



COMPANY REPORT

DR. KALLIWODA EQUITY RESEARCH

Feb. 28, 2005

LINOS AG

BUY

Technologie / Photonics / Optik

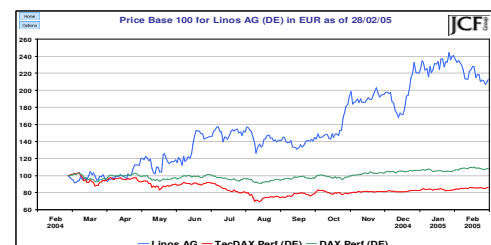
Last price: € 10,50

Fair value: € 13,35

- **LINOS überrascht mit positiver Ergebnisentwicklung**
- **Forcierung der Teil-Verlagerung der Produktion nach Osteuropa**
- **Hohe Kompetenz bei komplexen Kundenprojekten**
- **Positive Cashflow-Entwicklung ermöglicht den Ausbau des Technologievorsprungs**

Company Description

Kerngeschäft von LINOS AG sind optische Technologien (Schlüsseltechnologie Photonik). Das Produktspektrum umfasst hochwertige komplexe Objektive und optische Baugruppen wie digitale Druckmaschinen (Digitaldruck auf Basis der Photonik-Verfahren bzw. Laser und das DVD-Mastering). Im Segment Healthcare & Life Sciences genießt LINOS AG in den Molecular Diagnostics und im Bio Research (Medizintechnik) eine beeindruckende Marktstellung. Die Segmente Photography und Defense umfassen die Gebiete Kamera bzw. Sicherheitstechnik.

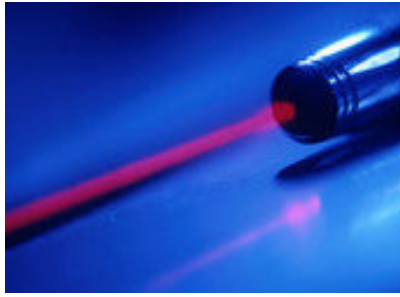


Figures in EUR	2002	2003	2004e	2005e	2006e
EPS Dr. Kalliwoda			1,03	1,09	1,05
EPS Consensus	-1,50	-1,90	0,80	0,90	0,98
Total Revenues (mln)	73,0	73,1	90,2	90,4	93,1
net Income (adj.)	-8,8	-9,6	5,2	5,5	5,2
net cash per share	-6,3	-6,2	-5,4	-3,8	-2,5
net Cash	-31,4	-31,0	-26,8	-19,1	-12,4
Free Cash Flow	2,3	1,2	7,2	9,3	6,1
P/E	-	-5,5	10,2	9,6	10,0
P/S	-	0,72	0,58	0,58	0,56
Price (curr)	10,5				5,00
52W high	12,25				35
52w low	3,7				36,3
Market Cap (mln)	52,5				0,005%
ROE curr	n.m.				LIAG
Sales CAGR 03-09	7%				LIAG
Web Page	www.linos.de				WKN 525650

Source: DR.KALLIWODA | RESEARCH



• 1.	EXECUTIVE SUMMARY	3
• 2.	FINANCIALS	7
2.1	Starke Umsatz- und Gewinnentwicklung in 2004	4
2.2	Schätzungen für 2005 bis 2009	6
2.3	Kostensenkung durch Produktionsverlagerung und Komponentenbezug in Osteuropa.....	9
• 3.	VALUATION	9
3.1	Kursziel von 13,35 € und Marktkapitalisierung von € 66,8 Mio.....	9
3.2	Unternehmensbewertung : DCF-Verfahren	9
3.3	Sensitivitätsanalyse.....	10
3.4	Gewinn- und Verlustrechnung bis 2009	11
3.5	Bilanz und Cash-Flow-Prognosen bis 2009	12
• 4.	MANAGEMENT.....	13
• 5.	LINOS WACHSTUMSTREIBER.....	14
5.1	Industrial Manufacturing	15
5.1.1	Prognosen für Industrial Manufacturing 2005 bis 2007.....	15
5.2	Health Care & Life Sciences.....	16
5.2.1	Prognosen für Health Care & Life Sciences 2005 bis 2007	17
5.3	Information Technology & Communications	17
5.3.1	Prognosen für Information Technology & Communications 2005 bis 2007....	17
• 6.	SWOT ANALYSIS	18
• 7.	CONTACT	19
• 8.	DISCLAIMER	20



1. EXECUTIVE SUMMARY

Einer der Schwerpunkte unserer Unternehmensanalyse ist die genaue Betrachtung der drei Geschäftssegmente und ihre wirtschaftliche Entwicklung in der Zukunft unter Berücksichtigung technologischer Trends und der Entwicklung der Kundenbedürfnisse.

