

11. April 2006

COMPANY REPORT

Coverage: Seit Q3/2004

LINOS

Sektor:
Software / Technologie

EREIGNIS: Ergebnis Geschäftsjahr 2005

Rating (alt): KAUFEN

Rating: KAUFEN

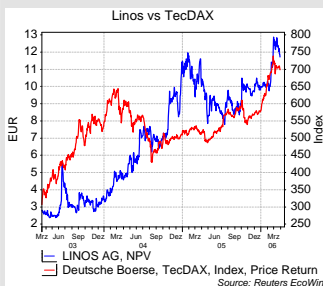
Fair Value (alt) € 12,65

Fair Value (neu) € 15,55

Letzter Preis: € 11,90

Defense + Medtech Aufträge führen zu steigenden Free Cashflows

- **Unterbewertet im Vergleich zur Peer Group**
- **Ergebnisse in line mit unseren Erwartungen**
- **Niedrige Handels-Liquidität**



SWOT

- + Industrial Manufacturing pos.
- + verbesserte Eigenkapitalquote
- + Surgery Systems und Dental-Kameras-Absatzpotential
- + Langfr. Kundenbeziehungen
- + Kosteneinsparung greift
- - Teilw. zu geringe Skaleneffekte
- - Nur geringe Marktanteile in den USA und Asien

ANALYST

Dr. Norbert Kalliwoda; CEFA
DVFA-Analyst Dipl.-Kfm.
+49 (69) 97205853
nk@kalliwoda.com
www.kalliwoda.com

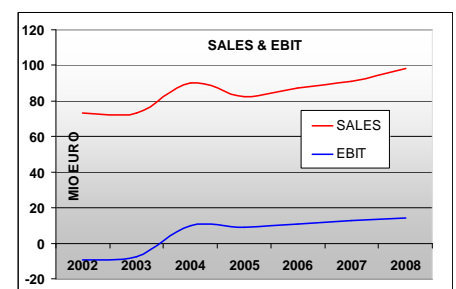
See also
Kalliwoda Recommendations
on Terminal: Bloomberg
Reuters
Thomson Financials
JCF Factset

Copyright © 2006 DR. KALLIWODA | RESEARCH

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 gute Marktstellung. Die Segmente Photography und Defense umfassen die Gebiete Kamera bzw. Sicherheitstechnik

HISTORY & ESTIMATES



Figures in EUR	2002	2003	2004	2005	2006e
EPS Dr. Kalliwoda			1,09	0,97	1,12
EPS Consensus	-1,50	-1,90	0,80	0,90	1,10
Total Revenues (mln)	73,0	73,1	89,9	82,5	87,1
net Income (adj.)	-8,8	-9,6	5,4	4,9	5,6
net cash per share	-5,7	-5,6	-4,2	-3,8	-3,4
net Cash	-31,4	-31,0	-23,1	-21,1	-18,6
Free Cash Flow	2,3	1,2	9,8	2,1	11,2
P/E	-	-6,8	12,1	10,3	11,7
P/S	-	0,90	0,73	0,67	0,75
Price (curr)	11,90				
52W high	12,95				
52w low	3,70				
Market Cap (mln)	65,55				
ROE curr	n.m.				
Sales CAGR 03-09	11%				
Web Page	www.linus.de				
Shares out (mln)					5,5
9M Avrg Vol (000s)					81
Free Floot (in %)					47,9
Geregelter Markt / Prime Standard					0,005%
Reuters code					LIAG
Bloomberg					LIAG
WKN					525650

Source: DR. KALLIWODA | RESEARCH



CONTENTS

1.	FINANCIALS	3
1.1	Die Ergebnisse 2004 und 2005 auf Quartalsbasis	4
1.2	Schätzungen für 2006 bis 2009 (G&V).....	5
1.3	Profit & Loss-Prognosen bis 2009	6
1.4	Bilanz und Cashflow-Prognosen bis 2009.....	7
2.	VALUATION.....	8
2.1	Unternehmensbewertung: DCF-Verfahren und Sensitivitätsanalyse.....	8
2.2	Peergroup-Analyse	9
3.	SWOT-ANALYSIS.....	12
4.	CONTACT	13
5.	DISCLAIMER	14



1. FINANCIALS

Der Linos AG gelang es in 2005, ihre operativen Abläufe zu verbessern. Die Insolvenz der Agfa Photo hat ein erneutes Rekordergebnis wie in 2004 verhindert. Folgende Tabelle zeigt, dass die Umsätze in 2005 im Vergleich zu 2004 um 7,3% gesunken sind. Das EBT konnte jedoch gehalten werden (lediglich -0,4%). Der Auftragseingang und der Auftragsbestand zeigen eine gute Indikation für das laufende Geschäftsjahr 2006 (Auftragseingang +4,7% und Auftragsbestand +14,9%).

LINOS AG : 2005 und 2004 im Vergleich					
			2005	2004	Veränder.
Umsatz	Euro Mio		81,70	88,10	-7,3%
EBT	Euro Mio		6,69	6,72	-0,4%
Umsatzrentabilität (EBT)		%	8,20	7,60	7,9%
Auftragseingang	Euro Mio		91,10	87,00	4,7%
Auftragsbestand	Euro Mio		71,90	62,60	14,9%
Book to Bill Rate			1,10	1,00	10,0%
Eigenkapitalquote		%	34,90	28,60	22,0%

Quelle: LINOS AG; DR.KALLIWODA | RESEARCH ; 2006

Die Tabelle auf den nächsten Seite zeigt die einzelnen Quartale von 2005 im jeweiligen Vergleich zu 2004. Aufgrund eines zu erwarteten zyklischen industriellen Wirtschaftsaufschwungs gerade in der Halbleiterindustrie erhöhen wir unsere

Gewinnschätzungen für LINOS (siehe Kapitel 1.2+1.3). Bei den Ausrüstungsinvestitionen in der Halbleiterindustrie gehen wir von einem 15%igen Wachstum gegenüber dem Jahr 2005 aus. LINOS Halbleiter-Hauptkunde ASM Lithographie erwartet z.B. zumindest für das erste Halbjahr 2006 deutlich höhere Umsätze im Vergleich zum ersten Halbjahr 2005.

