

10. August 2006

COMPANY ANALYSIS

Coverage: Seit Q3/2004

LINOS

Sektor:

Technologie/ Photonik

EREIGNIS: Q2/2006 Ergebnis

Rating (alt): **KAUFEN**
Fair Value (alt): € 15,55

Rating (neu): **HOLD**
& **TAUSCH** bei Vorlage
des Übernahmeangebotes
Fair Value: € 15,55

Letzter Preis: € 15,70

Freiwilliges Übernahmeangebot

- Übernahmeangebot über EUR 16 je Aktie; LINOS wird in die Qioptiq Gruppe integriert
- Gute Halbjahreszahlen: Halbleiterindustrie sorgt für gute Auftragslage
- Gap der Unterbewertung geschlossen



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

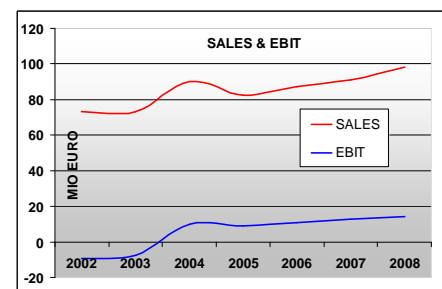
See also
Kalliwoda Recommendations
on Terminal: Bloomberg
Reuters
Thomson Financials
JCF Factset

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



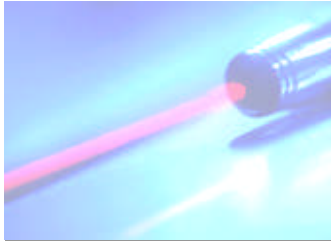
Figures in EUR	2002	2003	2004	2005	2006e
EPS Dr. Kalliwoda			1.09	0.97	1.02
EPS Consensus	-1.50	-1.90	0.80	0.90	1.10
Total Revenues (mln)	73.0	73.1	89.9	82.5	87.1
net Income (adj.) (mln)	-8.8	-9.6	5.4	4.9	5.6
net cash per share	-5.7	-5.6	-4.2	-3.8	-3.4
net Cash (mln)	-31.4	-31.0	-23.1	-21.1	-18.6
Free Cash Flow (mln)	2.3	1.2	9.8	2.1	11.2
P/E	-	-9.0	15.9	10.3	15.4
P/S	-	1.18	0.96	0.67	0.99
Price (curr)	15.70				
52W high	12.87				
52W low	7.80				
Market Cap (mln)	86.48				
ROE curr	n.m.				
Sales CAGR 03-09	11%				
Web Page	www.linos.de				
Shares out (mln)				5.5	
9M Avrg Vol (000s)				81	
Free Float (in %)				47.9	
Geregelter Markt / Prime Standard				0.005%	
Reuters code				LIAG	
Bloomberg				LIAG	
WKN				525650	

Source: DR.KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2006



CONTENTS

1.	FINANCIALS: ÜBERNAHMEANGEBOT & H1/2006 ZAHLEN	3
1.1	Übernahmeangebot der Optco Akquisitions GmbH (Qioptiq Gruppe)....	3
1.2	LINOS AG erzielt gutes Halbjahres-Ergebnis 2006	3
1.3	Schätzungen für 2006 bis 2009 (G&V)	5
1.4	Profit & Loss-Prognosen bis 2009.....	6
1.5	Bilanz und Cashflow-Prognosen bis 2009	7
2.	VALUATION	8
2.1	Unternehmensbewertung: DCF-Verfahren und Sensitivitätsanalyse	8
2.2	Peergroup-Analyse	9
3.	SEKTOR GROWTH DRIVERS.....	12
3.1	Chancen und Herausforderungen der Europäis. Photonik-Industrie ...	13
3.2	Starke Fragmentierung als Charakterzug der Photonik-Branche	13
3.3	Rekordumsätze bei der weltweiten Laserbearbeitung.....	13
3.4	LINOS AG: Marktwachstum bei Laserbeschriftung und Modulatoren für Laseranwendungen.....	13
4.	SWOT-ANALYSIS.....	14
5.	CONTACT	15
6.	DISCLAIMER.....	16



1. FINANCIALS: Übernahmeangebot & Financials Q2/2006

1.1 Übernahmeangebot der Optco Akquisitions GmbH (Qioptiq Gruppe)

Das Beteiligungsunternehmen Optco Akquisitions GmbH der Qioptiq Gruppe hat der LINOS AG am 14. Juli 2006 mitgeteilt, die Übernahme der LINOS AG anzustreben. Die Aktionäre erhalten im Rahmen eines freiwilligen Übernahmeangebotes das Angebot einer Barzahlung von EUR 16 je auf den Inhaber lautende Stückaktie der LINOS AG (ISIN DE005256507).

Bei der Optco Akquisitions GmbH handelt es sich um eine Beteiligungsgesellschaft der Qioptiq Gruppe, die speziell für diese Akquisition vorgesehen ist. Die Qioptiq Gruppe ist wiederum ein Portfoliounternehmen der Candover, einer führenden Private-Equity-Gesellschaft in Europa.

Folgende Abbildung zeigt die Qioptiq Gruppe, die aus 7 Mitgliedsunternehmen besteht.



Die Gruppe Qioptiq ist in ähnlichen Geschäftssegmenten wie die LINOS AG tätig, wie z.B. Semiconductor-, Defence-, Aerospace- und Biotechnology-Industrie. Primär werden optische Systeme entwickelt und gefertigt. Es bestehen langfristige Verträge mit internationalen Kunden, die von der Qioptiq Gruppe optische Module oder Gesamtlösungen erhalten.