Fest steht, dass sich LINOS AG mit ihrem Segment Medizin und Biotechnologie in einer langfristig soliden Wachstumsbranche befindet. Auch in den Medien- und Printtechnologien und im Laborbereich stehen Anbieter unter hohem Innovationsdruck, der für LINOS substantielle Zuwachsraten erzeugt.

LINOS hat ein sehr erfolgreiches Ergebnis in den ersten drei Quartalen 2004 erzielt. Der Umsatz stieg um 27% auf € 66,213 Mio. Das Vorsteuerergebnis von € 4,651 Mio zeigt, dass das Unternehmen seine Sanierung eindrucksvoll umgesetzt hat. Für das Gesamtjahr 2004 schätzen wir den Umsatz auf € 88 Mio und einen Jahresüberschuss von € 5,18 Mio. Von 2005 bis 2009 rechnen wir mit einer stetigen Umsatzverbesserung auf € 101,8 Mio. in 2009 (Gesamtleistung) wobei LINOS durch die effiziente Marktausrichtung die Gewinnmargen durch High-end optical solutions und Complex optical components and systems erhöht. Wir gehen davon aus, dass das EBT in 2004 von € 6,46 Mio auf € 11 Mio in 2009 ansteigt, was einem EBT-Wachstum von erfreulichen 8,4 % pro Jahr entspricht.

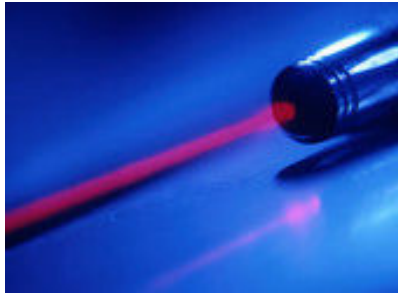
Den operativen Cashflow der LINOS AG erwarten wir bei € 8,9 Mio für das Gesamtjahr 2004. Bei unseren Prognosen für die Operating Cash Flows bis 2009 erhalten wir eine jährliche Wachstumsrate von 10,1 %. Dies ist stabil und lässt auch kleine Firmen-Akquisitionen zu, die über Nischen-Know-how verfügen.

Gründe für unsere positiven Schätzungen sind die zu erwartenden Ergebnisverbesserungen in den beiden strategischen Geschäftssegmenten Health Care & Life Science und Industrial Manufacturing („Erstausrüstungsgeschäft“). Das Geschäftssegment IT & Communications wächst unserer Meinung nach nur moderat unter der Prämisse verhalten steigender Investitionen der Sicherheits- und Defense-Industrie.

Auf der Basis unseres dreistufigen DCF-Modells errechnen wir einen fairen Wert von € 13,35 (Marktkapitalisierung von € 66,8 Mio) und empfehlen die Aktie zum Kauf.

LINOS agiert in einem Markt der optischen Technologien, der Voraussetzung einer Weiterentwicklung ökonomisch bedeutender Branchen wie der Life Sciences-Industrie, der Informationstechnologie, Defense und der Halbleiterindustrie ist. Die gesamte Photonics-Industrie hat derzeit ein Weltmarktvolumen von ca. € 130 Mrd und die Institution American Optoelectronics Industrial Development Association geht von einem enormen Wachstum aus und schätzt ein Weltmarktvolumen von ca. US-\$ 500 Mrd in 2013.

LINOS hält eine sehr starke technologische Stellung inne und erhöht ihre Weltmarktanteile. Bereits heute hat LINOS beispielsweise im Segment Bildverstärkertechnologien für die Röntgendiagnostik einen Weltmarktanteil von ca. 80% und im Segment optische Systeme für die Laserbeschriftung hält LINOS einen Weltmarktanteil von ca. 45%, bei elektrooptischen Modulatoren von über 30%.



