



COMPANY UPDATE

DR. KALLIWODA EQUITY RESEARCH

07 Nov. 2005

LINOS AG

Technologie / Photonics / Optik

Unverändert: **BUY**

Coverage: Seit Q3 2004

Letzter Kurs: € 10,00

Alter Fairer Wert: €12,90 Neu: € 12,65

Ereignis: Q3-Zahlen

- **Positives Ergebnis in Q3/2005**
- **Zusätzliche positive Sondereffekte**
- **Starke Umsatz-Zuwächse in 2006 ?**

Company Description

Kerngeschäft von LINOS AG sind optische Technologien (Schlüsseltechnologie Photonik). Das Produktspektrum umfasst hochwertige komplexe Objektive und optische Baugruppen. Im Segment Healthcare & Life Sciences genießt LINOS AG in den Molecular Diagnostics im Bio Research und Medizintechnik eine beeindruckende Marktstellung. Die Segmente Photography und Defense umfassen die Gebiete Kamera bzw. Sicherheitstechnik.



Figures in EUR	2002	2003	2004	2005e	2006e
EPS Dr. Kalliwoda			1,09	0,91	1,07
EPS Consensus	-1,50	-1,90	0,80	0,90	1,10
Total Revenues (mln)	73,0	73,1	89,9	83,6	91,1
net Income (adj.)	-8,8	-9,6	5,4	4,6	5,3
net cash per share	-6,3	-6,2	-4,7	-2,3	-0,3
net Cash	-31,4	-31,0	-23,5	-11,7	-1,3
Free Cash Flow	2,3	1,2	9,8	8,8	5,2
P/E	-	-5,2	9,2	11,0	9,4
P/S	-	0,68	0,56	0,60	0,55

Price (curr)	10	Shares out (mln)	5,00
52W high	12,25	6M Avrg Vol (000s)	35
52w low	3,7	Free Float (in %)	40,3
Market Cap (mln)	50,0	Geregelter Markt / Prime Standard	0,005%
ROE curr	n.m.	Reuters code	LIAG
Sales CAGR 03-09	7%	Bloomberg	LIAG
Web Page	www.linos.de	WKN	525650

Source: DR.KALLIWODA | RESEARCH



1.	GUTE Q3-ZAHLEN	3
1.1	Ergebnisse Q1/2003 bis Q3/2005	3
1.2	Unveränderte Schätzungen für Q4/2005	5
1.3	Schätzungen für 2005 bis 2009 (G&V)	6
2.	VALUATION: KURSZIEL € 12,90 (unverändert)	8
2.1	Unternehmensbewertung : DCF-Verfahren.....	8
2.2	Sensitivitätsanalyse	8
3.	WACHSTUMSTREIBER	9
4.	SWOT ANALYSIS	11
5.	CONTACT	12
6.	DISCLAIMER	13



1. GUTE Q3-ZAHLEN

LINOS AG hat ein gutes Ergebnis im dritten Quartal erreicht. Das EBIT konnte gegenüber dem Vorjahresquartal um 25,9% auf € 3,4 Mio gesteigert werden. Das EBIT auf 9-Monats-Basis beträgt € 7,2 Mio, verglichen mit € 7 Mio im Vorjahreszeitraum. Hierbei sind € 0,9 Mio für die Zuschreibung von Bauplankosten für den Neubau am Standort Regen enthalten. Die Zuschreibung kompensiert zum Teil die in Q2/2005 durchgeführte Wertberichtigung auf Bestände und Forderungen in Höhe von € 1,5 Mio, die aus der Insolvenz des LINOS-Kunden Agfa Photo GmbH resultierte.

Folgende Tabelle zeigt Details zu den Quartalszahlen.

LINOS AG : Q3/2005 und Q1-Q3/2005 im Vergleich mit Vorjahresperioden								
	2005 Q3	2004 Q3	Veränder.		2005 Q1-Q3	2004 Q1-Q3	Veränder.	
Umsatz	20,0	22,2	-9,9%	↓	60,3	66,2	-9,8%	↓
EBIT	3,4	2,7	25,9%	↑	7,2	7,0	2,8%	↑
EBT	2,9	2,0	45,0%	↑	5,3	4,7	11,3%	↑
Auftrags- Eingang	28,5	18,5	54,1%	↑	67,6	66,4	1,8%	↑

Quelle: LINOS AG; DR.KALLIWODA|RESEARCH; 2005

Wir haben unsere Gewinn-Prognose für 2005 angehoben. Basierend auf dem starken dritten Quartal heben wir das EBIT von € 8 Mio auf € 9 Mio an. Auch das EBT verändern wir für 2005 von € 5,1 Mio auf € 6,3 Mio. Der faire Wert je Aktie beträgt auf der Basis unseres DCF-Modells € 12,65. Wir beobachten den Auftragseingang der kommenden Quartale. Wir gehen von einer weiterhin erfreulichen Profitabilität des Konzerns aus und unser Rating lautet unverändert „KAUFEN“.

1.1 Die Ergebnisse Q1/2003 bis Q3/2005

Die folgende Tabelle zeigt die Quartalsergebnisse von Q1/2003 bis einschliesslich Q3/2005 (vorläufige Zahlen). In Kapitel 3 ff. sehen Sie unsere Schätzungen für Q4/2005 sowie für die kommenden Jahre bis 2009.

