



COMPANY UPDATE

DR. KALLIWODA EQUITY RESEARCH

Aug. 04, 2005

LINOS AG

Technologie / Photonics / Optik

Unchanged: **BUY**

Coverage: Since Q3 2004

Last price: € 9,20

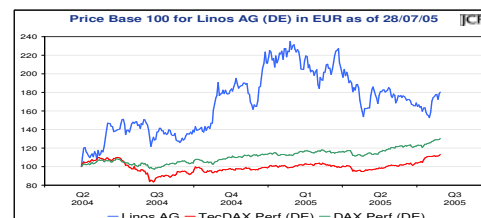
Old Fair Value: €13.35 New: € 12,90

Ereignis: Vorläufige Zahlen für Q2/2005

- **Positive Cashflow-Entwicklung ermöglicht den Ausbau des Technologievorsprungs**
- **Ab sofort Neubau Produktionszentrum in Bayern**
- **Schwaches Q2-Ergebnis aber verbesserter Auftragseing.**
- **X-RAY Imaging als überzeugender Wachstumstreiber**

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	0,74	1,03
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	3,7	5,2
net cash per share	-6,3	-6,2	-4,7	-3,3	-2,1
net Cash	-31,4	-31,0	-23,5	-16,6	-10,4
Free Cash Flow	2,3	1,2	9,8	7,9	5,0
P/E	-	-4,7	8,2	12,1	8,7
P/S	-	0,61	0,50	0,54	0,49

Price (curr)	8,95	Shares out (mln)	5,00
52W high	12,25	6M Avg Vol (000s)	35
52w low	3,7	Free Float (in %)	36,3
Market Cap (mln)	44,8	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.	FINANCIALS	3
1.1	Normalisierung des Auftragseingangs im zweiten Quartal 2005.....	3
1.2	Leichte Reduzierung der Company Guidance für 2005	3
1.3	Schätzung für Q3 und Q4/2005	3
1.4	Einrichtung eines Neubaus für das Produktionszentrum der LINOS AG	4
1.5	Schätzungen für 2005 bis 2009	6
1.6	Gewinn- und Verlustrechnung bis 2009	7
1.7	Bilanz- und Cash-Flow-Prognosen bis 2009	8
• 2.	VALUATION: KURSZIEL € 12,90	9
2.1	Unternehmensbewertung : DCF-Verfahren	9
2.2	Sensitivitätsanalyse.....	9
• 3.	SWOT ANALYSIS	10
• 4.	CONTACT	11
• 5.	DISCLAIMER	12



1. FINANCIALS

1.1 Normalisierung des Auftragseingangs im zweiten Quartal 2005

Nach einem schwachen Auftragseingang im ersten Quartal 2005 hat sich der Auftragseingang der LINOS AG im zweiten Quartal mit € 23,8 Mio wieder normalisiert. Allerdings mussten wegen der Insolvenzankündigung von Agfa Photo Aufträge in Höhe von € 2,5 Mio storniert werden. Daher entsteht ein Auftragseingang von € 21,3 Mio. Der Auftragsbestand zum 30.06.2005 beziffert sich auf € 59,3 Mio und liegt über dem Vorquartal (Q1/2005) von € 57,1 Mio.

Im ersten Halbjahr hat LINOS AG einen Umsatz von € 40,3 Mio gegenüber € 44,0 Mio im Vorjahresquartal erzielt. Der Umsatzrückgang ist primär auf die schwache Entwicklung im Halbleiter-Sektor zurückzuführen.

LINOS AG hat im ersten Halbjahr 2005 ein operatives Ergebnis von € 3,8 Mio gegenüber € 4,3 Mio im ersten Halbjahr 2004 erzielt. Das erste Halbjahr 2005 beinhaltet eine Wertberichtigung auf die Bestände und Forderungen aus dem Agfa-Geschäft in Höhe von € 1,5 Mio. Der Vorstand der LINOS AG hat bereits in diesen Halbjahresergebnissen eine Vollwertberichtigung der Teile- und Fertigwarenbestände und des Bestandes in Fertigung für den Kunden und auch eine Vollwertberichtigung der Forderungen vorgenommen.

