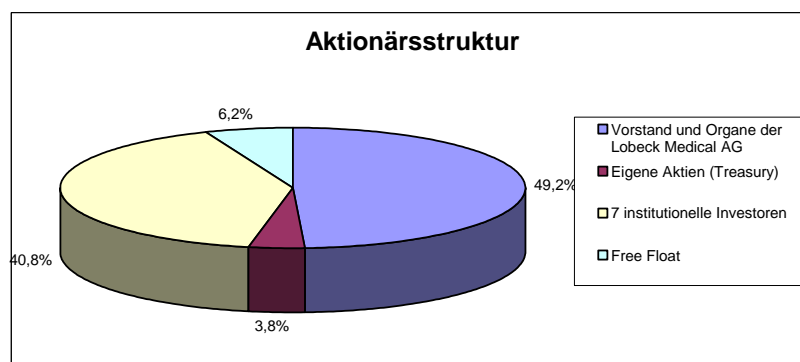
Jahresrechnung mit Planrechnung

Bilanz

Geschäftsjahr 31/12 • IFRS	2007a	2008a	2009e	2010e	2011e	2008a	2009e	2010e	2011e
Aktiva in CHF '000						% der Bilanzsumme			
Sachanlagen	35,7	88,6	78,6	748,6	858,6	3,5	2,6	16,8	11,3
Sonstiges Anlagevermögen	0,0	21,0	32,2	47,3	67,5	0,8	1,1	1,1	0,9
dav. Goodwill	0,0	21,0	0,0	0,0	0,0	0,8	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	35,7	109,6	110,8	795,9	926,1	4,3	3,6	17,9	12,2
Vorräte	105,5	281,8	431,5	634,3	906,2	11,1	14,1	14,3	11,9
Forderungen	243,8	875,5	1.340,7	1.970,8	2.815,4	34,5	43,9	44,3	37,0
Barmittel	86,8	1.256,7	1.151,8	1.017,1	2.921,8	49,6	37,7	22,9	38,4
Sonstiges Umlaufvermögen	116,4	11,8	18,1	26,6	37,9	0,5	0,6	0,6	0,5
Umlaufvermögen	552,5	2.425,8	2.942,0	3.648,7	6.681,3	95,7	96,4	82,1	87,8
Bilanzsumme	588,2	2.535,4	3.052,8	4.444,6	7.607,5	100,0	100,0	100,0	100,0
Passiva						% der Bilanzsumme			
Gezeichnetes Kapital	130,0	130,0	130,0	130,0	130,0	5,1	4,3	2,9	1,7
Kapitalrücklagen	1.342,6	2.198,5	2.198,5	2.198,5	2.198,5	86,7	72,0	49,5	28,9
Gewinnrücklagen	-1.494,0	-1.330,6	-909,2	-26,0	2.455,1	-52,5	-29,8	-0,6	32,3
Eigenkapital	-21,4	997,9	1.419,3	2.302,5	4.783,6	39,4	46,5	51,8	62,9
Anteile Konzernfremder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital inkl. Anteile Dritter	-21,4	997,9	1.419,3	2.302,5	4.783,6	39,4	46,5	51,8	62,9
Rückstellungen	78,0	87,2	133,5	196,3	280,4	3,4	4,4	4,4	3,7
dav. Pensionsrückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	531,6	1.450,3	1.500,0	1.945,8	2.543,5	57,2	49,1	43,8	33,4
Verbindlichkeiten	609,6	1.537,5	1.633,5	2.142,1	2.823,9	60,6	53,5	48,2	37,1
dav. zinstragende Verbindl.	485,8	450,0	450,0	661,5	945,0	17,7	14,7	14,9	12,4
dav. nicht zinstragende Verbindl. <1J.	45,8	1.000,3	1.050,0	1.543,5	2.205,0	39,5	34,4	34,7	29,0
Bilanzsumme	588,2	2.535,4	3.052,8	4.444,6	7.607,5	100,0	100,0	100,0	100,0