Die am 4. Oktober 2005 bekannt gegebene Defense-Order in Höhe von EUR 12 Mio sollte sich auch für das laufende Jahr und für 2007 positiv auswirken.

Der Verband für Optik, Medical und mechatronischen Technologien Spectraris (Berlin) schätzt den globalen Markt für Laser und optische Komponenten auf insgesamt EUR 120 Mrd. Die Branchenbeobachter rechnen für die nächsten Jahre mit einer jährlichen Wachstumsrate von etwa 10%.

Trotzdem schätzen wir bei LINOS für das laufende Geschäftsjahr nur ein Umsatzwachstum von 5,5%, da der zuvor hohe Türkei-Umsatz (Segment IT & Communications) in 2006 nur noch zu einem restlichen Teil zu Buche schlagen wird und solche grossen Orders von ehemals EUR 30 Mio nicht in 2006 anstehen.

Wir gehen von weiteren Effizienzsteigerungen für das Geschäftsjahr 2006 aus und räumen der neuen Produktionsstätte Regen/Bayern eine für die zukünftige Gewinnentwicklung bedeutende Entwicklung bei. Die Produktion beginnt in Q2/2006 und soll die allgemeinen Produktionskosten um etwa EUR 1 Mio verringern.

Auch für 2007 erwarten wir Stärken bei der Herstellungseffizienz und sollte der in 2007 erwarteten Abkühlung des Halbleiterzyklus entgegenwirken. Die am wenigsten volatile Umsatz- und Gewinnentwicklung der LINOS AG sehen wir im Geschäftssegment Healthcare & Life Science (durchschnittlich 5% für die Jahre 2006 bis 2009). Höheres Wachstum ist zunächst im Segment Industrial Manufacturing zu vermuten, weil Wachstumsimpulse aus der Halbleiterindustrie für das Jahr 2006 zu verzeichnen sind (Segment Wafer Inspection und Laser Technology wie z.B. Laser Marking und Labelling). Als hauptsächlichen Trigger für die zukünftige LINOS-Umsatz- und Gewinnentwicklung erachten wir die Defense-Industrie (Missile Warn-System und Head-up Displays). Eine schwache Entwicklung hingegen prognostizieren wir für das Geschäftssegment Photolabor-Equipment.

Basierend auf unserem 3-stufigen Discount-Cashflow-Modell errechnen wir einen fairen Wert je Aktie von EUR 15,55 (EUR 12,65 in unserer letzten Veröffentlichung am 7. Nov. 2005.) Unser Rating lautet „KAUFEN“. Unsere Peergroup-Analyse rechtfertigt Aktienkurse von bis zu EUR 19,40 je Aktie.