1.2 Errichtung eines Neubaus für das Produktionszentrum der LINOS AG in Regen (Bayern)

Die positiven Cashflows der letzten beiden Jahre lassen Investitionen in Höhe von € 5,3 Mio zum Bau eines Produktionszentrums für Optik am Standort Regen zu. Die Produktionsfläche umfasst 7200 m². Der Beginn des Baus ist Mitte August 2005. Begleitet wird der Neubau von einem Standortsicherungskonzept, das von der Geschäftsleitung und der Belegschaft verabschiedet wurde. Umfassende Kostensenkungsmaßnahmen sind entscheidende Vorteile des verabschiedeten Standortsicherungskonzeptes für die nächsten Geschäftsjahre der LINOS AG. Das neue Werk ermöglicht eine weitere Optimierung der Produktionsabläufe. Der jetzt mögliche Auszug aus den heute gemieteten Fertigungsräumen verringert die Infrastrukturkosten der LINOS AG. Die Regierung von Niederbayern gewährleistet Fördermittel für diese Investitionen. Weiterer strategischer Vorteil ist die Erhöhung der strategischen Wettbewerbsfähigkeit des Standortes gegenüber Wettbewerbern. Weiterer Vorteil des Standortes ist die Existenz vieler qualifizierter Facharbeiter und Experten. Außerdem spielte die enge Kooperation mit der ansässigen Fachhochschule Deggendorf zur Gewinnung von geeigneten Fachkräften eine entscheidende Rolle für die Wahl des Ausbaus des Standortes Regen in Bayern.



1.3 Leichte Reduzierung der Company Guidance für 2005

Der Vorstand der LINOS AG betreibt eine hohe Risikovorsorge, in dem hinsichtlich der Auswirkungen der Insolvenz von Agfa Photo im zweiten Quartal 2005 ein Worst-Case-Szenario berücksichtigt wurde (siehe 1.1). Als Guidance nennt der Vorstand der LINOS AG für 2005 einen Umsatz von € 81 Mio bis € 85 Mio und ein EBIT von € 7,5 Mio bis € 9 Mio (die EBIT-Company-Guidance vom 31.3.2005 lag bei € 8,5 Mio bis € 10 Mio; die Umsatz-Korridor-Guidance blieb unverändert). LINOS AG bleibt effizient nach dem Markt ausgerichtet und ist im Markt der High-end optical solutions gut positioniert.

1.4 Schätzung für Q3 und Q4/2005

Im dritten Quartal 2005 schätzen wir den Umsatz auf € 21,5 Mio und gehen von einem EBIT von € 2,1 Mio und einem EBT von € 1,5 Mio aus. In Q4/2005 prognostizieren wir einen Umsatz von € 21,9 Mio und ein EBIT von € 2,3 Mio und ein EBT von € 1,7 Mio. Die Perspektiven der Halbleiterindustrie bis zum Jahresende sind nicht vielversprechend. Die Investitionen der Halbleiterproduzenten verharren auf derzeitigem Niveau. Zulieferer der Halbleiterproduzenten wie LINOS AG sind von den Investitionszyklen, wie z.B. von ASML Lithographie abhängig.

Wachstumsimpulse für die LINOS AG gehen u.E. vom Geschäftssegment Health Care & Life Sciences aus. LINOS AG ist bedeutender Komponenten-Lieferant für Röntgensysteme in Europa, Japan und USA und profitiert von einer starken Nachfrage aus den Schwellenländern. LINOS AG liefert hochauflösende Röntgen-Kameras z.B. für die Anwendungsfelder Kardiologie und Chirurgie.

Vgl. hierzu folgende Tabelle auf Quartals- und Vorjahresquartalsbasis mit den vorläufigen Q2/2005-Zahlen.