LINOS 2004 and 2005 (until Q3/2005): Profit & Loss (IFRS)

	Q1 2004	Q1 2003	Change to Q1 2003	Q2 2004	Q2 2003	Change to Q2 2003	Q3 2004	Q3 2003	Change to Q3 2003	Q4 2004	Q4 2003	Change to Q4 2003	Total 2004	Total 2003	Change to total 2003	Q1 2005	Q1 2004	Change to Q1 2004	Q2 2005	Q2 2004	Change to Q2 2004	Q3 2005	Q3 2004	Change to Q3 2004
Revenue	20,87	18,48	12,9%	23,18	16,74	38,5%	22,17	16,89	31,3%	21,86	18,09	20,9%	86,077	70,19	25,5%	21,167	20,865	1,5%	19,111	23,18	-17,5%	20,00	22,17	-9,8%
Changes in inventories of finished goods and work in progress	0,55	0,20	180,5%	-0,03	0,08	-132,1%	0,83	0,11	653,6%	-1,05	-0,67	56,5%	0,304	-0,29	-206,3%	0,338	0,547	-38,2%	-0,23	-0,03	824,0%	0,70	0,83	-15,6%
Production f. oth.own fixed ass.capitalized	0,17	0,30	-45,0%	0,25	0,20	28,6%	0,17	0,25	-32,3%	0,94	0,46	105,2%	1,533	1,21	26,7%	0,30	0,17	83,6%	0,64	0,25	153,6%	0,90	0,17	423,3%
Other operating income	0,32	0,26	25,0%	0,57	0,28	102,1%	0,43	0,75	-42,9%	0,52	0,69	-25,3%	1,833	1,98	-7,5%	0,372	0,32	16,3%	0,58	0,57	2,7%	0,43	0,43	0,0%
Costs of purchased materials																								
Cost of raw materials and supplies and purchased goods	-5,52	-4,69	17,8%	-5,57	-4,23	31,6%	-6,37	-4,45	43,1%	-5,12	-4,85	5,4%	-22,571	-18,22	23,9%	-5,46	-5,52	-1,2%	-4,71	-5,57	-15,4%	-4,75	-6,37	-25,4%
Cost of purchased services	-0,95	-0,75	26,7%	-0,74	-0,70	6,9%	-0,84	-0,74	13,6%	-0,73	-0,80	9,5%	-3,264	-2,99	9,2%	-0,68	-0,95	-28,9%	-0,78	-0,74	4,7%	-0,70	-0,84	-16,9%
Personnel expenses																								
Wages and salaries	-7,32	-7,84	-6,6%	-6,64	-7,42	-10,6%	-6,73	-8,45	-20,4%	-6,81	-6,04	12,7%	-27,494	-29,752	-7,6%	-6,94	-7,32	-5,2%	-6,90	-6,64	3,9%	-6,90	-6,73	2,6%
Social secur. Contribut. & oth. pension costs	-1,44	-1,60	-9,9%	-1,54	-1,63	-5,5%	-1,29	-1,54	-15,8%	-1,48	-1,38	7,7%	-5,755	-6,14	-6,3%	-1,47	-1,44	1,8%	-1,43	-1,54	-6,8%	-1,40	-1,29	8,2%
Depreciation and amortization (including goodwill)	-1,80	-2,02	-10,8%	-1,82	-2,06	-11,9%	-1,75	-2,34	-25,1%	-1,81	-3,68	-50,8%	-7,180	-10,10	-28,9%	-1,26	-1,80	-30,0%	-1,22	-1,82	-32,7%	-1,20	-1,75	-31,6%
Other operating expenses	-3,71	-3,00	23,5%	-4,54	-3,10	46,8%	-3,94	-4,20	-6,2%	-3,74	-2,64	41,7%	-15,935	-12,94	23,2%	-3,69	-3,71	-0,7%	-3,69	-4,54	-18,8%	-3,60	-3,94	-8,7%
Foreign currency gains / losses	-0,01	-0,18	-96,1%	0,01	-0,08	-115,0%	0,04	-0,07	-164,6%	0,13	-0,08	-266,3%	0,180	-0,41	-144,3%	-0,15	-0,01	2000,0%	-0,16	0,01	-1425,0%	-0,10	0,04	-338,1%
Result from operations (EBIT)	1,15	-0,85	-235,5%	3,14	-1,92	-263,2%	2,72	-3,78	-172,1%	2,73	-0,91	-400,2%	9,728	-7,45	-230,6%	2,57	1,15	124,5%	1,22	3,14	-61,3%	3,38	2,72	24,2%
Interest income	0,02	0,01	57,1%	0,03	0,06	-45,0%	0,04	0,03	37,0%	0,04	0,06	-36,6%	0,118	0,16	-3,7%	0,02	0,02	0,0%	0,02	0,03	-54,5%	0,04	0,04	0,0%
Interest expenses	-0,86	-0,71	20,8%	-0,82	-0,74	10,3%	-0,77	-0,76	1,2%	-0,65	-0,81	-19,6%	-3,133	-3,02	3,7%	-0,620	-0,86	-27,9%	-0,76	-0,82	-6,6%	-0,57	-0,77	-25,9%
Income / expenses from participations accounted at equity	0,02	0,01	125,0%	0,00	0,00	0,0%	-0,02	-0,01	-54,5%	-0,02	0,00	1900,0%	0,006	0,00	-700,0%	0,00	0,02	-100,0%	0,00	0,00	-133,3%	0,00	-0,02	-100,0%
Result before taxes on income (EBT)	0,32	-1,54	-107,3%	2,36	-2,60	-190,7%	1,97	-4,52	-143,6%	2,09	-1,66	-226,0%	6,719	-10,32	-165,1%	1,97	0,32	506,6%	0,47	2,36	-80,2%	2,85	1,97	44,5%
Taxes on income	-0,25	0,50	-149,7%	-0,69	0,90	-176,8%	-0,76	-0,10		0,50	-0,60	-183,9%	-1,292	0,70	-183,9%	-0,68	-0,250	172,4%	-0,20	-0,69	-71,5%	-0,76	-0,76	0,0%
Consolidated net result	0,07	-1,03	-1,07	1,67	-1,70	-1,98	1,21	-4,63	-126,2%	2,59	-2,26	-214,8%	5,427	-9,62	-156,4%	1,29	0,07	1621,3%	0,27	1,67	-83,8%	2,09	1,21	72,3%
Undiluted earnings per share	0,07	-1,03	-107,3%	1,67	-1,70	-198,0%	1,21	-4,63	-126,2%	2,59	-2,26	-214,8%	5,427	-9,62	-156,4%	1,291	0,075	1621,3%	0,27	1,67	-83,8%	2,09	1,21	72,3%
Shares (weighted average in the fiscal year) (in thousands)	5,00	5,00	0,0%	5,00	5,00	0,0%	5,00	5,00	0,0%	5,00	-10,00	-150,0%	5,002	5,00	0,0%	5,004	5,00	0,1%	5,00	5,00	0,0%	5,00	5,00	0,0%
Undiluted earnings per share in EUR	0,01	-0,21	-1,07	0,33	-0,34	-1,98	0,24	-0,93	-126,2%	0,52	-0,45	-214,8%	1,066	-1,92	-156,5%	0,26	0,02	1619,3%	0,05	0,33	-83,8%	0,42	0,24	72,3%
Diluted earnings per share	0,07	-1,03	-107,3%	1,67	-1,70	-198,0%	1,21	-4,63	-126,2%	2,59	-2,26	-214,8%	5,427	-9,62	-156,4%	1,29	0,075	1621,3%	0,27	1,67	-83,8%	2,09	1,21	72,3%
Consolidated net result	5,00	5,00	0,1%	5,01	5,00	0,1%	5,01	5,00	0,2%	5,01	-10,00	-150,1%	5,008	5,00	0,2%	5,010	5,004	0,1%	5,01	5,00	0,1%	5,01	5,01	0,0%
Shares (weighted average in the fiscal year) (in mln)	0,01	-0,21	-107,3%	0,33	-0,34	-197,9%	0,24	-0,93	-126,2%	0,52	-0,45	-214,6%	1,08	-1,92	-156,3%	0,26	0,015	1619,3%	0,05	0,33	-83,8%	0,42	0,24	72,3%
Diluted earnings per share in EUR																								