Aktionärsstruktur

Vorstand und Organe der Lobeck Medical AG	6.400.000	49,2%
Eigene Aktien (Treasury)	500.000	3,8%
7 institutionelle Investoren	5.300.000	40,8%
Free Float	800.000	6,2%
	13.000.000	100,0%



Quelle: Lobeck Medical AG; RedHerring oHG

Jahresabschlussanalyse und Diskussion der Planungsannahmen

Uns haben die beiden Jahresabschlüsse der Lobeck Medical AG zum 31.12.2007 und zum 31.12.2008 vorgelegen.

Die Steigerung der Leistung, d.h. der Verkaufserlöse, wie auch die Verbesserung des Eigenkapitalbasis sind darin evident.

Die Gesellschaft arbeitet derzeit mit einer EK-Quote von rd. 46%. Hierbei nicht berücksichtigt ist das von den Mehrheitsgesellschaftern zur Verfügung gestellte Darlehen i.H.v. CHF 450.000 welches einen quasi Eigenkapitalcharakter (kapitalersetzende Mittel) hat. Vor diesem Hintergrund ist die Lobeck Medical unseres Erachtens gut kapitalisiert. Mit Blick auf die Bonität hätte die Gesellschaft auch Zugang zu Fremdkapital, falls so gewünscht.

Der Bestand an flüssigen Mittel i.H.v. CHF 1,25 Mio. per Stichtag 31.12.2008 verleiht dem Management den Freiraum im operativen Geschäft, um den Kontrahenten gegenüber eine adäquate Verhandlungskraft darzubieten.

Die Lobeck Medical konnte die Verkaufserlöse in den vergangenen 3 Wirtschaftsjahren stetig steigern, so auch das Betriebs- und Nach-Steuerergebnis. Der Umsatz wurde in den drei letzten Geschäftsjahren mehr als verdoppelt. Auch für das aktuelle Geschäftsjahr 2009 äußert sich die Geschäftsleitung zufrieden. Bereits im Mai 2009 konnte die Lobeck Medical vermelden, dass der Auftragsbestand 2008 (CHF 3,27 Mio.) bereits übertroffen sei.

Wir gehen davon aus, dass sich die gute Auftragslage (mit nahezu krisensicheren Produkten) auch in der gesamten Erfolgsrechnung niederschlagen wird.

Vor diesem Hintergrund sind wir zuversichtlich, dass die Gesellschaft die von uns prognostizierte Jahresleistung 2009 i.H.v. ca. CHF 5,0 Mio. erreichen wird.

Auswirkungen auf die Unternehmensbewertung:

Gemessen am Ergebnis 2010 wird die Lobeck-Aktie bei derzeit € 0,52 zu einem Umsatz-Faktor von 1,2X gehandelt. Die Vergleichsbranche in der Medizintechnik (national und international) handelt im Durchschnitt mit einem Faktor von 1,8X, wobei die Spitzengruppe eher im Bereich von > 3X Umsatz zu finden ist.

Die Börsenbewertung der Lobeck Medical-Aktie i.H.v. € 0,52, aufgrund des Umsatzfaktor von 1,2X erscheint uns beim erwarteten Wachstum als zu gering. Hinsichtlich der Umsatzbewertung wäre ein fairer Börsenwert in der Gattung eher in einer Bandbreite von €1,00 bis €1,30 zu taxieren.

Vergleichsweise wird die von der YPSOMED AG im November 2008 eingegangene Beteiligung an der in 2002 gegründeten Bionime (Taiwan) bei einem Kaufpreis von CHF 6.5 Mio. für einen Anteil von 10% auf den 2,5-fachen Umsatzfaktor (bei 100% Beteiligung) taxiert.