Die nach der Tabelle folgende Graphik verdeutlicht die Umsatz- und Ergebnis-Entwicklung von 2003 bis 2005 inklusive unserer Schätzungen der Quartale Q3/2005 und Q4/2005. Das Vorsteuerergebnis der LINOS AG nimmt seit Q3/2003 einen positiven Verlauf an. Das EBIT wuchs gegenüber den negativen Ergebnissen in 2003 bis Q2/2004 kontinuierlich an. Seit Q3/2004 stagniert das EBIT auf Quartalsbasis zwischen € 2,6 und € 3,14 Mio. Q2/2005 ist u.E. mit nur € 1,23 Mio ein Ausreisser aufgrund der Insolvenz des Kunden Agfa Photo. Für Q3/2005 und Q4/2005 erwarten wir eine Stabilisierung des EBIT bzw. der EBIT- und EBT-Margen. Der kontinuierliche Wachstumstrend der Marktsegmente Bio Research und Medizingeräte sollte hierzu beitragen. Bei den Umsätzen auf Quartalsbasis ist eine ähnliche Historie festzustellen. Für Q3/2005 und Q4/2005 zeichnet sich ein Ansteigen der Umsätze auf der Basis der sich normalisierenden Auftragseingänge ab.

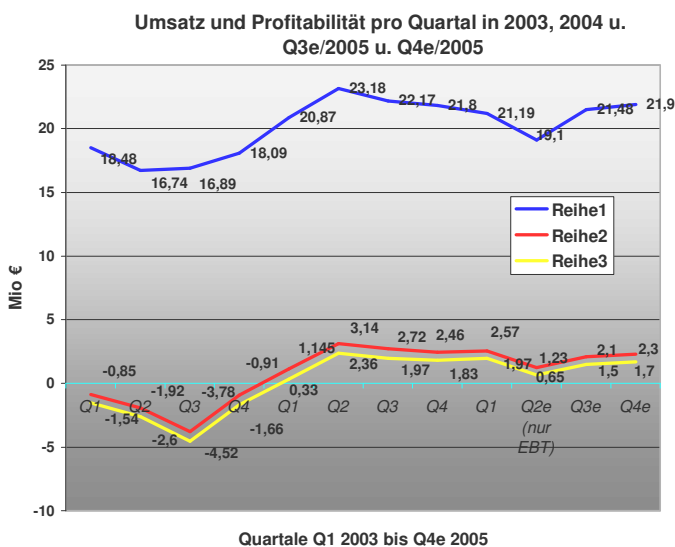


Linios 2004 und 2005 (inkl. Schätzung Q2 2005) : Konzerngewinn- und Verlustrechnung nach IFRS