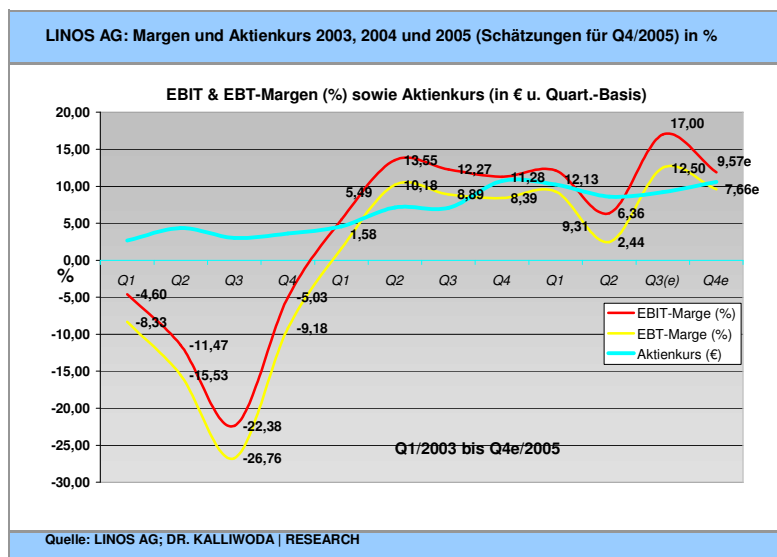
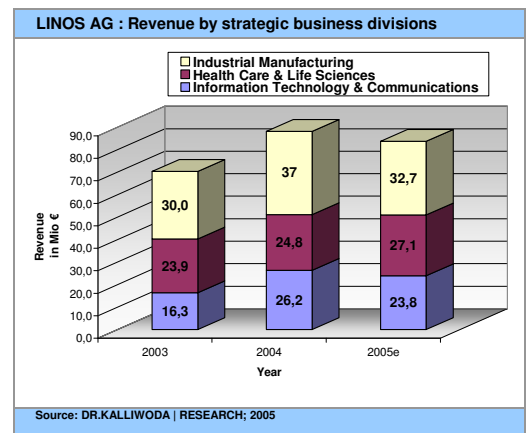
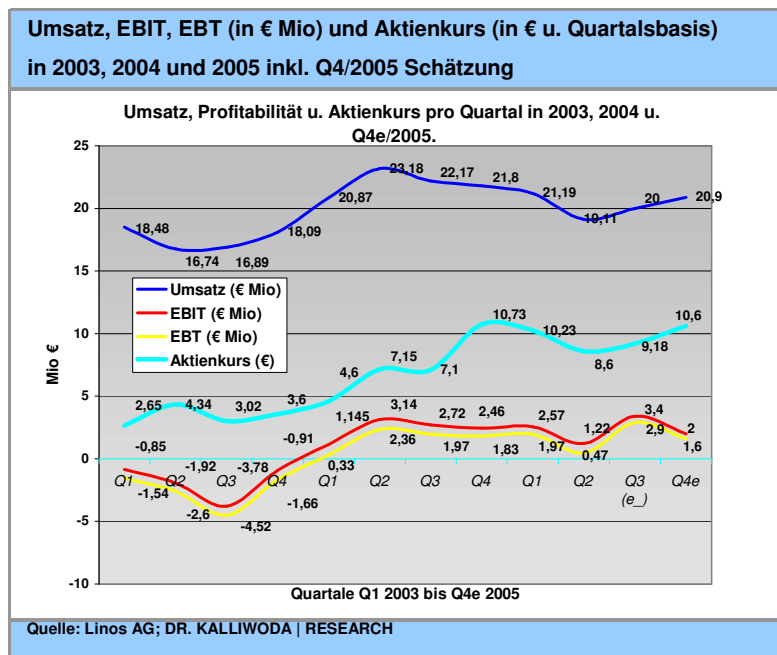
Source: LINOS AG; DR.KALLIWODA | RESEARCH