1.1 Die Ergebnisse 2004 und 2005 auf Quartalsbasis

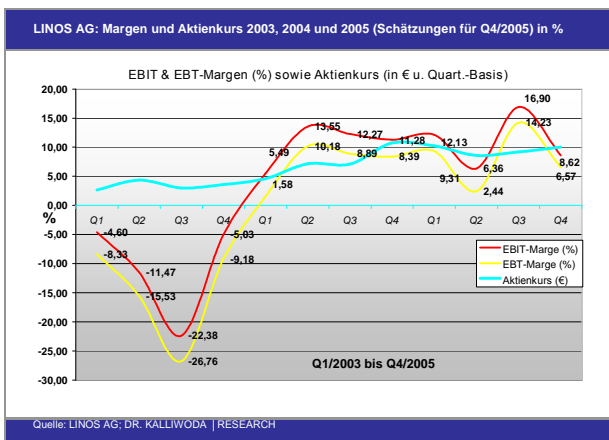
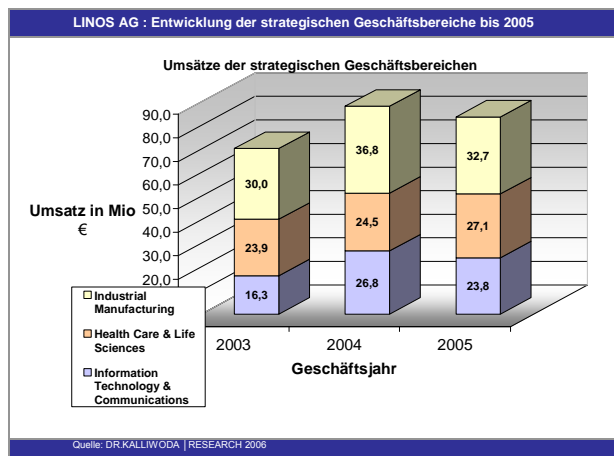
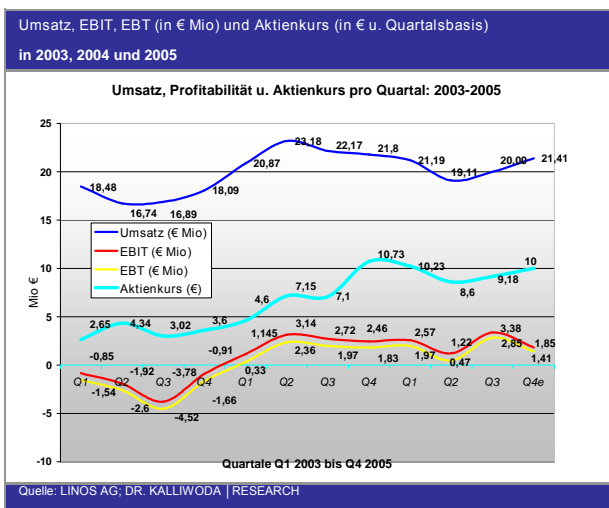
	Total 2005		Change to 2004		Total 2004		Change to 2004	
	2005	2004	2005	%	2004	2004	%	
Revenue	88,077	70,19	17,887	25.6%	88,077	88,077	-7.2%	
Changes in inventories of finished goods and work in progress	0,304	-0,29	0,594	-206.3%	-1,547	0,30	-606.9%	
Production of own fixed assets/capitalized	1,533	1,21	322	26.7%	2,392	1,33	55.4%	
Other operating income	1,853	1,98	-135	-7.5%	2,546	1,83	38.9%	
Cost of purchased materials	-22,571	-18,22	-4,351	23.9%	-19,925	-23,57	-11.7%	
Cost of raw materials and supplies and purchased goods	-3,264	-2,89	-375	12.9%	-3,106	-3,26	-4.8%	
Personnel expenses	-27,494	-29,752	2,258	-7.6%	-27,067	-27,49	-1.6%	
Wages and salaries	-5,755	-6,14	389	-6.3%	-5,508	-5,76	-4.3%	
Social security contributions and pension costs	-7,180	-10,10	2,920	-29.0%	-4,963	-7,18	-30.0%	
Depreciation and amortization (including goodwill)	-15,935	-12,34	-3,591	29.2%	-15,077	-15,94	-5.4%	
Other operating expenses	0,180	-0,41	-0,59	-144.3%	-0,432	0,18	-346.0%	
Foreign currency gains / losses	9,728	-7,45	-17,178	-208.8%	9,010	9,73	-7.4%	
Result from operations (EBIT)	0,118	0,16	-0,042	-26.3%	0,133	0,12	12.7%	
Interest income	-3,133	-3,02	-0,113	3.7%	-2,446	-3,13	-21.0%	
Interest expenses	0,006	0,00	0,006	-700.0%	-0,006	0,01	-200.0%	
Income / expenses from participations accounted at equity	6,719	-10,32	-17,039	-165.1%	6,691	6,72	-0.4%	
Result before taxes on income (EBT)	-1,292	0,70	-1,992	152.8%	-1,836	-1,29	42.1%	
Taxes on income	5,427	-9,62	-15,047	-166.4%	4,855	5,43	-10.5%	
Consolidated net result	5,427	-9,62	-15,047	-166.4%	4,855	5,43	-10.5%	
Undiluted earnings per share	5,427	-9,62	-15,047	-166.4%	4,855	5,43	-10.5%	
Consolidated net result	5,002	5,00	2	0.0%	5,006	5,00	0.1%	
Shares (weighted average in the fiscal year) (in thousands)	1,066	-1,92	-2,986	-156.5%	0,970	1,06	-16.7%	
Undiluted earnings per share in EUR	5,427	-9,62	-15,047	-166.4%	4,855	5,43	-10.5%	
Diluted earnings per share	5,008	5,00	8	0.2%	5,010	5,01	0.0%	
Consolidated net result	1,081	-1,92	-2,999	-156.3%	0,977	1,08	-10.6%	
Shares (weighted average in the fiscal year) (in million)								
Diluted earnings per share in EUR								

Source: LINOS AG/DR.KALLIWODA RESEARCH

Die nebenstehende Tabelle zeigt die letzten acht einzelnen Quartalsergebnisse.

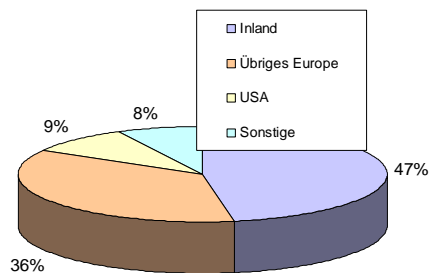
Zu 1.1 Financials

Die folgenden Graphiken veranschaulichen die Umsatz- und Gewinnmargen der letzten 3 Jahre.



Umsätze 2005: Total EUR 81,7 Mio; Aufteilung nach Regionen in %.

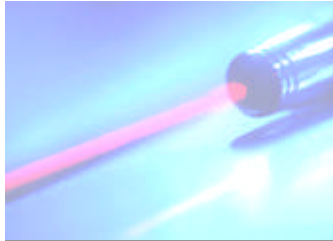
Source: LINOS AG; DR.KALLIWODA | RESEARCH



1.2 Schätzungen für 2006 bis 2009 (G&V)

Von 2006 bis 2009 rechnen wir insgesamt mit einer Umsatzverbesserung von EUR 87,1 Mio (inkl. Veränderungen des Bestands an fertigen und unfertigen Erzeugnissen, andere aktivierte Eigenleistungen und sonstigen betrieblichen Erträgen) in 2006 bis EUR 110 Mio in 2009. Linos hat ihre Produktionsabläufe stark verbessert, so dass der Break-Even bereits bei einem Umsatz von EUR 70 bis EUR 73 Mio erreicht wird. Das EBIT in 2006 schätzen wir auf EUR 10,5 Mio mit einer kontinuierlichen Steigerung auf EUR 14,2 Mio in 2009.