	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 2004	Q1 2005	Q1 2004	Change to Q1 2004	Q2 2005	Q2 2004	Change to Q2 2004
Umsatzerlöse	20,87	18,48	12,9%	23,18	16,74	38,5%	22,17	16,89	31,3%	21,86	18,09	20,9%	88,077	70,19	25,5%	21,187	20,865	1,5%	19,10	23,18	-17,6%
Veränderungen des Bestandes an fertigen und unfertigen Erzeugnissen	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%	-0,05 e	-0,03	100,0%
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,17	0,30	-45,0%	0,25	0,20	26,6%	0,17	0,25	-32,3%	0,94	0,46	105,2%	1,533	1,21	26,7%	0,30	0,17	83,6%	0,60 e	0,25	138,1%
Sonstige betriebliche Erträge	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%	0,30 e	0,57	-47,0%
Materialaufwand																					
Aufwend. für Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe und für bezogene Waren	-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%	-5,18 e	-5,57	-7,0%
Aufwendungen für bezogene Leistungen	-0,95	-0,75	26,7%	-0,74	-0,70	6,9%	-0,84	-0,74	13,8%	-0,73	-0,80	-9,5%	-3,264	-2,99	9,2%	-0,68	-0,95	28,9%	-0,70 e	-0,74	-5,8%
Personalaufwand																					
Löhne und Gehälter	-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%	-6,60 e	-6,64	-0,6%
Soziale Abg. u. Aufw. für Altersversorgung	-1,44	-1,60	-9,9%	-1,54	-1,63	-5,5%	-1,29	-1,54	-15,6%	-1,48	-1,38	7,7%	-5,755	-6,14	-6,3%	-1,47	-1,44	1,6%	-1,46 e	-1,54	-5,0%
Abschreib. auf Immat. Vermögenswerte, Geschäfts- od. Firmenwert und Sachanl.	-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%	-1,20 e	-1,82	-33,9%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-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%	-3,60 e	-4,54	-20,8%
Währungsgewinne/-verluste	-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%	0,02 e	0,01	66,7%
Ergebnis der betrieblichen Tätigkeit (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%	1,23	3,14	-60,8%
Zinserträge	0,02	0,01	57,1%	0,03	0,06	-45,0%	0,04	0,03	37,0%	0,04	0,06	-38,6%	0,118	0,16	-3,7%	0,02	0,02	0,0%	0,03 e	0,03	0,0%
Zinsaufwendungen	-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%	-0,62	-0,86	-27,9%	-0,62 e	-0,82	-24,0%
Ertr./Aufw. aus nach der (Equity-Methode) bilanzierten Beteiligungen	0,02	0,01	125,0%	0,00	0,00	0,0%	-0,02	-0,01	-54,5%	-0,02	0,00	190,0%	0,006	0,00	-700,0%	0,00	0,02	-100,0%	0,00 e	0,00	0,0%
Ergebnis vor Ertragssteuern (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%	0,65 e	2,36	-72,6%
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-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		-0,68	-0,250	172,4%	-0,22 e	-0,69	-68,0%
Konzernüberschuss-/fehlbetrag	0,07	-1,03	-1,07	1,67	-1,70	-1,98	1,21	-4,63	-1,26	2,59	-2,26	-214,8%	5,427	-9,62	-156,4%	1,29	0,07	1621,3%	0,43 e	1,67	-74,5%
Unverwässertes Ergebnis pro Aktie	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%	0,43 e	1,67	-74,5%
Aktien (gewog. Durchsch. des Geschäftsj. (in Mio Stück))	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%
Unverwässertes Ergebnis pro Aktie in EUR	0,01	-0,21	-1,07	0,33	-0,34	-1,98	0,24	-0,93	-1,26	51,6%	-0,45	-2,15	1,086	-1,92	-156,5%	0,26	0,02		0,09 e	0,33	-74,5%
Verwässertes Ergebnis pro Aktie	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%	0,43 e	1,67	-74,5%
Konzernergebnis	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%
Aktien (gewog. Durchsch. des Geschäftsj. (in Tausend Stück))	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%	0,09 e	0,33	-74,5%