Unser Rating der LINOS AG ändern wir wegen des Übernahmeangebotes und des derzeitigen Aktienkurses von EUR 15,70 auf **HOLD** und raten dem LINOS-Aktionär bei Vorlage des Angebotes gegen das Barangebot von EUR 16 je Aktie zu tauschen.

1.2 LINOS AG erzielt gutes Halbjahresergebnis 2006

LINOS AG erzielte im ersten Halbjahr 2006 einen Umsatz von EUR 43,5 Mio. und lag im Vergleich zum Vorjahreshalbjahr um 7,9% höher. Auch unsere Schätzungen für das erste Halbjahr wurden um EUR 0,5 Mio. übertroffen. Der Auftragseingang ist in H1/2006 um 27,6% gegenüber H1/2005 deutlich auf EUR 47,1 Mio. gestiegen.

Auch das operative Ergebnis (EBIT) stieg gegenüber dem Vorjahreshalbjahr um 28,2% auf EUR 4,9 Mio. Das Vorsteuerergebnis (EBT) stieg um 74,4% auf EUR 4,3 Mio., da die Zinsbelastung durch die Reduzierung von Bankverbindlichkeiten rasch abnahm. Die Eigenkapitalquote liegt bei 41,4% (32,3% in H1/2005). Die Company Guidance für das Gesamtjahr bleibt unverändert : Umsatz zwischen EUR 85 Mio. und EUR 88 Mio., EBIT zwischen EUR 9 Mio. und EUR 10,5 Mio.



Zu 1.2 Erstes Halbjahr H1/2006 Zahlen

Folgende Tabelle zeigt die H1/2006 Ergebnisse im Vergleich. Wir behalten unsere Gewinnschätzungen und

LINOS AG : H1/2006 und H1/2005 im Vergleich						
			H1/2006	H1/2005	Veränder.	
Umsatz	Euro Mio		43.50	40.30	7.9%	↑
EBIT	Euro Mio		4.85	3.79	28.2%	↑
EBT	Euro Mio		4.25	2.44	74.4%	↑
Umsatzrentabilität (EBT)	Euro %		9.78	6.05	61.6%	↑
Auftragseingang	Euro Mio		47.10	36.90	27.6%	↑
Auftragsbestand	Euro Mio		74.90	59.30	26.3%	↑
Eigenkapitalquote	%		41.40	32.30	28.2%	↑

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

unseren fairen Wert je Aktie von EUR 15,55 gegenüber unserer letzten Studie vom 26. Juni 2006 bei, auch weil der Aufschwung im Halbleitersausrüstungsgeschäft weiter anhält. Die Hersteller von Spezialmaschinen, die LINOS mit optischen Komponenten und Lösungen beliefert, erwarten ein positives Wachstum bis Mitte 2007.

Der Verband für Optik, Medical und mechatronischen Technologien Spectaris (Berlin) schätzt den globalen Markt für Laser und optische Komponenten auf insgesamt EUR 120,0 Mrd. Die Branchenbeobachter rechnen für die nächsten Jahre mit einer jährlichen Wachstumsrate von etwa 10%.

Wir gehen bei der LINOS AG 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 soll die allgemeinen Produktionskosten weiter verringern.

Basierend auf unserem 3-stufigen Discount-Cashflow-Modell errechnen wir einen fairen Wert je Aktie von EUR 15,55. Unser Rating lautet HALTEN (siehe oben). Untenstehende Tabelle visualisiert die einzelnen Quartale von 2005 im jeweiligen Vergleich zu 2004 sowie Q1 und Q2/2006.