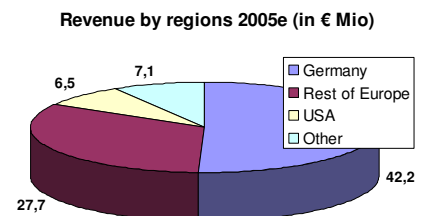
1.2 Schätzungen für Q4/2005

Im vierten Quartal 2005 schätzen wir den Umsatz auf € 20,9 Mio und gehen von einem EBIT von € 2,0 Mio und einem EBT von € 1,6 Mio aus. Die folgenden Graphiken veranschaulichen die Umsatz- und Margenentwicklung bis Q3/2005 inkl. unserer Schätzungen bis 31.12.2005. Die Umsatzentwicklung nach Geschäftsbereichen /Regionen zeigen die Abb. in der rechten Spalte.



Estimates for regions:
Total € 83,6 mill.

Source: DR.KALLIWODA | RESEARCH





1.3 Schätzungen für 2005 bis 2009 (G&V)

Von 2005 bis 2009 rechnen wir insgesamt mit einer Umsatzverbesserung von € 83,6 Mio in 2005 bis € 100,8 Mio in 2009. Wir behalten unsere Schätzungen des letzten Company Updates bei. Unsere Prognosen sind hinsichtlich der zunehmenden Auftragsbestände der LINOS AG konservativ.¹

Das EBIT in 2005 schätzen wir auf € 9 Mio mit einer kontinuierlichen Steigerung auf € 13,3 Mio in 2009.

Die folgende Abbildung zeigt die Gewinn-und-Verlust-Rechnung mit Schätzungen bis 2009.

PROFIT & LOSS LINOS AG									
€ mln									
	2002	2003	2004	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	
Revenues (incl. finished goods)	73,0	73,1	89,9	83,6	91,1	95,2	98,4	103,3	
% change	-15,8%	0,1%	23,0%	-7,0%	9,0%	4,5%	3,4%	5,0%	
COGS	-18,4	-21,2	-25,8	-23,5	-26,6	-27,8	-29,4	-32,3	
% of revenues	25%	29%	26%	24%	27%	29%	29%	30%	
Gross income	54,6	51,9	64,1	59,3	64,5	67,4	69,0	71,0	
% change	-12,2%	-4,9%	23,5%	-7,5%	8,8%	4,5%	2,5%	2,8%	
Gross margin	75%	71%	71%	71%	71%	67%	69%	71%	
Personnel expenses	-38,2	-35,9	-33,2	-30,9	-33,7	-34,4	-35,5	-37,0	
% of revenues	52%	49%	37%	37%	36%	35%	3%	36%	
S, S&A (Distr./Mark.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
% of revenues	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Other op. Income	-15,1	-12,9	-14,1	-14,5	-14,4	-14,3	-13,9	-2,5	
EBITDA	-9,2	-7,0	14,8	13,8	16,4	18,7	19,6	20,8	
% of revenues	-13%	-10%	17%	17%	18%	20%	20%	20%	
EBITDA margin	-13%	-10%	16,5%	16,5%	18,0%	19,6%	19,9%	20,1%	
EBIT	-9,2	-7,5	9,7	9,0	11,1	12,7	12,8	13,3	
% of revenues	-13%	-10%	11%	11%	12%	13%	13%	13%	
EBIT margin	-13%	-10%	9,7%	10,8%	12,2%	13,3%	13,0%	12,9%	
Financial result	-3,2	-2,9	-3,0	-2,7	-2,5	-2,2	-2,3	-0,9	
Pre tax income	-12,4	-10,3	6,7	6,3	8,2	10,5	11,2	12,4	
% of revenues	-17,0%	-14,1%	7,5%	7,6%	9,0%	11,0%	11,4%	12,0%	
Taxes	3,5	0,7	-1,3	-1,8	-2,9	-3,7	-3,9	-4,4	
Tax rate	28,6%	6,8%	19,2%	28,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	
Minorities	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Net income (Ex adj.)	-8,8	-9,6	5,4	4,6	5,3	6,8	7,3	8,1	
% of revenues	-12%	-13%	6%	5%	6%	7%	7%	8%	
Net margin	-12%	-13%	5,4%	5,5%	5,8%	7,1%	7,4%	7,8%	
# shares out (mln)	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	
EPS	-0,49	-0,53	1,09	0,91	1,07	1,36	1,46	1,62	

Quelle: DR. KALLIWODA | RESEARCH; LINOS AG

¹ Siehe unser Company Update Q2/2005 vom 04. August 2005.