Source: LINOS AG; DR.KALLIWODA | RESEARCH

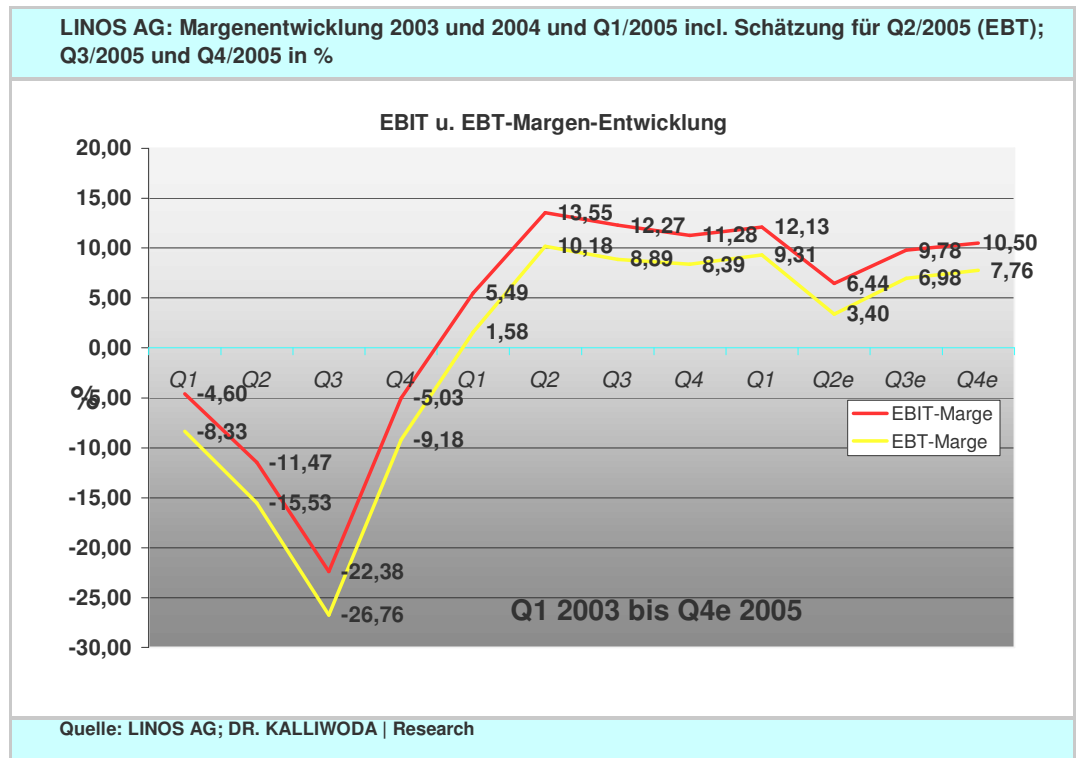
LINOS AG: Entwicklung des Umsatzes, EBIT, EBT 2003, 2004 und 2005 inkl. Q3/und Q4/2005 Schätzung in € Mio.



Quelle: Linos AG; DR. KALLIWODA | Research



Die folgende Graphik veranschaulicht die Margenentwicklung bis Q2/2005 (vorläufiges Quartalsergebnis) und unsere Schätzungen bis zum Jahresende 2005.



1.5 Schätzungen für 2005 bis 2009

Von 2005 bis 2009 rechnen wir insgesamt mit einer Umsatzverbesserung von € 83,6 Mio in 2005 bis € 100,8 Mio in 2009. Wir haben die Umsatzschätzungen für das laufende Geschäftsjahr gegenüber unserer letzten Analyse vom 19. Mai 2005 (Q1/2005) um € 1,5 Mio reduziert. Für die Folgejahre sind unsere Schätzungen fast gleich geblieben (ca. 1% je Geschäftsjahr niedriger). Der Grund für die Anpassung der Umsatz- und Ergebnis-Prognosen für 2005 sind unsere defensiven Schätzungen für die Halbleiterindustrie sowie die Auswirkungen der Insolvenz von Agfa Photo. Das EBIT in 2005 schätzen wir auf € 8 Mio. Die Guidance der LINOS AG liegt zwischen € 7,5 Mio und € 9 Mio.

In 2006 erwarten wir ein EBIT von € 10,8 Mio, in 2007 € 11,7 Mio, in 2008 € 11,75 Mio und in 2009 € 12 Mio. Bei unseren Schätzungen berücksichtigen wir derzeit noch keine überproportionalen Umsatzsteigerungen im Geschäftssegment IT & Communications.

Die EBT-Reihe sollte relativ stärker als in der Vergangenheit wachsen, weil LINOS AG ihr Finanzergebnis durch den starken Abbau ihrer Finanzverbindlichkeiten ständig verbessert.

Das EBT in 2005 schätzen wir auf € 5,1 Mio. In 2006 gehen wir von € 7,9 Mio aus, für 2007 erwarten wir ein EBT von € 9,5 Mio, für 2008 von € 10,1 Mio und für 2009 von € 11,1 Mio.