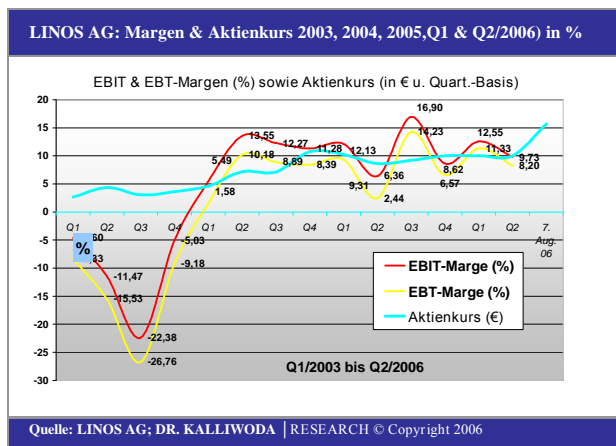
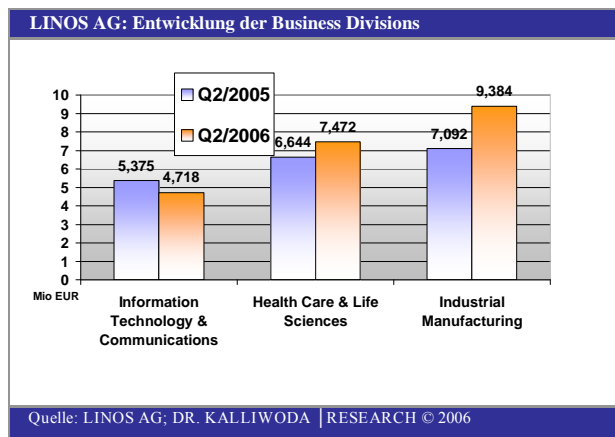
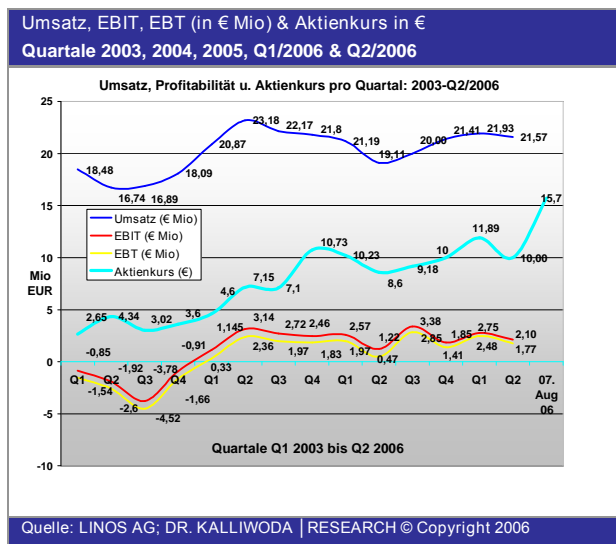
LINOS 2004, 2005, Q1 & Q2/2006: Profit & Loss (IFRS)																				
	Total 2004	Total 2005	Change to total 2004	Q1 2005	Q1 2004	Change to Q1 2004	Q2 2005	Q2 2004	Change to Q2 2004	Q3 2005	Q3 2004	Change to Q3 2004	Q4 2005	Q4 2004	Change to Q4 2004	Total 2005	Total 2004	Change to 2004	Q1 2006	Q2 2006
Revenue	88.077	70.19	25.3%	21.187	20.865	1.5%	19.11	23.18	-17.5%	20.00	22.17	-9.8%	21.41	21.86	-2.1%	81.707	88.08	-7.2%	21.93	21.57
Changes in inventories of finished goods and work in progress	0.304	-0.29	-206.3%	0.338	0.547	-38.2%	-0.23	-0.03	824.0%	0.70	0.83	-15.6%	-2.35	-1.05	124.8%	-1.547	0.30	-608.9%	1.61	1.55
Production f. othown fixed ass.capitalized	1.533	1.21	26.7%	0.30	0.17	83.6%	0.64	0.25	153.6%	0.90	0.17	423.3%	0.54	0.94	-42.8%	2.382	1.53	55.4%	0.33	0.33
Other operating income	1.833	1.98	-7.5%	0.372	0.32	16.3%	0.58	0.57	2.7%	0.43	0.43	0.0%	1.16	0.52	125.0%	2.546	1.83	38.9%	0.29	0.27
Costs of purchased materials																				
Cost of raw materials and supplies and purchased goods	-22.571	-18.22	23.9%	-5.46	-5.52	-1.2%	-4.71	-5.57	-15.4%	-4.75	-6.37	25.4%	-5.01	-5.12	-2.1%	-19.925	-22.57	-11.7%	-7.03	-6.88
Cost of purchased services	-3.264	-2.99	9.2%	-0.68	-0.95	-28.9%	-0.78	-0.74	4.7%	-0.70	-0.84	-16.9%	-0.95	-0.73	31.0%	-3.106	-3.26	-4.8%	-0.81	-0.93
Personnel expenses																				
Wages and salaries	-27.494	-29.752	-7.6%	-6.94	-7.32	-5.2%	-6.90	-6.64	3.9%	-6.90	-6.73	2.6%	-6.33	-6.81	-7.0%	-27.067	-27.49	-1.6%	-7.42	-7.28
Social secur. Contribut. & oth. pension costs	-5.755	-6.14	-6.3%	-1.47	-1.44	1.8%	-1.43	-1.54	-6.8%	-1.40	-1.29	6.2%	-1.21	-1.48	-18.5%	-5.508	-5.76	-4.3%	-1.50	-1.49
Depreciation and amortization (including goodwill)	-7.180	-10.10	-28.9%	-1.26	-1.80	-30.0%	-1.22	-1.82	-32.7%	-1.20	-1.75	-31.6%	-1.28	-1.81	-29.3%	-4.963	-7.18	-30.9%	-1.10	-1.10
Other operating expenses	-15.935	-12.94	23.2%	-3.69	-3.71	-0.7%	-3.69	-4.54	-18.8%	-3.60	-3.94	-8.7%	-4.10	-3.74	9.7%	-15.077	-15.94	-5.4%	-3.54	-3.97
Foreign currency gains / losses	0.180	-0.41	-144.3%	-0.15	-0.01	2000.0%	-0.16	0.01	-1425.0%	-0.10	0.04	-338.1%	-0.03	0.13	-119.5%	-0.432	0.18	-340.0%	0.00	0.02
Result from operations (EBIT)	9.728	-7.45	-230.6%	2.57	1.15	124.5%	1.22	3.14	-61.3%	3.38	2.72	24.2%	1.85	2.73	-32.3%	9.010	9.73	-7.4%	2.752	2.100
Interest income	0.118	0.16	-37.5%	0.02	0.02	0.0%	0.02	0.03	-54.5%	0.04	0.04	0.0%	0.06	0.03	126.9%	0.133	0.12	12.7%	0.17	0.13
Interest expenses	-3.133	-3.02	3.7%	-0.620	-0.86	-27.9%	-0.76	-0.82	-6.6%	-0.57	-0.77	-25.9%	-0.49	-0.69	-28.1%	-2.446	-3.13	-21.9%	-0.44	-0.46
Income / expenses from participations accounted at equity	0.006	0.00	-700.0%	0.00	0.02	-100.0%	0.00	0.00	-133.3%	0.00	-0.02	-100.0%	-0.01	0.00	-350.0%	-0.006	0.01	-200.0%	0.01	0.00
Result before taxes on income (EBT)	6.719	-10.32	-165.1%	1.97	0.32	506.8%	0.47	2.36	-80.2%	2.85	1.97	44.5%	1.41	2.07	-32.0%	6.691	6.72	-0.4%	2.484	1.770
Taxes on income	-1.292	0.70	-184.3%	-0.68	-0.250	172.4%	-0.20	-0.69	-71.5%	-0.76	-0.76	0.0%	-0.20	2.99	-106.7%	-1.836	-1.29	42.1%	-0.92	-0.69
Consolidated net result	5.427	-9.62	-156.4%	1.29	0.07	1621.3%	0.27	1.67	-83.8%	2.09	1.21	72.3%	1.21	2.47	-51.2%	4.855	5.43	-10.5%	1.568	1.082
Undiluted earnings per share	5.427	-9.62	-156.4%	1.291	0.075	1621.3%	0.27	1.67	-83.8%	2.09	1.21	72.3%	1.21	2.47	-51.2%	4.855	5.43	-10.5%	1.57	1.08
Shares (weighted average in the fiscal year) (in thousands)	5.002	5.00	0.0%	5.004	5.00	0.1%	5.00	5.00	0.0%	5.00	5.00	0.0%	5.01	-10.00	-150.0%	5.006	5.00	0.1%	5.44	5.51
Undiluted earnings per share in EUR	1.086	-1.92	-156.5%	0.26	0.02	1619.3%	0.05	0.33	-83.8%	0.42	0.24	72.3%	0.24	0.49	-51.4%	0.970	1.09	-10.7%	0.288	0.196
Diluted earnings per share	5.427	-9.62	-156.4%	1.29	0.075	1621.3%	0.27	1.67	-83.8%	2.09	1.21	72.3%	1.21	2.47	-51.2%	4.855	5.43	-10.5%	1.57	1.08
Consolidated net result (in mln)	5.008	5.00	0.2%	5.010	5.004	0.1%	5.01	5.00	0.1%	5.01	5.01	0.0%	5.01	5.01	0.0%	5.010	5.01	0.0%	5.44	5.51
Shares (weighted average in the fiscal year) (in mln)	1.08	-1.92	-156.3%	0.26	0.015	1619.3%	0.05	0.33	-83.8%	0.42	0.24	72.3%	0.24	0.49	-51.2%	0.97	1.09	-10.6%	0.288	0.196