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



1.3 Profit & Loss-Prognosen bis 2009

PROFIT & LOSS LINOS AG								
€ mln								
	2002	2003	2004	2005	2006e	2007e	2008e	2009e
Revenues (incl. finished goods)	73,0	73,1	89,9	82,5	87,1	92,0	100,4	110,0
% change	-15,8%	0,1%	23,0%	-8,2%	5,5%	5,6%	9,1%	9,6%
COGS	-18,4	-21,2	-25,8	-23,0	-25,0	-28,0	-33,3	-39,9
% of revenues	25%	29%	26%	23%	25%	30%	30%	33%
Gross income	54,6	51,9	64,1	59,5	62,1	64,0	67,1	70,1
% change	-12,2%	-4,9%	23,5%	-7,1%	4,3%	3,0%	4,9%	4,3%
Gross margin	75%	71%	71%	72%	71%	64%	67%	70%
Personnel expenses	-38,2	-35,9	-33,2	-32,6	-33,9	-34,5	-35,2	-36,7
% of revenues	52%	49%	37%	39%	38%	37%	6%	34%
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	-12,5	-12,4	-13,2	-11,4	-7,0
EBITDA	-9,2	-7,0	14,8	14,4	15,8	16,3	17,5	20,0
% of revenues	-13%	-10%	17%	17%	18%	18%	17%	18%
EBITDA margin	-13%	-10%	16,5%	17,5%	18,2%	18,0%	18,5%	19,3%
EBIT	-9,2	-7,5	9,7	9,0	10,5	11,1	12,3	14,2
% of revenues	-13%	-10%	11%	11%	12%	12%	12%	13%
EBIT margin	-13%	-10%	9,7%	10,9%	12,1%	12,0%	12,2%	12,9%
Financial result	-3,2	-2,9	-3,0	-2,3	-1,6	-1,5	-1,6	-1,1
Pre tax income	-12,4	-10,3	6,7	6,7	8,6	9,6	10,7	13,2
% of revenues	-17,0%	-14,1%	7,5%	8,1%	9,9%	10,4%	10,6%	12,0%
Taxes	3,5	0,7	-1,3	-1,8	-3,0	-3,4	-3,7	-4,6
Tax rate	28,6%	6,8%	19,2%	27,4%	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	4,9	5,6	6,2	6,9	8,6
% of revenues	-12%	-13%	6%	6%	6%	7%	7%	8%
Net margin	-12%	-13%	5,4%	5,9%	6,4%	6,8%	6,9%	7,8%
# shares out (mln)	5,00	5,00	5,00	5,00	5,5	5,5	5,5	5,5
EPS	-0,49	-0,53	1,09	0,97	1,12	1,24	1,39	1,71

Quelle: DR. KALLIWODA | RESEARCH; LINOS AG



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 und Verbesserung der operativen Cashflows der LINOS AG mit einer kontinuierlichen Verbesserung der Bilanz. Allerdings ist der Goodwill Anteil gemessen am Shareholder Equity mit 60 % noch relativ hoch. Am 13. Januar hat LINOS eine 10%ige Kapitalerhöhung zu einem Kurs von EUR 9,90 je Aktie durchgeführt und hat die Nettoverschuldung auf etwa EUR 23 Mio reduziert.

BALANCE SHEET LINOS AG																
€ mln																
	2002	in %	2003	in %	2004	in %	2005	in %	2006e	in %	2007e	in %	2008e	in %	2009e	in %
Intangible assets (+Patents & Lic.)	28,6	33	25,4	33	23,8	30,4	24,4	31	24,9	30	25,9	30,14	28,2	31,3	27,1	29
Tangible assets	18,5	21	13,4	17	11,1	14	12,2	15	16,2	19	14,8	17	14,6	16	15,3	16
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	47,1	55	38,9	50	34,9	45	36,6	46	41,1	49	40,7	47	42,8	48	42,5	45
Inventories	21,2	25	20,5	27	21,4	27	20,2	26	20,9	25	21,7	25	23,0	26	24,5	26
Trade debtors	10,0	12	10,0	13	12,4	16	15,4	19	11,4	14	12,8	15	13,6	15	15,0	16
Other current assets	6,4	7	6,2	8	6,1	8	5,6	7	5,8	7	6,0	7	6,4	7	6,8	7
Cash & marketable sec.	1,5	2	1,7	2	3,5	4	1,2	1	4,5	5	4,5	5	4,2	5	6,1	6
Current assets	39,1	45	38,3	50	43,4	55	42,3	54	42,6	51	45,0	53	46,3	52	54,9	55
Total assets	86,2	100	77,2	100	78,4	100	78,9	100	83,7	100	85,8	100	90,1	100	94,8	100
Share capital	5,0	6	5,0	7	5,0	6	5,0	6	5,5	7	5,5	5	5,5	6	5,5	6
Reserves	22,0	26	12,1	16	17,4	22	22,5	22	33,1	16	39,4	17	46,3	51	54,9	58
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	20,0	25	20,5	26	21,1	20	22,1	25	23,2	24
Financial liabilities	32,9	38	32,6	42	26,5	34	22,3	34	15,1	42	11,9	27	7,2	25	2,6	25
Other liabilities	5,9	7	6,7	9	9,8	12	9,1	12	9,5	9	9,8	10	8,9	12	8,6	12
Total liabilities	59,1	69	59,7	78	55,9	71	51,4	71	45,1	78	40,9	56	38,3	42	34,4	36
Total equity and liabilities	86,2	100	76,8	100	78,4	100	78,9	100	83,7	100	85,8	100	90,1	100	94,8	100
Working capital	31		30		33,8		35,5		32		34,6		37		40	
Gearing	1,8		2,8		1,8		1,4		1,0		0,8		0,7		0,6	

Source: DR.KALLIWODA | RESEARCH, LINOS AG

CASH FLOW STATEMENT LINOS AG									
€ mln									
	2002	2003	2004	2005	2006e	2007e	2008e	2009e	CAGR 27. Mrz
Operating cash flow	7,5	3,1	13,0	7,8	16,5	10,4	14,6	11,1	11,0%
Cash flow from investments	-5,2	-1,8	-3,2	-5,7	-5,3	-3,1	-3,8	-2,6	
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	-4,5	-6,5	-0,3	-1,6	-0,1	
Free cash flow	2,3	1,2	9,8	2,1	11,2	7,3	10,8	8,5	