1.6 Gewinn- und Verlustrechnung bis 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	94,7	96,4	100,8	
% change	-15,8%	0,1%	23,0%	-7,0%	9,0%	4,0%	1,8%	4,6%	
COGS	-18,4	-21,2	-25,8	-24,4	-26,7	-27,9	-29,0	-31,8	
% of revenues	25%	29%	26%	24%	27%	29%	29%	30%	
Gross income	54,6	51,9	64,1	59,2	64,4	66,8	67,4	69,0	
% change	-12,2%	-4,9%	23,5%	-7,6%	8,8%	3,8%	0,9%	2,3%	
Gross margin	75%	71%	71%	71%	71%	67%	67%	69%	
Personnel expenses	-38,2	-35,9	-33,2	-31,9	-34,0	-34,5	-35,0	-36,4	
% of revenues	52%	49%	-37%	-37%	-36%	-35%	2%	-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	-14,4	-14,3	-14,2	-13,9	-2,4	
EBITDA	-9,2	-7,0	14,8	12,8	16,1	18,1	18,5	19,5	
% of revenues	-13%	-10%	17%	15%	18%	19%	19%	19%	
EBITDA margin	-13%	-10%	16,5%	15,4%	17,7%	19,1%	19,2%	19,3%	
EBIT	-9,2	-7,5	9,7	8,0	10,8	11,7	11,7	12,0	
% of revenues	-13%	-10%	11%	10%	12%	12%	12%	12%	
EBIT margin	-13%	-10%	9,7%	9,6%	11,9%	12,4%	12,2%	11,9%	
Financial result	-3,2	-2,9	-3,0	-2,9	-2,5	-2,2	-2,3	-0,9	
Pre tax income	-12,4	-10,3	6,7	5,1	7,9	9,5	10,1	11,1	
% of revenues	-17,0%	-14,1%	7,5%	6,1%	8,7%	10,0%	10,5%	11,1%	
Taxes	3,5	0,7	-1,3	-1,4	-2,8	-3,3	-3,5	-3,9	
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	3,7	5,2	6,2	6,6	7,2	
% of revenues	-12%	-13%	6%	4%	6%	7%	7%	7%	
Net margin	-12%	-13%	5,4%	4,4%	5,7%	6,5%	6,8%	7,2%	
# 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	0,74	1,03	1,24	1,32	1,45	

Quelle: DR. KALLIWODA | RESEARCH; LINOS AG



1.7 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																
EUR 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	29	24,5	29,61	25,8	30,17	25,0	29
(there of goodwill)	1,9	27	1,8	17	0,0	14	0,0	25	0,0	24	0,0	23,41	0,0	22,66	0,0	22
Tangible assets	18,5	21	13,4	17	11,1	14	15,3	20	18,1	23	18,7	23	19,0	22	20,1	23
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	52	41,2	51	43,2	52	44,8	52	45,1	52
Inventories	21,2	25	20,5	27	21,4	27	19,8	26	21,0	26	21,6	26	21,8	25	22,5	26
Trade debtors	10,0	12	10,0	13	12,8	16	11,2	15	11,9	15	12,2	15	12,4	14	12,8	15
Other current assets	6,4	7	6,2	8	6,1	8	5,9	8	6,2	8	6,4	8	6,4	8	6,6	8
Cash & marketable sec.	1,5	2	1,7	2	3,0	4	0,0	0	-0,1	0	-0,5	-1	0,1	0	-0,5	-1
Current assets	39,1	45	38,3	50	43,4	55	37,0	48	39,1	49	39,6	48	41,2	48	48,5	48
Total assets	86,2	100	77,2	100	78,4	100	76,4	100	80,3	100	82,9	100	85,6	100	86,5	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	23,5	22	28,5	16	34,7	17	41,2	48	48,5	56
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	24	20,8	24
Financial liabilities	32,9	38	32,6	42	26,5	34	19,3	34	16,8	42	14,5	27	9,8	33	3,7	33
Other liabilities	5,9	7	6,7	9	9,8	12	9,7	12	10,3	9	10,5	10	9,2	12	8,5	13
Total liabilities	59,1	69	59,7	78	55,9	71	47,9	71	46,8	78	43,2	56	39,4	46	33,0	38
Total equity and liabilities	86,2	100	76,8	100	78,4	100	76,4	100	80,3	100	82,9	100	85,6	100	86,5	100
Working capital	31		30		34,3		31,1		33		33,8		34		35	
Net debt	48		48		41,7		42,8		45		46,7		47		48	
Gearing	1,8		2,8		1,9		1,5		1,3		1,2		1,0		0,9	

Source: DR.KALLIWODA| Research, LINOS AG

Den operativen Cashflow der LINOS AG erwarten wir bei € 10,1 Mio für das Gesamtjahr 2005. Bei unseren Prognosen für die Operating Cash Flows bis 2009 erhalten wir eine jährliche, abdiskontierte ¹⁾ Wachstumsrate von 9,2%.