Gewinn- und Verlustrechnung

Geschäftsjahr 31/12 • IFRS	2007a	2008a	2009e	2010e	2011e	2008a	2009e	2010e	2011e	5Y ø
in '000 CHF						Veränderungen YoY (%)				
Gesamtleistung	2.018,7	3.265,2	5.000,0	7.350,0	10.500,0	61,7	53,1	47,0	42,9	51,0
Materialaufwand	780,3	1.776,4	2.750,0	4.100,0	5.025,0	127,7	54,8	49,1	22,6	59,3
Rohertrag	1.238,4	1.488,8	2.250,0	3.250,0	5.475,0	20,2	51,1	44,4	68,5	45,0
Personalaufwand	378,4	483,2	700,0	1.050,0	1.300,0	27,7	44,9	50,0	23,8	36,1
Sonstige betriebl. Aufwendungen	393,8	688,2	850,0	943,0	1.050,0	74,8	23,5	10,9	11,3	27,8
Betriebserg. vor Abschreib. (EBITDA)	466,2	317,4	700,0	1.257,0	3.125,0	-31,9	120,5	79,6	148,6	60,9
Abschreibungen	4,4	12,8	60,0	80,0	90,0	190,9	368,8	33,3	12,5	112,7
Betriebsergebnis (EBIT)	461,8	304,6	640,0	1.177,0	3.035,0	-34,0	110,1	83,9	157,9	60,1
Finanzaufwand	370,6	139,7	150,0	150,0	150,0	-62,3	7,4	0,0	0,0	-20,2
Finanzergebnis	-370,6	-139,7	-150,0	-150,0	-150,0	-62,3	7,4	0,0	0,0	2,4
Erg. der gewöhnl. Geschäftstätigkeit	91,2	164,9	490,0	1.027,0	2.885,0	80,8	197,1	109,6	180,9	137,2
Ergebnis vor Steuern (EBT)	91,2	164,9	490,0	1.027,0	2.885,0	80,8	197,1	109,6	180,9	137,2
Ertragssteuern	4,7	1,0	68,6	143,8	403,9	-78,7	---	109,6	180,9	204,5
Ergebnis nach Steuern	86,5	163,9	421,4	883,2	2.481,1	89,5	157,1	109,6	180,9	131,4
Firmenwertabschreibungen (Goodwill)	645,2	657,9	0,0	0,0	0,0	2,0	-100,0	0,0	0,0	-100,0
Abschreibungen auf Sachanlagen	4,4	12,8	60,0	80,0	90,0	190,9	368,8	33,3	12,5	112,7
Betriebserg. v. Goodwill (EBITA)	1.107,0	962,5	640,0	1.177,0	3.035,0	-13,1	-33,5	83,9	157,9	28,7
Adj. Anzahl der Aktien	13.000	13.000	13.000	13.000	13.000	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Adj. Ergebnis/Aktie (EpA)	0,01	0,01	0,03	0,07	0,19	89,5	157,1	109,6	180,9	131,4
Adj. Erg./Aktie (EpA) ex Goodwill	0,06	0,06	0,03	0,07	0,19	12,3	-48,7	109,6	180,9	35,7
Adj. Cash Earnings (CE)/Aktie	0,01	0,01	0,04	0,07	0,20	94,4	172,4	100,1	166,9	130,6