Source: LINOS AG; DR.KALLIWODA | RESEARCH



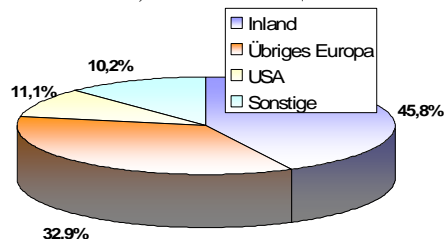
Zu 1.2 Erstes Halbjahr 2006 (bzw. Quartalsergebnisse)

Die folgenden Graphiken veranschaulichen die Umsatz- und Gewinnmargen der letzten 3 Jahre, sowie Q1+Q2 /2006.



Umsätze Q2/2006: Total EUR 21,574 Mio.;
 Aufteilung nach Regionen in %.

Quelle: LINOS AG; DR. KALLIWODA | RESEARCH



1.3 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 ca. EUR 72 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.



1.4 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	1.02	1.13	1.26	1.55	

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

Wirtschafts-Forschungsinstitute & Industrieverbände (wie z.B. Spectaris und VDMA) und Daten des Statistischen Bundesamtes und des ifo-Institutes München sowie eigene Branchenbefragungen deuten auf eine durchschnittliche Umsatzwachstumsrate der deutschen Hersteller von Lasern und optischen Komponenten von mindestens 10% pro Jahr.¹⁾

Ab 2007 sehen wir solche Umsatzwachstumsraten auch bei der LINOS AG. Entscheidend ist, dass LINOS effizienter in der Herstellung ihrer Komponenten und Systeme geworden ist. Die Spanne des Break-Even-Point liegt bei EUR 70 bis EUR 73 Mio.²⁾ Daher rechnen wir auch bei steigenden Umsätzen in den folgenden Jahren mit wachsenden EBIT-Margen bis 13% in 2009 (siehe Tabelle). Die EPS-Reihe schätzen wir auf EUR 1,02 in 2006, EUR 1,13 in 2007, EUR 1,26 in 2008 und EUR 1,55 in 2009. Dies entspricht beim derzeitigen Aktienkurs von EUR 15,70 einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 15,4 in 2006, einem KGV von 13,9 für 2007, von 12,5 für 2008 und von 10,1 für 2009.

¹⁾ Spectaris e.V. 2006: „...Auch für die kommenden fünf Jahre prognostizieren die Firmen ein jährliches Umsatzwachstum von etwa 10 %. Aufgrund dieser Entwicklung rechnen die Unternehmen mit klar positiven Impulsen für die Beschäftigungssituation der Branche.“

²⁾ Aufwendungen für die Entwicklungstätigkeit beliefen sich im Jahr 2005 auf EUR 7,7 Mio (9,5% vom Umsatz; diese F&E-Quote entspricht dem Durchschnitt der Photonics-Industrie.



1.5 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 16,4 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 10. Aug
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 © Copyright 2006, 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 HALTEN (vormals „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	2.5%
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 © Copyright 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
langf. 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

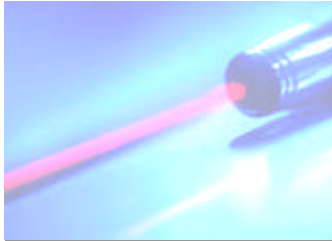
(Mio. EUR)	Diskontierungszinssatz					
	β = 1,4	6,5%	7,5%	8,5%	9,5%	10,5%
0,0%		98	82	70	61	53
langf. Wachstum	1,5%	116	94	78	66	57
	2,0%	124	99	81	69	59
	2,5%	135	105	85,58	71	61
	3,0%	149	113	90	75	63
	3,5%	167	123	96	78	65

Source: Dr. Kalliwoda Research

2.2 PEERGROUP-ANALYSE

LINOS 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.