CASH FLOW STATEMENT LINOS AG									
€ mln									
	2002	2003	2004	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	CAGR 01. Aug
Operating cash flow	7,5	3,1	13,0	10,1	7,0	8,1	13,1	12,3	9,2%
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	7,9	5,0	5,5	10,3	9,5	

Source: DR.KALLIWODA| Research, LINOS AG

¹⁾ Compound Average Growth Rate: Hier wurden die Wachstumsraten des Operating Cash-Flows auf das Jahr 2005 abdiskontiert mit dem Kapitalkostensatz von 8,4 % (WACC).



2. VALUATION: KURSZIEL € 12,90

Auf der Basis unseres dreistufigen Discount-Cash-Flow-Modells errechnen wir einen fairen Wert von € 12,90 (Marktkapitalisierung von € 64,5 Mio). **Wir empfehlen die Aktie zum Kauf mit einem Kursziel von € 12,90 auf Sicht von 12 Monaten.**

2.1 Unternehmensbewertung : DCF-Verfahren

In unserer Basis-Studie 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 3,7%; Risikoprämie bei 8,5 % und den Beta-Faktor in Relation zum TecDax 30 von 1,25; gewichteter Kapitalkostensatz (WACC) von 8,4%. Auf Basis dieses Kapitalkostensatzes leiten wir weiterhin einen fairen Wert für die Aktie von € 12,90 ab (bei der Annahme eines langfristigen Unternehmenswachstums von 1,0%). Folgende Tabelle zeigt die einzelnen Parameter unseres DCF-Modells.

DCF PARAMETER	
PARAMETERS	
Risk-free rate	3,7%
Risk premium	8,5%
Beta	1,25
Longterm growth rate	1,0%
Cost of equity	9,7%
Cost of debt (after Tax)	4,9%
WACC	8,4%
NET PRESENT VALUE OF FREE CASH FLOWS (Mio. EUR)	
Phase 1 (2005-2006)	10,1
Phase 2 (2007-2009)	14,7
Phase 3 (2010...terminal value)	60,9
Net debt	-21,2
Value of total equity	64,5
DCF value per share	12,90
Source: DR.KALLIWODA RESEARCH 2005	

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 € 12,90 (Marktkapitalisierung von € 64,5 Mio), mindestens jedoch € 8,94 bei einem WACC von 10,4 %.

Sensitivity analysis per share Sensitivitätsanalyse je Aktie

(EUR)	β = 1,25	Diskontierungszinssatz				
		6,4%	7,4%	8,4%	9,4%	10,4%
0,0%		17	14	12	10	9
langf. Wachstum	0,0%	17	14	12	10	8,941
	0,5%	18	15	12	10,609	9
	1,0%	19	15	12,89987	11	9
	1,5%	20	16,28	13	11	10
	2,0%	21,86	17	14	12	10

Source: Dr. Kalliwoda Research

Sensitivity analysis: Market Capitalization Sensitivitätsanalyse: Marktkapitalisierung

(Mio. EUR)	β = 1,25	Diskontierungszinssatz				
		6,4%	7,4%	8,4%	9,4%	10,4%
0,0%		85	71	60	52	45
langf. Wachstum	0,0%	85	71	60	52	45
	0,5%	90	74	62	53	46
	1,0%	95	77	64,50	55	47
	1,5%	101	81	67	57	48
	2,0%	109	86	70	59	50

Source: Dr. Kalliwoda Research



3. SWOT ANALYSIS

STÄRKEN (Strengths)