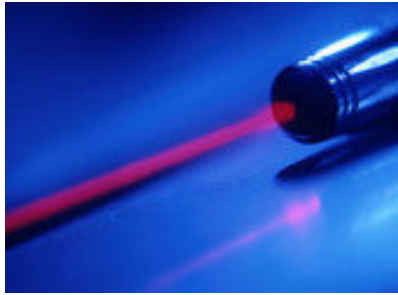
2. FINANCIALS

2.1 Starke Umsatz- und Gewinn-Entwicklung in 2004

LINOS hat ein außerordentlich erfolgreiches Ergebnis in den ersten drei Quartalen 2004 erzielt. Der Umsatz konnte um ca. 27% auf € 66,213 Mio gesteigert werden. Mit einem Vorsteuerergebnis von € 4,651 Mio hat das Unternehmen seine Restrukturierung eindrucksvoll umgesetzt. Im vierten Quartal gehen wir von einem Umsatz von € 21,8 Mio, einem EBIT von € 2,46 Mio und einem EBT von € 1,83 Mio aus. Für das Gesamtjahr 2004 sehen wir ein Vorsteuerergebnis von € 6,48 Mio bei einer Gesamtleistung von € 90,2 Mio. Vgl. hierzu folgende Tabelle auf Quartals- und Vorjahresquartalsbasis mit Schätzungen des letzten Quartals 2004.