Source: DR.KALLIWODA | RESEARCH, LINOS AG



2. VALUATION

Auf der Basis unseres dreistufigen Discount-Cashflow-Modells errechnen wir einen fairen Wert von EUR 15,55 (Marktkapitalisierung von EUR 85,6 Mio). **Unser Rating lautet unverändert „KAUFEN“.**

2.1 Unternehmensbewertung : DCF-Verfahren + Sensitivitätsanalyse

In unserer Basis-Studie und Company-Updates erfolgte die Bewertung der LINOS AG mittels des dreistufigen Discount-Cashflow-Verfahrens um den inneren Wert für die Aktie zu errechnen. Wir haben dabei folgende Annahmen getroffen: Risikoloser Zins bei 3,5%; Risikoprämie bei 7,5 % und den Beta-Faktor in Relation zum TecDax 30 von 1,4; gewichteter Kapitalkostensatz (WACC) von 8,5%. Auf Basis dieses Kapitalkostensatzes leiten wir einen fairen Wert für die Aktie von EUR 15,55 ab (bei der Annahme eines langfristigen Unternehmenswachstums von 2,5%). Folgende Tabelle zeigt die einzelnen Parameter unseres DCF-Modells.

Eine Sensitivitätsanalyse zeigt die Variabilität unseres hergeleiteten fairen Wertes unter verschiedenen wirtschaftlichen Szenarien. Siehe hierzu untenstehende Tabellen. Ein langfristiges Wachstum von nur 1,5% halten wir für höchst unrealistisch, auch 2% schätzen wir als zu niedrig ein. Wir behalten unsere Wahl von 2,5% als Parameter für das langfristige Wachstum der LINOS AG als defensive Annahme bei und gelangen zu einem fairen Wert von EUR 15,55 (Marktkapitalisierung von EUR 85,58 Mio, bei 5,5 Mio Aktien).

DCF PARAMETER	
PARAMETERS	
Risk-free rate	3,5%
Risk premium	7,5%
Beta	1,40
Longterm growth rate	2,0%
Cost of equity	9,1%
Cost of debt (after Tax)	7,5%
WACC	8,5%
NET PRESENT VALUE OF FREE CASH FLOWS (Mio. EUR)	
Phase 1 (2005-2006)	0,5
Phase 2 (2007-2009)	10,2
Phase 3 (2010...terminal value)	81,4
Value of total equity	85,6
DCF value per share	15,56
Source: DR.KALLIWODA RESEARCH 2006	

Sensitivitätsanalyse je Aktie

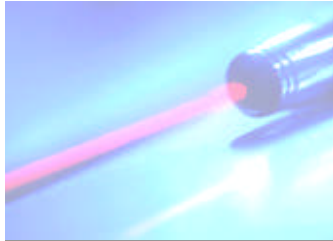
(EUR)	Diskontierungszinssatz	β = 1,4				
		6,5%	7,5%	8,5%	9,5%	10,5%
0,0%		18	15	13	11	10
langfr. Wachstum	1,5%	21	17	14	12	10,377
	2,0%	23	18	15	12,477	11
	2,5%	25	19	15,55956	13	11
	3,0%	27	20,59	16	14	11
	3,5%	30,44	22	17	14	12

Source: Dr. Kalliwoda Research

Sensitivitätsanalyse: Marktkapitalisierung

(Mio. EUR)	Diskontierungszinssatz	β = 1,4				
		6,5%	7,5%	8,5%	9,5%	10,5%
0,0%		98	82	70	61	53
langfr. Wachstum	1,5%	116	94	78	66	57
	2,0%	124	99	81	69	59
	2,5%	135	105	85,58	71	61
	3,0%	149	113	90	75	63
	3,5%	167	123	96	78	65

Source: Dr. Kalliwoda Research



2.2 PEERGROUP-ANALYSE

Linus mit ihren Wettbewerbern zu vergleichen, zeigt interessante Ergebnisse. Es gibt kaum ein Unternehmen, das ähnlich gross ist und vergleichbare Geschäftssegmente unterhält, d.h. die internationale Peer Group der industriellen Photonics-Unternehmen ist sehr heterogen.

Dies zeigt sich u.a. darin, dass einige Unternehmen eher klein und regional aufgestellt sind und nicht direkt vergleichbare Photonics-Anwendungen anbieten, andere wiederum sehr international auftreten. Bei den grossen Anbietern gibt es ernstzunehmende Anbieter, die teilweise mit einigen Photonics-Produkten im Wettbewerb mit LINOS stehen.

Im Allgemeinen kann konstatiert werden, dass sich ein Teil der Unternehmen nur auf die Herstellung von Lasern spezialisiert, während andere Unternehmen komplette Lasersysteme in industrielle Fertigungsstrassen integrieren. Wiederum sind es andere Unternehmen der Peergroup, die Hochpräzisionsoptiken fertigen, die Bestandteil eines Lasersystems sind. LINOS ist sehr stark im Segment Hochpräzisionsoptiken tätig und ermöglicht damit die Nutzung von Licht zur Generierung von Lichtsignalen und letztendlich zur Auslösung technischer und mechanischer Prozesse (z.B. Anwendung der Photonics-Optics in der Halbleiterbeschichtung). Die Heterogenität des Photonics-Marktes wird auch durch die Unternehmensformen unterstrichen (Börsennotierung, Privatbesitz oder Mischsystemen).

Die börsennotierten deutschen Photonics-Unternehmen LINOS, LPKF, Jenoptik und Rofin Sinar (Headquarter in den USA, aber starke Ausrichtung in Deutschland) haben sich überschneidende Produktsegmente und eignen sich gut für unsere Peergroup. Z.B. hat der Jenoptik Konzern seine Berechtigung als Peergroup-Mitglied, weil immerhin bald die Hälfte des Gesamtumsatzes mit dem Geschäftsfeld Photonics erzielt wird.