1.4 Bilanz und Cashflow-Prognosen bis 2009

Die folgende Tabelle zeigt die Bilanz der LINOS AG mit unserer Schätzung bis 2009. Wir kalkulieren durch die Effizienzsteigerungen der LINOS AG mit einer kontinuierlichen Verbesserung der Bilanz.

BALANCE SHEET LINOS AG																
€ mln																
	2002	in %	2003	in %	2004	in %	2005e	in %	2006e	in %	2007e	in %	2008e	in %	2009e	in %
Intangible assets	28,6	33	25,4	33	23,8	30,4	24,1	32	23,1	31	24,5	32,45	25,8	32,8	25,0	31
(there of goodwill)	1,9	27	1,8	17	0,0	14	0,0	26	0,0	26	0,0	25,65	0,0	24,6	0,0	24
Tangible assets	18,5	21	13,4	17	11,1	14	15,3	21	18,1	24	18,3	24	18,6	24	19,7	25
Financial assets	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0
Fixed assets	49,0	55	40,7	50	34,9	45	39,4	53	41,2	55	42,8	57	44,4	56	44,7	56
Inventories	21,2	25	20,5	27	21,4	27	19,8	27	21,0	28	21,6	29	21,8	28	22,6	28
Trade debtors	10,0	12	10,0	13	12,8	16	11,2	15	11,9	16	12,3	16	12,4	16	12,8	16
Other current assets	6,4	7	6,2	8	6,1	8	5,9	8	6,2	8	6,4	8	6,4	8	6,7	8
Cash & marketable sec.	1,5	2	1,7	2	3,0	4	-1,6	-2	-5,3	-7	-7,5	-10	-6,4	-8	-6,4	-8
Current assets	39,1	45	38,3	50	43,4	55	35,3	47	33,8	45	32,8	43	43,8	44	52,0	44
Total assets	86,2	100	77,2	100	78,4	100	74,7	100	75,1	100	75,6	100	78,7	100	80,5	100
Share capital	5,0	6	5,0	7	5,0	6	5,0	6	5,0	7	5,0	5	5,0	6	5,0	6
Reserves	22,0	26	12,1	16	17,4	22	24,0	22	29,4	16	36,6	17	43,8	56	52,0	65
Minority interests	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0
Provisions	20,3	24	20,3	26	19,6	25	18,9	25	19,8	26	20,2	20	20,4	26	20,9	26
Financial liabilities	32,9	38	32,6	42	26,5	34	17,2	34	10,6	42	5,2	27	0,4	23	-6,0	24
Other liabilities	5,9	7	6,7	9	9,8	12	9,7	12	10,3	9	10,6	10	9,2	14	8,6	14
Total liabilities	59,1	69	59,7	78	55,9	71	45,8	71	40,6	78	34,0	56	29,9	38	23,5	29
Total equity and liabilities	86,2	100	76,8	100	78,4	100	74,7	100	75,1	100	75,6	100	78,7	100	80,5	100
Working capital	31		30		34,3		31,1		33		33,9		34		35	
Gearing	1,8		2,8		1,9		1,5		1,3		1,1		0,9		0,8	

Source: DR.KALLIWODA| Research, LINOS AG

Den operativen Cashflow der LINOS AG erwarten wir bei € 11 Mio für das Gesamtjahr 2005. Bei unseren Prognosen für die Operating Cash Flows bis 2009 erhalten wir eine jährliche, abdiskontierte²⁾ Wachstumsrate von 10,1 %.

CASH FLOW STATEMENT LINOS AG									
€ mln									
	2002	2003	2004	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	CAGR 18. Mai
Operating cash flow	7,5	3,1	13,0	11,0	7,2	8,3	16,4	12,7	10,1%
Cash flow from investments	-5,2	-1,8	-3,2	-2,2	-2,0	-2,6	-2,8	-2,8	
Dividend payments	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,5	-0,7	-1,0	
Cash flow from financing	-3,1	-4,3	-4,3	-9,2	-6,3	-0,5	-1,6	-0,6	
Free cash flow	2,3	1,2	9,8	8,8	5,2	5,7	13,6	9,9	

Source: DR.KALLIWODA| Research, LINOS AG

²⁾ Compound Average Growth Rate: Hier wurden die Wachstumsraten des Operating Cash-Flows auf das Jahr 2005 abdiskontiert mit dem Kapitalkostensatz von 9,2 % (WACC).