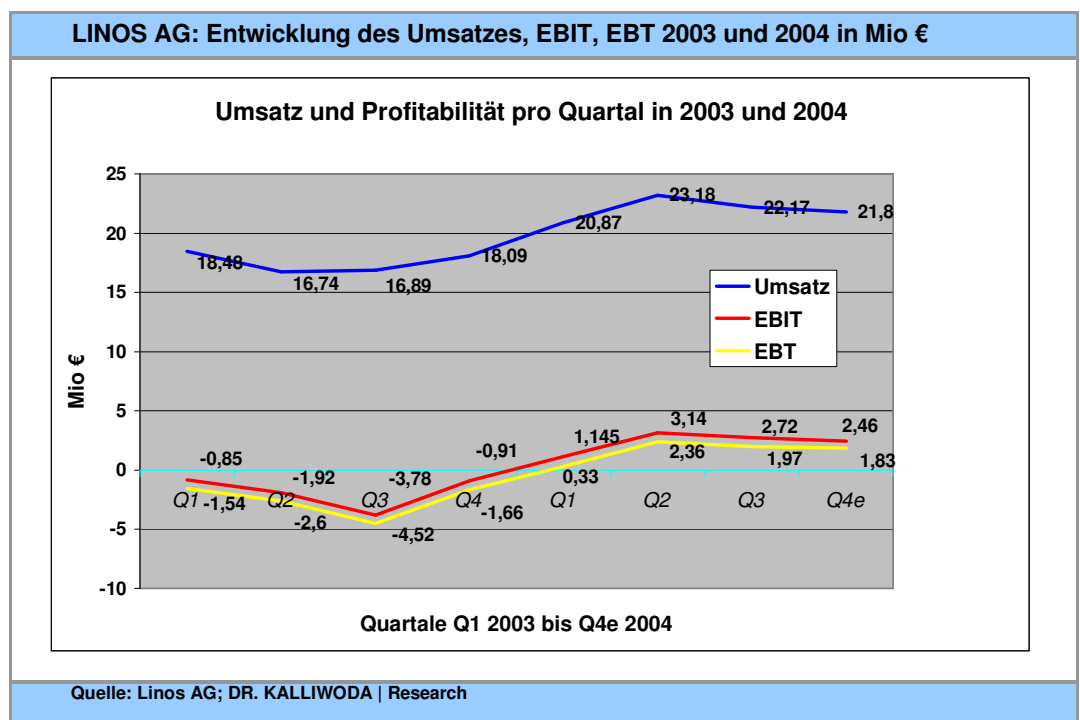
Linios 2004 : Konzerngewinn- und Verlustrechnung nach IFRS																
	Q1 2004	Q1 2003	Change to Q1 2003	Q2 2004	Q2 2003	Change to Q2 2003	Q3 2004	Q3 2003	Change to Q3 2003	9 Mon. 2004 kumul.	Q4e 2004	Q4 2003	Change to Q4 2003	total 2004e	Total 2003	Change to total 2004
Umsatzerlöse	20,87	18,48	12,9%	23,18	16,74	38,5%	22,17	16,89	31,3%	66,21	21,80	18,09	20,5%	88,01	70,19	25,4%
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%	1,35	0,20	-0,67	-129,9%	1,55	-0,29	-642,3%
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,17	0,30	-45,0%	0,25	0,20	28,6%	0,17	0,25	-32,3%	0,59	0,05	0,46	-89,1%	0,64	1,21	-47,2%
Sonstige betriebliche Erträge	0,32	0,26	25,0%	0,57	0,28	102,1%	0,43	0,75	-42,9%	1,32	0,50	0,69	-27,7%	1,82	1,98	-8,3%
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%	-17,46	-5,60	-4,85	15,4%	-23,06	-18,22	26,5%
Aufwendungen für bezogene Leistungen	-0,95	-0,75	26,7%	-0,74	-0,70	6,9%	-0,84	-0,74	13,8%	-2,54	-0,90	-0,80	12,4%	-3,44	-2,99	15,1%
Personalaufwand																
Löhne und Gehälter	-7,32	-7,84	-6,6%	-6,64	-7,42	-10,6%	-6,73	-8,45	-20,4%	-20,68	-6,80	-6,04	12,5%	-27,48	-29,752	-7,6%
Soziale Abg. U. Aufw. für Altersversorgung	-1,44	-1,60	-9,9%	-1,54	-1,63	-5,5%	-1,29	-1,54	-15,8%	-4,27	-1,24	-1,38	-9,9%	-5,51	-6,14	-10,2%
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%	-5,37	-1,70	-3,68	-53,9%	-7,07	-10,10	-30,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-3,71	-3,00	23,5%	-4,54	-3,10	46,8%	-3,94	-4,20	-6,2%	-12,20	-3,90	-2,64	47,7%	-16,10	-12,94	24,4%
Währungsgewinne/-verluste	-0,01	-0,18	-96,1%	0,01	-0,08	-115,0%	0,04	-0,07	-164,6%	0,05	0,05	-0,08	-162,5%	0,10	-0,41	-123,9%
Ergebnis der betrieblichen Tätigkeit (EBIT)	1,15	-0,85	-235,5%	3,14	-1,92	-263,2%	2,72	-3,78	-172,1%	7,00	2,46	-0,91	-370,9%	9,46	-7,45	-227,0%
Zinserträge	0,02	0,01	57,1%	0,03	0,06	-45,0%	0,04	0,03	37,0%	0,09	0,04	0,06	-38,6%	0,13	0,16	-2,5%
Zinsaufwendungen	-0,86	-0,71	20,8%	-0,82	-0,74	10,3%	-0,77	-0,76	1,2%	-2,45	-0,65	-0,81	-19,6%	-3,10	-3,02	2,5%
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%	0,00	-0,02	0,00	1900,0%	-0,02	0,00	1500,0%
Ergebnis vor Ertragssteuern (EBT)	0,32	-1,54	-107,3%	2,36	-2,60	-190,7%	1,97	-4,52	-143,6%	4,65	1,83	-1,66	-209,9%	6,48	-10,32	-162,8%
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-0,25	0,50	-149,7%	-0,69	0,90	-176,8%	-0,76	-0,10		-1,70	0,50	-0,60	-183,9%	1,30	0,70	
Konzernüberschuss/-fehlbetrag	0,07	-1,03	-107,3%	1,67	-1,70	-198,0%	1,21	-4,63	-126,2%	2,96	2,33	-2,26	-203,1%	5,18	-9,62	-153,9%
Unverwässertes Ergebnis pro Aktie																
Konzernergebnis	0,07	-1,03	-107,3%	1,67	-1,70	-198,0%	1,21	-4,63	-126,2%	2,96	2,33	-2,26	-203,1%	5,18	-9,62	-153,9%
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	5,00	-10,00	-150,0%	5,00	5,00	0,0%
Unverwässertes Ergebnis pro Aktie in EUR	0,01	-0,21	-107,3%	0,33	-0,34	-198,0%	0,24	-0,93	-126,2%	0,59	0,47	-0,45	-203,1%	1,04	-1,92	-153,9%
Verwässertes Ergebnis pro Aktie																
Konzernergebnis	0,07	-1,03	-107,3%	1,67	-1,70	-198,0%	1,21	-4,63	-126,2%	2,96	2,33	-2,26	-203,1%	5,18	-9,62	-153,9%
Aktien (gewog. Durchsch. des Geschäftsj. (in Tausend Stück)	5,00	5,00	0,1%	5,01	5,00	0,1%	5,01	5,00	0,2%	15,02	5,01	-10,00	-150,1%	5,01	5,00	0,2%
Verwässertes Ergebnis pro Aktie	0,01	-0,21	-107,3%	0,33	-0,34	-197,9%	0,24	-0,93	-126,2%	0,59	0,46	-0,45	-202,9%	1,03	-1,92	-153,8%

Source: LINOS AG; DR.KALLIWODA | RESEARCH

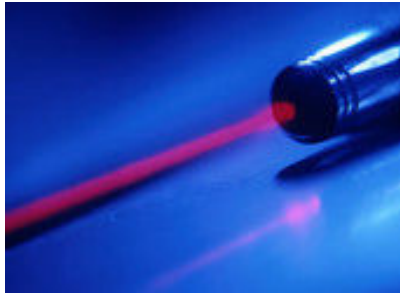


Die Gründe für die starke Ergebnisverbesserung gegenüber 2003 (EBT von € -10,32 Mio) sind die gesteigerten Umsätze und Produktivitäten aller drei Geschäftssegmente (Information Technology & Communications, Health Care & Life Sciences und Industrial Manufacturing), sowie die Konzentration der Produktionsstätten.