Sehr grosse Photonics-Unternehmen existieren in den USA. Über eine Mrd. EUR Marktkapitalisierung haben die Konzerne Coherent Inc. und Cymer Inc.. Der Konzern Coherent ist der Mutterkonzern von Lambda Physik. Wir berücksichtigen sie in unserer Bewertungsskala wegen des Unternehmensgrössenunterschiedes nicht, obgleich sie zum Teil Wettbewerber der deutschen Unternehmen sind. Zu einem grossen Teil beliefern sie dieselben Abnehmerbranchen, sind jedoch nicht in unmittelbarem Wettbewerb zueinander stehend, weil deren Photonics-Anwendungen sehr unterschiedlich sind und der Konzern primär Lasersysteme herstellt und sich um Lasersicherheit und Training kümmert. Coherent hat zudem eine stärkere Ausrichtung nach dem Halbleiter- und Telekommunikationssegment. Somit schwanken die Umsätze und Gewinne dieses Unternehmens stärker im Vergleich zu den meisten anderen Peergroup-Unternehmen.

Die Peergroup durchleuchten wir durch die Darstellung des jeweiligen Unternehmenswertes als Vielfaches von Ergebnisgrößen vor und nach Abschreibungen (EV/EBITDA, EV/EBIT) sowie in Abhängigkeit vom Umsatz (EV/SALES Multiple-Vergleiche).

Wir sind der Meinung, dass diese Gewinn- und Bewertungsgrößen für die Klassifizierung von Unternehmen geeignet sind und auch Abschreibungen berücksichtigen, um zu einer guten Vergleichbarkeit der Unternehmensergebnisse zu kommen (EV/EBIT). Die KGV-Bewertungsmethode halten wir als ein ebenfalls geeignetes Vergleichsmultiple und kommen zu ähnlichen Ergebnissen wie bei den EV-EBIT-Multiples.



Zu 2.2 PEERGROUP-ANALYSE

PEERGROUP LINOS AG										
Company	BLOOMB.	CURR	in Mio EURO Marketcap 2005	EV 2005	Umsatz 2005	Umsatz 2006e	EBITDA 05 2005	EBITDA 2006e	EBIT 2005	EBIT 2006e
LPKF	LPK	EUR	53,48	49,90	32,90	38,00	7,50	9,40	6,01	7,70
Dr. Hönle	HNL	EUR	47,08	38,50	22,20	25,50	3,50	4,20	2,95	3,48
Linios	LIA	EUR	50,00	65,70	81,70	87,10	14,40	15,80	9,01	10,50
Isra Vision	ISR	EUR	79,35	74,00	47,00	51,00	11,00	13,10	6,50	7,48
Jenoptik	JEN	EUR	432,53	526,45	1950,00	1005,00	80**	46,00	40**	27,40
Rofin Sinar	RSI	EUR	559,78	573,76	280,00	315,00	69,77	83,73	55,08	64,99
II-VI Inc	II6	EUR*	451,55	438,83	162,50	178,00	31,00	35,65	24,98	28,98
Zygo	ZYG	EUR*	164,01	204,99	91,67	115,00	30,00	34,50	20,00	23,40

* Exchange Rate US\$ in EUR
** Estimates Kalliwoda

DR.KALLIWODA | RESEARCH 2006

PEERGROUP LINOS AG									
Unternehmen	EV/Sales 2005	EV/Sales 2006e	EV/EBITDA 2005	EV/EBITDA 2006e	EV/EBIT 2005	EV/EBIT 2006e	KGV 2005	KGV 2006e	
LPKF	1,92	1,66	8,42	6,72	10,52	8,20	21,43	16,70	
Dr. Hönle	1,73	1,51	11,00	9,17	12,83	10,88	20,00	16,95	
Linios	0,80	0,75	4,56	4,16	7,29	6,26	10,31	8,93	
Isra Vision	1,57	1,45	6,73	5,65	11,38	9,90	13,31	11,58	
Jenoptik	0,27	0,52	6,58	7,38	13,16	13,94	30,84	51,18	
Rofin Sinar	2,05	1,82	8,22	6,85	10,42	8,83	17,82	15,46	
II-VI Inc	2,70	2,47	14,16	12,31	17,57	15,14	21,53	10,08	
Zygo	2,24	1,78	6,83	5,94	10,25	8,76	17,82	36,80	
Median	1,83	1,59	7,53	6,78	10,95	9,36	18,91	16,08	
Arithm average	1,66	1,50	8,31	7,27	11,68	10,24	19,13	20,96	
Linios AG	0,80	0,75	4,56	4,16	7,29	6,26	10,31	8,93	
Difference Median	1,02	0,83	2,97	2,63	3,66	3,11	8,60	7,15	
Difference Arithm.	0,86	0,74	3,75	3,11	4,39	3,98	8,82	12,03	
Potential % (Median) *	127,13	110,20	65,00	63,15	50,21	49,65	83,43	80,08	
Potential % (Arithm.)	106,54	98,35	82,19	74,88	60,15	63,63	85,58	134,74	

* LINOS AG

DR.KALLIWODA | RESEARCH 2006

Die Tabelle zeigt die höchsten Multiples bei den amerikanischen Unternehmen II-VI Inc. und Zygo. Auffällig bei den Laserunternehmen aus Übersee sind auch die hohe Liquidität in den Bilanzen sowie die geringere Verschuldung im Vergleich zu den deutschen Unternehmen. Auch daher werden für die US-amerikanischen Aktien traditionell höhere Multiples als in Deutschland bezahlt. US-amerikanische Photonics-Unternehmen sind auch stärker für die Halbleiter und Telekommunikationsbranche tätig und schwanken daher relativ stärker als die deutschen bzw. europäischen Photonics-Unternehmen.