2. VALUATION: KURSZIEL € 12,65

Auf der Basis unseres dreistufigen Discount-Cash-Flow-Modells errechnen wir einen fairen Wert von € 12,65 (Marktkapitalisierung von € 63,2 Mio). **Unser Rating lautet unverändert „KAUFEN“.**

2.1 Unternehmensbewertung : DCF-Verfahren

In unserer Basis-Studie und Company-Updates erfolgte die Bewertung der LINOS AG mittels des dreistufigen Discount-Cash-Flow-Verfahrens um den inneren Wert für die Aktie zu errechnen. Wir haben dabei folgende Annahmen getroffen: Risikoloser Zins bei 3,3%; Risikoprämie bei 9 % und den Beta-Faktor in Relation zum TecDax 30 von 1,45; gewichteter Kapitalkostensatz (WACC) von 9,7%. Auf Basis dieses Kapitalkostensatzes leiten wir weiterhin einen fairen Wert für die Aktie von € 13,50 ab (bei der Annahme eines langfristigen Unternehmenswachstums von 1,0%). Folgende Tabelle zeigt die einzelnen Parameter unseres DCF-Modells.

2.2 Sensitivitätsanalyse

Eine Sensitivitätsanalyse zeigt die Variabilität unseres hergeleiteten fairen Wertes unter verschiedenen wirtschaftlichen Szenarien. Siehe hierzu untenstehende Tabellen. Ein langfristiges Wachstum von nur 0,5% halten wir für höchst unrealistisch. Wir behalten unsere Wahl von 1% als Parameter für das langfristige Wachstum der LINOS AG als defensive Annahme bei und gelangen zu einem fairen Wert von € 13,50 (Marktkapitalisierung von € 67,50 Mio).

DCF PARAMETER	
PARAMETERS	
Risk-free rate	3,3%
Risk premium	8,5%
Beta	1,45
Longterm growth rate	1,0%
Cost of equity	10,8%
Cost of debt (after Tax)	4,9%
WACC	9,2%
NET PRESENT VALUE OF FREE CASH FLOWS (Mio. EUR)	
Phase 1 (2005-2006)	11,0
Phase 2 (2007-2009)	16,0
Phase 3 (2010...terminal value)	54,4
Net debt	-18,2
Value of total equity	63,2
DCF value per share	12,65
Source: DR.KALLIWODA RESEARCH 2005	

Sensitivity analysis per share Sensitivitätsanalyse je Aktie

(EUR)	Diskontierungszinssatz				
$\beta = 1,45$	7,2%	8,2%	9,2%	10,2%	11,2%
0,0%	16	14	12	11	9
0,0%	16	14	12	11	9,334
0,5%	17	14	12	10,756	10
1,0%	17	15	12,64861	11	10
1,5%	18	15,32	13	11	10
2,0%	19,44	16	14	12	10

Source: Dr. Kalliwoda Research
Quelle: Dr. Kalliwoda Research

Sensitivity analysis: Market Capitalization Sensitivitätsanalyse: Marktkapitalisierung

(Mio. EUR)	Diskontierungszinssatz				
$\beta = 1,45$	7,2%	8,2%	9,2%	10,2%	11,2%
0,0%	80	69	60	53	47
0,0%	80	69	60	53	47
0,5%	84	71	61	54	48
1,0%	87	74	63,24	55	49
1,5%	92	77	65	57	50
2,0%	97	80	68	58	51

Source: Dr. Kalliwoda Research
Quelle: Dr. Kalliwoda Research



3. WACHSTUMSTREIBER

a) Unserer Meinung nach bleiben die Marktsegment **X-Ray-Imaging** und **Dental Technology** die „Cash Cows“ des LINOS-Geschäftssegmentes Health Care & Life Sciences. Die Life-Science-Industrie entdeckt in der Photonik neue innovative Lösungskonzepte. LINOS ist zudem Partner für Gerätehersteller in der Health Care Industrie und trägt zur Forschung und Diagnose in der Gen- und Pharmaforschung bei. Als Beispiel seien die Dentaldiagnostik, die Augenheilkunde (Ophthalmologie), die Röntgendiagnostik und Intervention genannt. Das Segment Health Care & Life Sciences erachten wir als sich stetig entwickelnd und weniger volatil als das Segment Industrial Manufacturing.



Beispiel in der Medizintechnik: HR CCD Compact (siehe Abb.).

Die HR-CCD-Kompaktkamera für die Röntgenstrahlendiagnostik besteht aus einer hoch leistungsfähigen Kombination aus Optik, Mechanik und Elektronik. Das Ergebnis ist eine modulare Abbildungseinheit, die sich speziell für die Röntgendiagnostik eignet. Dieses hoch auflösende System (High Resolution) ist prädestiniert für den Einsatz in der medizinischen Diagnostik und im technischen Röntgen. Die Elektronik basiert auf der neuesten CCD-Technologie (Charge-coupled Device, ein lichtempfindlicher Halbleiterdetektor, der unter anderem in der digitalen Fotografie verwendet wird).³ (Bild: Quelle LINOS AG).



Vergößerungs- und CCD-/Video-Objektive (siehe Abb.): Die Apo-Rodagon-D-Objektive sind für höchste Abbildungsqualität im Nahbereich konzipiert, da nahe Maßstab 1:1 auch beste normale Vergrößerungsobjektive Schwächen zeigen. Ferner werden sie auch außerhalb der Fotografie als abbildende Systeme in hochwertigen professionellen Scannergeräten eingesetzt. (Bild: Quelle LINOS AG).