Zu 2.2 PEERGROUP-ANALYSE

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, Basler, Jenoptik, Viscom und Rofin Sinar (Headquarter in den USA, aber starke Ausrichtung nach 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.

Wir berücksichtigen auch verstärkt relativ grosse Photonics-Unternehmen (USA und Japan), weil sie zum Teil Wettbewerber der deutschen Unternehmen sind und die höhere Unternehmensbewertung der Laser/Photonics-Unternehmen in den USA widerspiegeln.

Über zwei Mrd. EUR Marktkapitalisierung hat der US-Konzern Teradyne. Teradyne ist primär in der Semiconductor-, Elektronik-, Automotive- sowie in der Telekom-Industrie tätig. Das Unternehmen stellt Maschinen mit Qualitätstest- und Diagnose-Lösungen her, wozu auch X-Ray Inspection und Military und Aerospace Test Solutions gehören (vgl. hierzu auch die Produktkomponenten der LINOS AG: X-Ray, Photonics Optics für die Auto-, Luft – und Defense-Industrie). Das Unternehmen Teradyne hatte zwischen 2001 und 2003 zwischen US\$ 163 Mio. und US\$ 330 Mio. Netto-Verluste hinnehmen müssen. 2004 wurde dann ein Gewinn von US\$ 155 Mio. erzielt, während 2005 wieder ein Verlust von US\$ 60 Mio. zu Buche stand. Jedoch wurde durch den Verkauf von „Discontinued Operations“ in 2005 ein Netto-Ergebnis von + US\$ 60,5 Mio. erzielt.

Durch die starke Ausrichtung nach dem Halbleiter- und Telekommunikationssegment schwanken die Umsätze und Unternehmensergebnisse von Teradyne stark. Bei anderen US-Unternehmen gibt es ähnliche Volatilitäten, auch wenn sie z.T. hohe Gewinn-Margen erzielen. Ein Beispiel ist das Unternehmen Cymer Inc., das in den letzten beiden Jahren mit Nettoerlösen von US\$ 43,2 Mio. und US\$ 46,6 Mio. eine Netto-Marge von etwa 12% erzielt hat.

Zu einem grossen Teil beliefern diese Unternehmen³ 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.

In unsere Peergroup haben wir auch das japanische Unternehmen Omron aufgenommen (Headquarter in Kyoto, Japan). Omron beschäftigt ca. 23.000 Angestellte in 35 Ländern und stellt Vision Systems im Rahmen von Automatisierungstechniken her. Das Unternehmen ist auch im Mikro-Optics (Linsen, Arrays) sowie in der Telekom/Mobilfunkindustrie tätig (optical communication devices).

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 ebenfalls für ein geeignetes Vergleichsmultiple und kommen zu ähnlichen Ergebnissen wie bei den EV-EBIT-Multiples.

³ Auch der Konzern Coherent zählt hierzu. Coherent ist der Mutterkonzern von Lambda Physik (ehemaliges börsennotiertes Unternehmen in Deutschland).



Zu 2.2 PEERGROUP-ANALYSE

PEERGROUP LINOS AG												
Report - Linos11_08_2006 - Last updated on 08/04/06												
Company	Country	Währung: Rel. zu EUR	Market Capitalization (EUR)	Price Close, Current (EUR)	Enterprise Value (EUR)	Revenue, (EUR), LFY	Revenue Current Year, Current, Median	Normalized EBITDA, (EUR), LFY	EBITDA Current Year, Current, Median	Normalized EBIT, (EUR), LFY	EBIT Current Year, Current, Median	
Basler	GER	1	46.20	13.20	51.53	44.97	51.72	4.80	10.55	4.13	5.65	
Dr. Hoenle	GER	1	43.23	8.33	36.20	22.82	25.40	4.02	5.01	3.52	4.44	
II-VI	USA	1.28	430.98	14.71	440.88	151.59	179.61	37.19	43.00	27.27	30.70	
Isra Vision	GER	1	92.23	21.26	75.54	44.69	55.90	12.77	14.90	8.15	9.85	
Jenoptik	GER	1	348.59	6.70	743.32	1914.38	452.70	49.29	67.47	4.83	39.43	
Linos	GER	1	86.48	15.70	93.63	81.71	86.90	14.41	16.60	9.44	10.50	
Lp kf	GER	1	59.94	5.53	58.58	34.87	41.05	7.49	9.41	5.98	7.66	
Omron	JAP	147.5	4275.64	18.24	3903.51	4249.37	4878.98	349.93	618.31	140.94	185.00	
Rofin Sinar	USA	1.28	648.68	42.28	569.88	293.12	325.31	54.75	69.22	46.09	59.36	
Teradyne	USA	1.28	2019.36	10.19	1759.84	840.02	1128.59	19.39	209.99	-50.04	153.13	
Viscom	GER	1	135.00	14.80	121.30	50.48	58.06	12.15	12.95	11.48	12.17	
Zygo	USA	1.28	197.77	10.92	167.27	110.43	128.46	16.26	19.10	11.73	15.40	