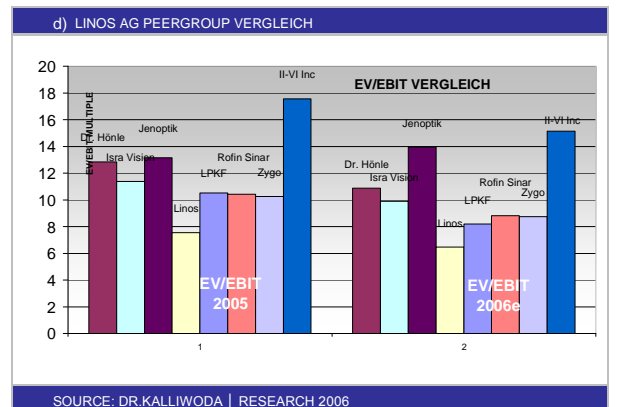
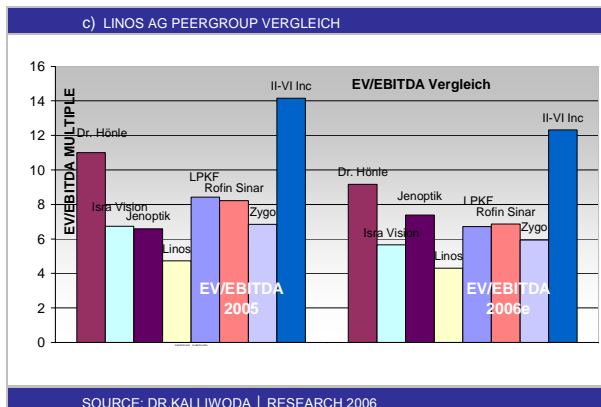
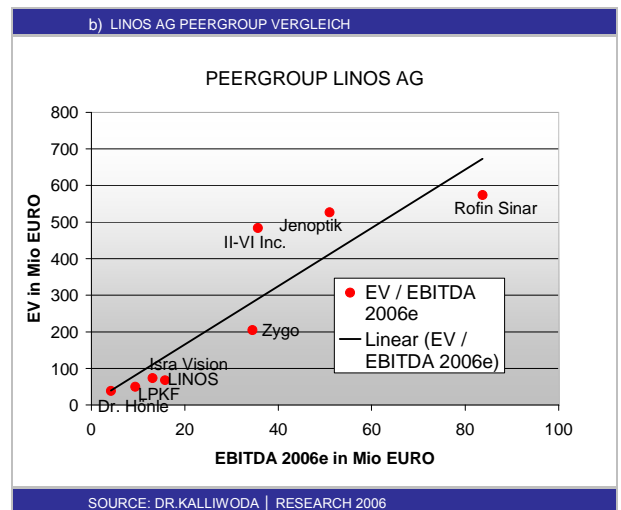
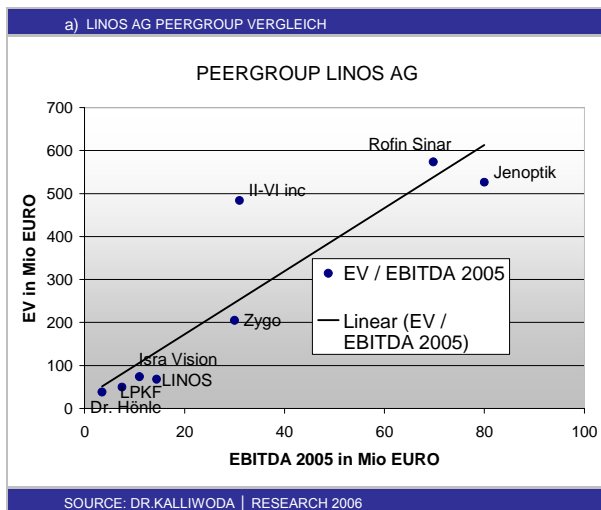
Die deutschen Photonics-Unternehmen LPKF und LINOS sowie ISRA VISION und Dr.Hönle (Photonics-Anwendungen in der Qualitätskontrolle) sind im Verhältnis zu den US-Werten günstig bewertet.

Unserer Meinung nach wird LINOS in den nächsten Jahren ein relativ moderates Umsatzwachstum haben, trotzdem hat LINOS wegen einer sich stetig verbessernden Profitabilität und Bilanz höhere Multiples verdient. Auf einer EV/EBIT 06 Basis errechnen wir gegenüber der Peergroup ein Aufwärtspotential für LINOS von 49,65%. Beim EV/Sales 2006 Multiple stellen wir sogar eine Unterbewertung von von 110,2% fest.



Zu 2.2 PEERGROUP ANALYSE

In den folgenden Graphiken a) und b) werden die Unternehmensgrößen (EV) für das Jahr 2005 und 2006 sehr stark verdeutlicht. Wir haben eine jeweils eine Trendgerade eingefügt. Unternehmen unter ihr haben niedrigere EV/EBITDA Multiples als über der Trendgeraden. Die xy-Wertepaare drücken zware die EV/EBITDA-Verhältniszahlen dar, können aber in dieser Darstellungsform nicht so deutlich ausgedrückt werden wie in den beiden Graphiken Nr. c) und Nr. d) unten (Balkendiagramme).



Ergebnis: Wir wenden zur Bewertung der LINOS AG ausschliesslich unsere DCF-Untersuchung an und gelangen zu einem fairen Wert von EUR 15,55 je Aktie. Dies ist eine konservative Betrachtung, weil unsere Peergroup-Analyse höhere Aktienkurse plausibilisiert: Auf der Basis unseres EV/EBITDA 2006e Peergroup-Vergleiches ist die LINOS AG mit 63,15% unterbewertet, was einem fairen Aktienkurs von EUR 19,41 entspräche. Das Aufwärtspotential bezüglich des EV/EBIT 2006e Peergroup-Vergleiches liegt für LINOS bei 49,65% bzw. EUR 17,8 je Aktie.