³ Weitere Anwendungsbeispiele: Sogenannte CCD-Chips können sowohl für sichtbare Wellenlängen als auch für die Infrarot-, UV- und Röntgen-Bereiche hergestellt werden. Dadurch erweitert sich das Spektrum für Sonderanwendungen von 0,1 pm bis auf etwa 0,3–1 µm. Daher sind CCDs vielfältig in Naturwissenschaften und Technik verwendbar, auch für sehr lichtschwache Objekte wie in der Astronomie. Bei Videokameras ersetzen CCD-Sensoren das ältere Röhrenprinzip (Vidicon). Professionelle Fotokameras können durch Digitaltechnik mit Auflösungen von 5 bis 16 Megapixeln bereits in vielen Bereichen ersetzt werden. Eine der wichtigsten Kenngrößen zur Charakterisierung der Qualität von CCDs sind die Quantenausbeute, also die Wahrscheinlichkeit, dass ein einfallendes Lichtquant ein Photoelektron auslöst. Die Quantenausbeute von CCDs kann über 80% betragen, gegenüber 5-10% bei Fotofilmen (Quelle: Eigene Recherchen und Fraunhofer Institut).



b) LINOS AG konzentriert sich im Marktsegment **Industrial Manufacturing** auf die Laser-Sparten **Technology, Productronics, Research & Laboratories, Machine Vision** und **Metrology**. LINOS entwickelt für diese Marktsegmente hochwertige, optische, elektrooptische und optomechanische Komponenten, Module und Semiconductor Technology.⁴

c) Im Geschäftssegment IT & Communications überzeugte LINOS zuletzt durch den hohen Auftragseingang im **Defense-Segment** (siehe unsere Flashnote vom 6. Oktober; „Neuer Auftrag im 3. Quartal in Höhe von € 12 Mio“). Die unserer Meinung nach stärkste Business Unit dieses Geschäftssegmentes ist Systems Technology. Darin sind u.a. die Marktsegmente **Defense** und **Automotive** zusammengefasst. Im Marktsegment Defense entwickelt LINOS optomechanische Systeme und Bauteile für sicherheitstechnische Fragestellungen. Im Marktsegment Automotive entwickelt LINOS Lösungen, die zum einen Anwendung innerhalb von Fahrzeugen finden oder in der Fertigungstechnik des Automobilbaus eingesetzt werden.

⁴ LINOS ist Lieferant von hochwertigen Komponenten und optischen Systemen für die Halbleiterindustrie beispielsweise für ASM Lithography (Niederlande) und angrenzender Branchen. Die Marktsegmente Lithographic Production, Wafer Inspection sowie Chip Bonding & Packaging werden von LINOS-Lösungen unterstützt. Die Herstellung und Prüfung von Wafern, ICs, Feinstleiterbahnen und Elektroniksystemen werden durch optische Spezialsysteme erst ermöglicht.



4. SWOT ANALYSIS

STÄRKEN (Strengths)

Medizin-Technik	<ul style="list-style-type: none"> LINOS entwickelt sich zu einem der Technologieanbieter in der medizinischen Diagnostik, Pharmakologie u.a. als Lieferant von Baugruppen und Komplettsystemen
X-Ray Imaging	<ul style="list-style-type: none"> LINOS ist Experte für das Marktsegment X-Ray Imaging; insbesondere in den Schwellenländern besteht hohe Nachfrage nach Röntgengeräten
EBIT-Marge	<ul style="list-style-type: none"> Stetige Verbesserung der EBIT-Marge aufgrund von Kosteneinsparungen
Cash-Cows	<ul style="list-style-type: none"> Cash-Cow-Segment Health Care & Life Sciences und Information Technology & Communications kompensieren Industrial Manufacturing deutlich
Laser Processing	<ul style="list-style-type: none"> Die Marktsegmente Laser Technology und Lasermaterial Processing bleiben zuverlässige Basis für Gewinne und Cashflows
F&E	<ul style="list-style-type: none"> Cashflow-CAGR von über 10% (Schätzung bis 2009) ermöglichen Ausbau des Technologievorsprungs
Kundenbezieh.	<ul style="list-style-type: none"> Langfristig gewachsene Kundenbeziehungen

CHANCEN (Opportunities)

Neue Anwendungen	<ul style="list-style-type: none"> LINOS profitiert als einer der Technologieanbieter stark an neuen Anwendungen der Photonics
Healthcare	<ul style="list-style-type: none"> Hohe Wachstumsraten im Segment Health Care zu erwarten
Kontrakte	<ul style="list-style-type: none"> Insb. ab 2006 erwarten wir starke Impulse in den Marktsegmenten Bio Research und Molecular Diagnostics mit zahlreichen projektbezogenen Kontrakten mit einer durchschnittlichen Umsatzgröße von € 2,5 Mio
Osteuropa	<ul style="list-style-type: none"> Kosteneinsparung durch Verlagerung der Herstellungsprozesse nach Osteuropa
Standort Bayern	<ul style="list-style-type: none"> Aktueller Neubau des Produktionszentrums Optik erhöht Wettbewerbsfähigkeit der LINOS
Lichtquellen	<ul style="list-style-type: none"> Wachstum der Nachfrage nach Speicherchips, die über optische Funktionen wie Lichtquellen und Lichtwellenleiter verfügen
Digitalisierung	<ul style="list-style-type: none"> LINOS profitiert vom Trend zur Digitalisierung in der Imaging-Industrie
Computed Radiography	<ul style="list-style-type: none"> LINOS profitiert vom Wandel in der Healthcare- und Life-Sciences-Industrie: Z.B. herrschen hohe Wachstumsraten in der „Computed Radiography“ und Labor Automation für diagnostische Zwecke.