DR.KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2006

PEERGROUP LINOS AG								
Company	EV/Revenues 2005	EV/Revenues 2006e	EV/EBITDA 2005	EV/EBITDA 2006e	EV/EBIT 2005	EV/EBIT 2006e	P/E_Ratio Current	
Basler	1.15	1.00	10.74	4.88	12.48	9.12	13.93	
Dr. Hoenle	1.59	1.43	9.00	7.23	10.28	8.15	13.54	
II-VI	2.91	2.45	11.86	10.25	16.17	14.36	20.30	
Isra Vision	1.69	1.35	5.92	5.07	9.27	7.67	14.19	
Jenoptik	0.39	1.64	15.08	11.02		18.85	25.63	
Linos	1.15	1.08	6.50	5.64	9.92	8.92	14.91	
Lp kf	1.68	1.43	7.82	6.23	9.80	7.65	16.07	
Omron	0.92	0.80	11.16	6.31	27.70	21.10	17.40	
Rofin Sinar	1.94	1.75	10.41	8.23	12.36	9.60	16.88	
Teradyne	2.09	1.56	90.76	8.38	-35.17	11.49	13.21	
Viscom	2.40	2.09	9.98	9.37	10.57	9.97	15.17	
Zygo	1.51	1.30	10.29	8.76	14.26	10.86	17.75	
Median	1.63	1.43	10.35	7.73	10.57	9.78	15.62	
Arithm average	1.62	1.49	16.63	7.61	8.14	11.48	16.58	
Linos AG	1.15	1.08	6.50	5.64	9.92	8.92	14.91	
Difference Median	0.49	0.35	3.85	2.09	0.65	0.87	0.71	
Difference Arithm.	0.47	0.41	10.13	1.97	-1.78	2.56	1.67	
Potential % (Median) *	42.52	32.36	59.27	37.04	6.53	9.72	4.76	
Potential % (Arithm.)	41.23	38.26	155.87	34.99	-17.97	28.73	11.21	

Source: Reuters Estimates & DR.KALLIWODA | RESEARCH ESTIMATES © Copyright 2006

DR.KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2006

Die Tabelle zeigt die höchsten Multiples bei den amerikanischen Unternehmen II-VI Inc., Zygo und Teradyne. Auffällig bei den Laserunternehmen aus Übersee sind auch die rel. 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.

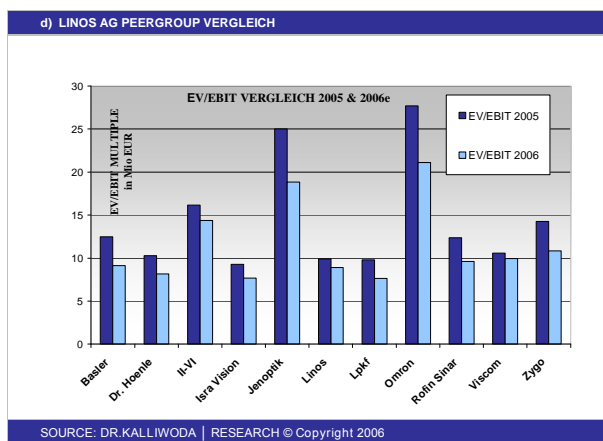
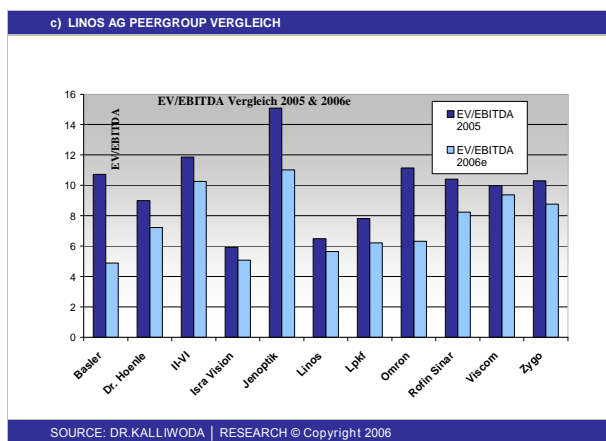
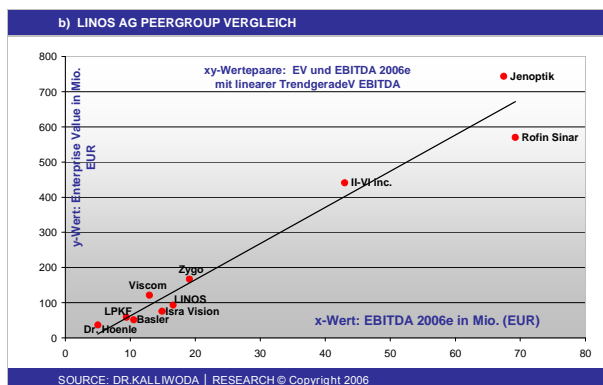
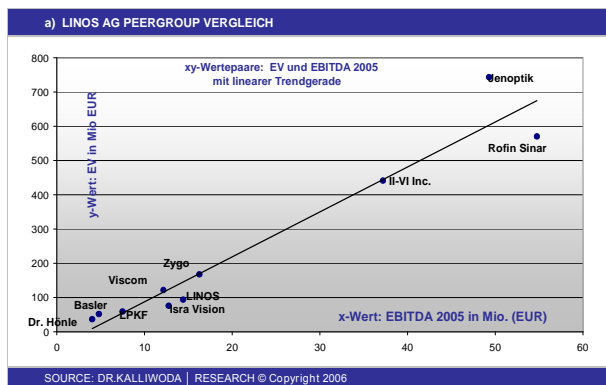
Die deutschen Photonics-Unternehmen Basler, LPKF, LINOS, ISRA VISION, Dr.Hönle (Photonics-



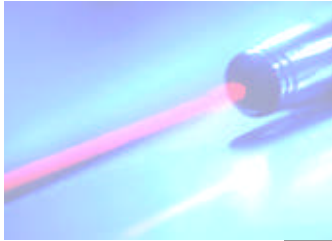
Zu 2.2 PEERGROUP ANALYSE

Anwendungen in der Qualitätskontrolle) und Viscom sind im Verhältnis zu den US-Werten günstig bewertet. Durch den jüngsten Kursanstieg der LINOS AG auf EUR 15,70 ist die frühere starke Unterbewertung gegenüber der Peergroup stark reduziert worden. Auf einer EV/EBIT 06 Basis errechnen wir gegenüber der Peergroup ein Aufwärtspotential für LINOS von 37% gegenüber 63% in unserer letzten Veröffentlichung vor Bekanntgabe des Übernahmeangebotes der Qioptiq Gruppe. Beim EV/Sales 2006 Multiple stellen wir noch eine Unterbewertung von 32% fest (gegenüber 110% im letzten Report).⁴

In den folgenden Graphiken a) und b) werden die Unternehmensgrößen EV und EBITDA für das Jahr 2005 und 2006 sehr stark verdeutlicht. Wir haben jeweils eine Trendgerade eingefügt. Unternehmen unter ihr haben niedrigere EV/EBITDA Multiples als über der Trendgeraden. Die EV/EBITDA-Verhältniszahlen werden in den beiden Graphiken Nr. c) und Nr. d) nochmals in Form von Balkendiagrammen veranschaulicht.