Medizin-Technik	■ LINOS entwickelt sich zum Technologieführer in der medizinischen Diagnostik, Pharmakologie u.a. als Lieferant von Baugruppen und Komplettsystemen
X-Ray Imaging	■ LINOS ist Experte für das Marktsegment X-Ray Imaging; insbesondere in den Schwellenländern besteht hohe Nachfrage nach Röntgengeräten
EBIT-Marge	■ Stetige Verbesserung der EBIT-Marge aufgrund von Kosteneinsparungen
Cash-Cows	■ Cash-Cow-Segment Health Care & Life Sciences und Information Technology & Communications kompensieren Industrial Manufacturing deutlich
Laser Processing	■ Die Marktsegmente Laser Technology und Lasermaterial Processing bleiben zuverlässige Basis für Gewinne und Cashflows
F&E	■ Cashflow-CAGR von über 10% (Schätzung bis 2009) ermöglichen Ausbau des Technologievorsprungs
Kundenbezieh.	■ Langfristig gewachsene Kundenbeziehungen

CHANCEN (Opportunities)

Neue Anwendungen	■ LINOS profitiert als Technologieführer stark an neuen Anwendungen der Photonics
Healthcare	■ Hohe Wachstumsraten im Segment Health Care zu erwarten
Kontrakte	■ 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	■ Kosteneinsparung durch Verlagerung der Herstellungsprozesse nach Osteuropa
Standort Bayern	■ Aktueller Neubau des Produktionszentrums Optik erhöht Wettbewerbsfähigkeit der LINOS
Lichtquellen	■ Wachstum der Nachfrage nach Speicherchips, die über optische Funktionen wie Lichtquellen und Lichtwellenleiter verfügen
Digitalisierung	■ LINOS profitiert vom Trend zur Digitalisierung in der Imaging-Industrie
Computed Radiography	■ 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)

Türkei-Ersatz ?	■ Im Vergleich zu 2004 werden für 2005 durch die rückläufigen Fakturierungen des Türkeiauftrages geringere Umsätze erwartet
Enge Nischen	■ LINOS ist teilweise in sehr engen Nischen tätig

BEDROHUNGEN (Threats)

Halbleiter-Konjunktur	■ Eine für 2005 anhaltende Schwäche der Halbleiterkonjunktur belastet 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.: 069-97205853
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 Multex.net, Reuters, JCF Factset and Bloomberg



5. DISCLAIMER

This analysis was provided on behalf of the enterprise treated here. Opinions and estimations are based alone from the author (DR. KALLIWODA|RESEARCH).

These documents have been prepared solely for information purposes and for the use of the recipient. They may not be used in the United States of America under any circumstances. They may not be reproduced in whole or in part or otherwise made available without the written consent of DR.KALLIWODA RESEARCH, Frankfurt. The distribution of these documents may be restricted by local law or regulation in certain jurisdictions. These documents are not intended for distribution to, or for the use by any person or entity in any such jurisdiction; persons accessing these documents are required to inform themselves about and observe any such restrictions. These documents are not an offer to sell, or a solicitation of an offer to buy, any products. They do not constitute an offer, or a solicitation of an offer, to conclude any transaction. Whilst the information provided on this statement has been prepared by DR. KALLIWODA RESEARCH, Frankfurt, based upon or by reference to sources, materials and systems that DR. KALLIWODA RESEARCH, Frankfurt believes to be reliable and accurate, DR. KALLIWODA RESEARCH, Frankfurt does not guarantee its completeness or accuracy. These documents do not purport to contain all of the information that an interested party may desire. In all cases, interested parties should conduct their own investigation and analysis of the transaction described in these documents and of the data set forth in them.

© Copyright by DR. KALLIWODA RESEARCH

Diese Analyse ist im Auftrag des hier behandelten Unternehmens erstellt worden. Meinungen und Schätzungen stammen alleine vom Autor (DR. KALLIWODA | RESEARCH).

Diese Publikation stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf des beschriebenen Produktes dar und ist keine Beratung im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Sie beruht auf Informationen aus von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über die Märkte und die besprochenen Wertpapiere zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ohne Anspruch auf Vollständigkeit und ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten. Diese Publikation darf nur in Deutschland verwendet werden.