Cash-Flow Rechnung

Geschäftsjahr 31/12 • IFRS	2007a	2008a	2009e	2010e	2011e	2008a	2009e	2010e	2011e	5Y ø
in '000 CHF						Veränderungen YoY (%)				
Adj. Ergebnis nach Steuern	86,5	163,9	421,4	883,2	2.481,1	89,5	157,1	109,6	180,9	131,4
+ Abschreibungen	4,4	12,8	60,0	80,0	90,0	190,9	368,8	33,3	12,5	112,7
+ Veränd. der langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	---
= Cash Earnings	90,9	176,7	481,4	963,2	2.571,1	94,4	172,4	100,1	166,9	130,6
- Veränderungen im Net Working Capital	-200,0	-251,1	371,4	347,9	466,4	25,6	-247,9	-6,3	34,0	-222,9
= Operating Cash Flow	290,9	427,8	110,0	615,3	2.104,7	47,1	-74,3	459,6	242,1	64,0
- Investitionen in Sachanlagen	74,0	50,0	50,0	750,0	200,0	-32,4	0,0	---	-73,3	28,2
= Freier Cash Flow	216,9	377,8	60,0	-134,7	1.904,7	74,2	-84,1	-324,6	---	72,1
- Sonstiges ((+) Invest., (-) Barm.zufl.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	---
- Dividende (Vorjahr)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	---
+ Erhöhung des gezeichneten Kapitals	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	---
- Abfluß durch Aktienrückkäufe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	---
+ Bankverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	---
= Zufluß Barm.(+)/Rück. Barm.(-)	216,9	377,8	60,0	-134,7	1.904,7	74,2	-84,1	-324,6	---	72,1

Disclaimer © 2009 Herausgeber: RedHerring oHG, Fellnerstraße 7-9, D 60322 Frankfurt/Main. Alle Rechte vorbehalten.

Obwohl die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen aus sorgfältig ausgesuchten Quellen stammen, die wir für zuverlässig und vertrauenswürdig erachten, können wir nicht für die Genauigkeit, Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen garantieren. Jede in dieser Veröffentlichung geäußerte Meinung gibt das gegenwärtige Werturteil des Autors wieder und entspricht nicht notwendigerweise der Meinung der RedHerring oHG oder deren Mitarbeiter. Die in dem Bericht wiedergegebenen Meinungen und Einschätzungen geben nur die an dem auf der ersten Seite der Studie genannten Datum vertretene Sichtweise des Analysten wieder und können ohne Ankündigung geändert werden. In dem vom Gesetz erlaubten Umfang übernehmen weder der Autor noch die RedHerring oHG irgendwelche Haftung für die Verwendung dieses Dokuments oder des Inhalts. Der Bericht dient nur zu Informationszwecken und stellt weder ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf, noch eine Anlageempfehlung zum Kauf oder Verkauf der genannten Wertpapiere dar und ist auch nicht als solches auszulegen. Privatkunden sollten sich beraten lassen und sich darüber bewusst sein, dass die Preise und Erträge von Wertpapieren ebenso fallen wie steigen können und dass in Bezug auf die zukünftige Wertentwicklung der genannten Wertpapiere keine Zusicherungen oder Garantien gegeben werden kann. Diese Veröffentlichung ist lediglich für institutionelle Anleger (QIB's) bestimmt.

Nachdruck, Weiterverbreitung sowie Veröffentlichung dieses Berichts und seines Inhalts im Ganzen oder in Teilen ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der RedHerring oHG gestattet. Mit der Annahme dieses Dokuments erklären Sie sich damit einverstanden, an die vorstehenden Bestimmungen gebunden zu sein.

Die RedHerring oHG hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Studie keine Aktien am analysierten Unternehmen.

Die vorliegende Analyse wurde als Auftrags-Research erstellt.

Weder der Analyst noch RedHerring oHG halten Anteile am analysierten Wertpapier. Die Vergütung des Analysten ist weder an eine spezifische Finanztransaktion noch an Börsenumsätze oder Vermögensverwaltungsgebühren gekoppelt. Der Verfasser dieser Studie ist Finanzanalyst.

Diese Finanzanalyse wurde vor der Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht, um die sachliche Richtigkeit sicherzustellen.

Die vorliegende Studie ist eine Initialstudie; vorausgegangene Analysen/Studien zum Emittenten wurden bisher nicht veröffentlicht:

DATUM	FAIRER WERT	KURS BEI VERÖFFENTLICHUNG
./.	N/A	./.

Die in dieser Studie angegebenen Kurse der analysierten Wertpapiere bezieht sich auf den 7.7.2009 (Schlusskurs)

Zuständige Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.