⁴ Durch unsere Erweiterung und durch die weitere Entwicklung der Peergroup hat sich der Median des EV/EBITDA 2006e nicht wesentlich verändert (6,78 in der letzten Studie und 7,73 in dieser Studie. Beim KGV 2006 sind beide Werte fast identisch (16,08 und 15,62).



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. Unsere Peergroup-Analyse plausibilisiert höhere Aktienkurse: Auf der Basis unseres EV/EBITDA 2006e Peergroup-Vergleiches ist die LINOS AG mit 37% unterbewertet, was einem fairen Aktienkurs von EUR 21,5 entspräche. Das Aufwärtspotential bezüglich des EV/EBIT 2006e Peergroup-Vergleiches liegt für LINOS bei 10% (EUR 17,3).

Es muss jedoch bedacht werden, dass LINOS ein geringeres Topline-Wachstum im Vergleich zu manchen Wettbewerbern zumindest in den beiden folgenden Jahren hat. Außerdem dürfte der Kurs der LINOS AG derzeit durch das Übernahme-Barangebot mit EUR 16 „eingefroren“ sein.

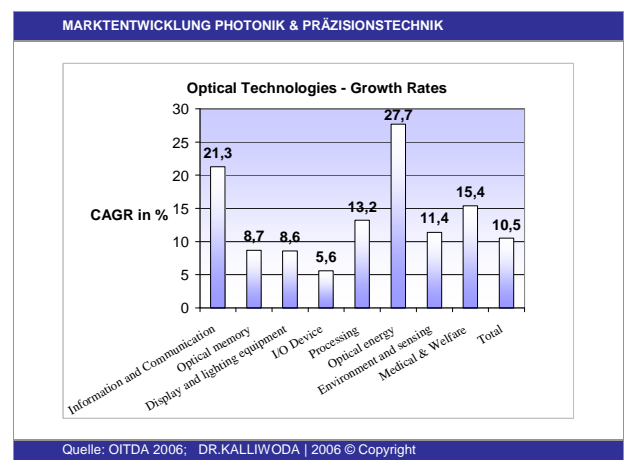
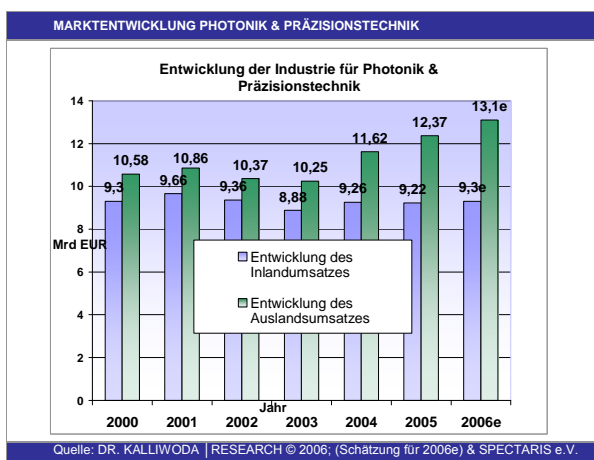
Wir empfehlen die Aktie zu halten und bei Vorlage des Übernahmeangebotes zu TAUSCHEN.

3. SEKTOR GROWTH DRIVERS

Laut des Deutschen Industrieverbandes Spectaris⁵⁾ entfielen in 2005 ca. 55% des Umsatzes der optischen, medizinischen und mechatronischen Industrie auf die Industrie Photonik & Präzisionstechnik. In diesem Segment wurde in 2005 ein Gesamtumsatz von EUR 21,6 Mrd erzielt (+3,4% gegenüber 2004). Während der Inlandsumsatz mit EUR 9,2 Mrd gegenüber 2004 nahezu unverändert blieb (-0,4%), konnte der Auslandsumsatz deutlich um 6,5% auf EUR 12,4 Mrd gesteigert werden. Die Exportquote betrug 57,3% (Rekordwert).

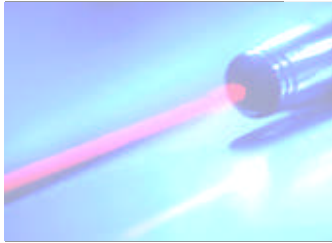
In nahezu allen Branchen der Photonik & Präzisionstechnik herrschte in 2005 der Trend des starken Wachstums im Ausland und des schwachen Wachstums im Inland. Unserer Meinung nach werden gerade die Exporte durch eine effiziente Forschungs- und Entwicklungsarbeit vorangetrieben. Der F&E Anteil am Gesamtumsatz betrug 10% (LINOS-Quote =9,5%). Wir rechnen auch für das laufende Jahr mit einer weiteren Zuwachsrate bei den Auslandsumsätzen von EUR 0,8 Mrd auf EUR 13,1 Mrd. Bei unseren Marktschätzungen greifen wir auf die Ausarbeitung über optische Technologien der OITDA⁶⁾ zurück.