Es muss jedoch bedacht werden, dass LINOS ein geringeres Topline-Wachstum im Vergleich zu manchen Wettbewerbern zumindest in den beiden folgenden Jahren hat. Außerdem ist die Aktie meist weniger liquide als die meisten Peergroup-Mitglieder. Risiken könnten sich ferner durch eine zu teure Auslandsexpansion bzw. Unternehmensakquisition ergeben. Hauptstärke der LINOS sind die sich stetig verbessernden Cashflows. **Wir empfehlen die Aktie der LINOS AG zum KAUF mit einem Kursziel von EUR 15,55 auf Sicht von 12 Monaten.**



3. SWOT-ANALYSIS

STÄRKEN (Strengths)

Medizin-Technik	■ LINOS hat sich zu einem der Technologieanbieter in der medizinischen Diagnostik, Surgery Systems, u.a. als Lieferant von Komplettsystemen entwickelt
X-Ray Imaging	■ LINOS ist Experte für das Marktsegment X-Ray Imaging
EBIT-Marge	■ Stetige Verbesserung der EBIT-Marge aufgrund von Kosteneinsparungen
Revenues	■ Aussichtsreichste Revenue- und Cash-Cow-Segmente sind Health Care & Life Sciences und Industrial Manufacturing
Produktspektrum	■ Spezial-Know-how bei den Produkten Imaging Systems, Kameras und Laserkomponenten
F&E	■ Cashflow-CAGR von über 10% (Schätzung bis 2009) ermöglichen Ausbau margenträchtiger Photonics-Anwendungen
Kundenbezieh.	■ Langfristig gewachsene Kundenbeziehungen

CHANCEN (Opportunities)

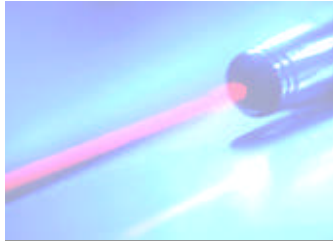
Neue Anwendungen	■ LINOS profitiert von neuen Anwendungen der Photonics wie z.B. in der Automobilindustrie und Healthcare-Industrie
Healthcare	■ Überdurchschnittliche Wachstumsraten im Segment Medtech/Health Care zu erwarten
Kontrakte	■ In den nächsten Jahren erwarten wir Impulse in den Marktsegmenten Bio Research und Molecular Diagnostics mit zahlreichen projektbezogenen Kontrakten mit einer durchschnittlichen Umsatzgröße von € 2,5 Mio
Osteuropa	■ Kosteneinsparung durch Herstellungsprozesse in Osteuropa
Standort Bayern	■ Aktueller Neubau des Produktionszentrums Optik in Regensburg sollte Wettbewerbsfähigkeit der LINOS AG erhöhen
Lichtquellen	■ Wachstum der Nachfrage nach Speicherchips, die über optische Funktionen wie Lichtquellen und Lichtwellenleiter verfügen
Digitalisierung	■ LINOS sollte weiter vom Trend der Digitalisierung in der Imaging-Industrie profitieren
Computed Radiography	■ Chance für LINOS: Es herrschen hohe Wachstumsraten in der „Computed Radiography“ und Labor Automation für diagnostische Zwecke

SCHWÄCHEN (Weaknesses)

Enge Nischen	■ LINOS ist teilweise in sehr engen Nischen tätig
USA u. Asien	■ LINOS hält in den USA und in Asien geringe Marktanteile

BEDROHUNGEN (Threats)

Halbleiter-Konjunktur	■ Eine für 2007 zu erwartende Schwäche der Halbleiterkonjunktur belastet wahrscheinlich das Ergebnis der Sparte Industrial Manufacturing
Asien-Wettbewerb	■ Mögliche Wettbewerber aus dem asiatischen Raum
Wachstum ?	■ Begrenzt Cash für Wachstum, da zuerst Kredite zurückgeführt werden sollen
Kritische Grösse	■ LINOS ist kein Weltmarktplayer; Synergien würden bei wachsenden Skaleneffekten besser greifen; neues Werk in Bayern verbessert dies



4. 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.: 069-97 20 58 53 Fax.: 069-13 30 38 52 26 2 www.kalliwoda.com
Head: Dr. Norbert Kalliwoda E-Mail: nk@kalliwoda.com	CEFA-Analyst; University of Frankfurt Economics; Dipl.-Kfm.	<u>Sectors:</u> IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials
Dr. Christoph Piechaczek E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
David Schreindorfer E-Mail: ds@kalliwoda.com	MBA, Investment Management (Candidate 2006); Univ. Frankfurt/ Univ. Iowa (US).	<u>Sectors:</u> IT/Logistics; Quantitative Modelling
Hellmut Schaarschmidt; E-Mail: hs@kalliwoda.com	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt.	<u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
Nele Rave E-Mail: nr@kalliwoda.com	Lawyer; Native Speaker, German School London	<u>Translations English</u>

Also view Sales and Earnings Estimates:

DR.KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of **Bloomberg,**
Thomson Financials ,
Reuters,
JCF Factset and on
Multex.net.



5. 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, gefertigt. 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 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.

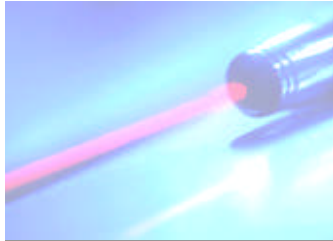
Mögliche Interessenskonflikte

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.

Nur mit dem Unternehmen LINOS AG bestehen vertragliche Beziehungen zu DR.KALLIWODA | RESEARCH für die Erstellung von Research-Studien.

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



Zu 5. 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 of 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.