SCHWÄCHEN (Weaknesses)

Enge Nischen	<ul style="list-style-type: none"> LINOS ist teilweise in sehr engen Nischen tätig
USA u. Asien	<ul style="list-style-type: none"> LINOS hält in den USA und in Asien geringe Marktanteile

BEDROHUNGEN (Threats)

Halbleiter-Konjunktur	<ul style="list-style-type: none"> Eine für 2005 anhaltende Schwäche der Halbleiterkonjunktur belastet das Ergebnis der Sparte Industrial Manufacturing
Asien-Wettbewerb	<ul style="list-style-type: none"> Mögliche Wettbewerber aus dem asiatischen Raum
Wachstum ?	<ul style="list-style-type: none"> Begrenzt Cash für Wachstum, da zuerst Kredite zurückgeführt werden sollen
Kritische Größe	<ul style="list-style-type: none"> LINOS ist kein Weltmarktplayer; Synergien würden bei wachsenden Skaleneffekten besser greifen; neues Werk in Bayern verbessert dies



5. CONTACT

LINOS

Königsallee 23
D-37081 Göttingen
Tel. : +49 (0) 551-6935-126
Fax : +49 (0) 551-6935-120

Investors Relations:

Hubertus Dornieden
E-Mail: IR@linos.de
www.linos.de

DR. KALLIWODA | RESEARCH

Unterlindau 22
60323 Frankfurt
Tel.: 069-97205853
Fax.: 069-1330 38 52 262
Dr. Norbert Kalliwoda, CEFA-Analyst
E-Mail: research@kalliwoda.com
www.kalliwoda.com

Also view DR. KALLIWODA RESEARCH on **Bloomberg,**
Reuters,
Thomson Financials
JCF Factset and
Multex.net.



6. DISCLAIMER

Rating Key/Anlage-Rating-System:

Kaufen:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens 20 % aufweisen (BUY).
Akkumulieren:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 10% und 20% aufweisen (ACCUMULATE).
Halten:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 10% und - 10% aufweisen (HOLD).
Reduzieren:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen -10% und - 20% aufweisen (REDUCE).
Verkaufen:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens - 20 % aufweisen (SELL).

Additional Disclosure/Erklärung

DR.KALLIWODA | RESEARCH hat diese Analyse auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, genutzt. Wir arbeiten so exakt wie möglich. Wir können aber für die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen und Meinungen keine Gewährleistung übernehmen.

Diese Studie ersetzt nicht die persönliche Beratung. Diese Studie gilt nicht als Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der in dieser Studie angesprochenen Anlageinstrumente. Daher rät DR.KALLIWODA | RESEARCH sich vor einer Wertpapierdisposition an Ihren Bankberater oder Vermögensverwalter zu wenden.

Diese Studie ist in Großbritannien nur zur Verteilung bestimmt 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. Diese Studie darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Die Verteilung dieser Studie in andere internationale Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Studie gelangt, sollten sich über gegebenenfalls vorhandene Beschränkungen informieren und diese einhalten.

DR.KALLIWODA | RESEARCH sowie Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in dieser Studie erwähnten Wertpapieren oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Wertpapiere oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern.

Mögliche Interessenskonflikte

Weder DR.KALLIWODA | RESEARCH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals;
- war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt;
- hält an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals;
- hat die analysierten Wertpapiere auf Grund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut.

Ausnahme hiervon ist das Unternehmen LINOS AG; zwischen diesem Unternehmen und DR.KALLIWODA | RESEARCH bestehen vertragliche Beziehungen für die Erstellung von Research-Studien.

Durch die Annahme dieses Dokumentes akzeptiert der Leser/Empfänger die Verbindlichkeit dieses Disclaimers.



Global Disclaimer

The information and opinions in this analysis were prepared by DR.KALLIWODA | RESEARCH. The information herein is believed by DR.KALLIWODA | RESEARCH to be reliable and has been obtained from public sources believed to be reliable. With the exception of information about DR.KALLIWODA | RESEARCH, DR.KALLIWODA | RESEARCH makes no representation as to the accuracy or completeness of such information.

Opinions, estimates and projections in this report constitute the current judgement of the author as of the date of this analysis. They do not necessarily reflect the opinions, projection, forecast or estimate set forth herein, changes or subsequently becomes inaccurate, except if research on the subject company is withdrawn. Prices and availability of financial instruments also are subject to change without notice. This report is provided for informational purposes only. It is not to be construed as an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell any financial instruments or to participate in any particular trading strategy in any jurisdiction. The financial instruments discussed in this report may not be suitable for all investors and investors must make their own investment decision using their own independent advisors as they believe necessary and based upon their specific financial situations and investment objectives. If a financial instrument is denominated in a currency other than an investor's currency, a change in exchange rates may adversely affect the price or value of, or the income derived from, the financial instrument, and such investor effectively assumes currency risk. In addition, income from an investment may fluctuate and the price or value of financial instruments described in this report, either directly or indirectly, may rise or fall. Furthermore, past performance is not necessarily indicative or future results.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person for any purpose without DR.KALLIWODA|RESEARCH's prior written consent. Please cite source when quoting.