Aussichtsreichste Wachstumsraten werden in den Segmenten Information and Communication (EUR 10,7 Mrd in 2002 auf EUR 40 Mrd in 2010; Processing (EUR 11,4 Mrd in 2002 auf EUR 30,7 Mrd in 2010); Environment and Sensing (EUR 14,3 Mrd in 2002 auf EUR 35 Mrd in 2010) sowie Medical & Welfare (EUR 5,0 Mrd auf EUR 17,1 Mrd in 2010) erzielt. Folgende Tabellen zeigen die Entwicklung des Inlands- und des Auslandsumsatzes der Industrie für Photonik & Präzisionstechnik mit unseren Schätzungen für das laufende Jahr 2006 sowie die jährlichen Wachstumsraten optischer Technologiesparten auf der Basis der OITDA.



⁵⁾ Deutscher Industrieverband Spectaris für optische, medizinische und mechatronische Technologien e.V.

⁶⁾ OITDA (Optoelectronics Industry Association Japan).



3.1 Chancen und Herausforderungen der Europäischen Photonik-Industrie

Im Segment der optischen Technologien haben europäische Unternehmen führende Positionen inne. Gerade für die Lasertechnologie in der Materialbearbeitung oder im Segment Beleuchtung trifft dies zu. In beiden Segmenten besitzen europäische Unternehmen bis zu 60% Weltmarktanteil. Entscheidend hierbei ist die weitere Erarbeitung der Anwendungen optischer Technologien. In keiner anderen Region als Europa werden mehr Laser für die Fertigung eingesetzt. Allerdings wurden europäische Hersteller auch in bedeutsamen Märkten wie Display und IuK gegenüber amerikanischen und asiatischen Hersteller abgehängt.

Eine bedeutsame Chance der Photonik-Industrie in Europa besteht darin, dass es hervorragende Forschungseinrichtungen mit jahrzehntelangen Traditionen gibt. Die Kooperation zwischen Wissenschaft und Wirtschaft lässt sich noch optimieren, in dem die grenzüberschreitende Zusammenarbeit verbessert wird. Es bestehen bereits Kooperationsformen mit einer umfassenderen Wertschöpfungsbreite (Bsp. Fraunhofer Institut). Die in der letzten Woche in Frankfurt/Main stattgefundenene Messe Optatec 2006 konnte dies verdeutlichen.

3.2 Starke Fragmentierung als Charakterzug der Photonik-Branche

Die Photonik-Branche ist sehr stark fragmentiert und wird nicht durch Weltkonzerne geprägt, wie z.B. Microsoft in der Software- oder Daimler Chrysler in der Automobilindustrie.

Allerdings bieten Weltkonzerne wie Philips und Osram Teillösungen in der Photonik-Industrie an. Daneben existieren die zahlreichen und soliden Mittelständler. Marktfragmentierung bedeutet auch, dass die Anwendungsfelder der optischen Technologien sehr stark differenziert sind. Es bestehen zahlreiche Nischenmärkte, in denen individuelle Kundenangebote zu jahrelangen Kundenbeziehungen führen können (idiosynkratische Investments). In unserer Peergroup Analyse gehen wir auf das Wettbewerbsumfeld der LINOS AG ausführlich ein.

3.3 Rekordumsätze bei der weltweiten Laserbearbeitung

Der Weltmarkt für Lasersysteme zur Materialbearbeitung erreichte mit EUR 4,8 Mrd ein Rekordvolumen in 2005.

Insbesondere in Deutschland hat sich die Lasertechnik zu einer der wichtigsten Schlüsseltechnologien für eine wettbewerbsfähigere Wertschöpfung in der Produktion entwickelt. Die weltweit führenden deutschen Lasermaschinenhersteller haben neue Anwendungen in der Automobil-, Luftfahrt-, Schienenfahrzeug-, Schiffbau-, Elektro- und vielen weiteren Industrien (Markieren, Schneiden, Schweißen und Oberflächenbehandeln) erschlossen.

Die deutschen Hersteller sind insbesondere im Bereich der Laser-Makrobearbeitung tätig. Das Produktionsvolumen aller Mitgliedsunternehmen des VDMA ist in 2005 um 16% angestiegen, während der „Makro-Weltmarkt“ nur um 7% angestiegen ist. Die deutschen Hersteller konnten somit deutlich Marktanteile gewinnen. Der Grund hierfür ist die gestiegene Nachfrage für Lasermaschinen in allen wichtigen Regionen (Europa, Nordamerika und Ostasien). Auch in Deutschland ist die Nachfrage um 7% gestiegen. Unserer Meinung nach werden weiterhin solche Unternehmen profitieren, die über eine starke Präsenz in Ostasien verfügen.

3.4 LINOS: Marktwachstum bei Laserbeschrift. & Modulatoren (Laseranwendungen)

LINOS profitiert von der oben genannten Belebung in der Laserindustrie. Im Geschäftssegment Industrial Manufacturing werden Laser Technologies angeboten. LINOS AG ist Marktführer bei optischen Systemen für die Laserbeschriftung und gehört zu den Top 5 bei elektrooptischen Modulatoren und Güteschaltern für Laseranwendungen. Auch Laser-Komponenten in der Dermatologie sind Stärken der LINOS AG.



4. 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 Regen 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
Kurspotential	■ Kaum weiteres Aktienkurspotential: Durch das Übernahmeangebot (EUR 16 Barabfindung je Aktie) scheint der Aktienkurs derzeit bei etwa 16 EUR eingefroren zu sein. Bei Vorlage des Angebotes raten wir die Aktie zu tauschen.



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.: 069-97 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 and
 JCF Factset**

Analyst of this analysis :

Dr. Norbert Kalliwoda; CEFA





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, 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 6. 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.