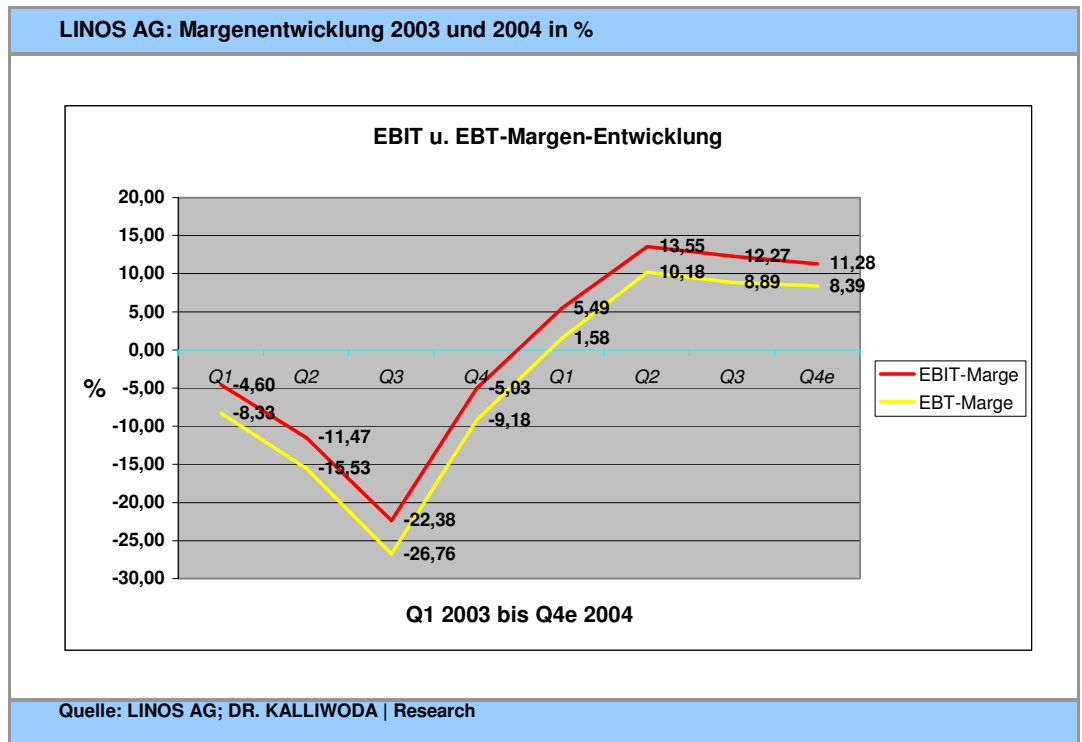
Die folgende Graphik verdeutlicht die Ergebnis-Entwicklung von 2003 und 2004 auf Quartalsbasis (mit unserer Schätzung für das 4. Quartal 2004). Das Vorsteuerergebnis der LINOS AG nimmt auf Quartalsbasis einen positiven Verlauf an. Das EBIT wuchs gegenüber den negativen Ergebnissen 2003 kontinuierlich an und pendelt sich derzeit bei ca. 2,7 Mio. pro Quartal ein. Das EBT berücksichtigt die Zinsbelastung des Unternehmens. Durch die positiven Cash-Flows (€ 6,21 Mio in den ersten drei Quartalen 2004) reduziert LINOS AG ihre Bankverbindlichkeiten von derzeit noch ca. € 26 Mio.



Der Kurs der Aktie gehört mit einer Wertsteigerung von über 195 % in 2004 zu den Top-Performern aller deutschen Aktien.

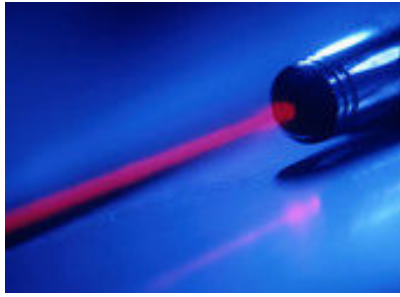


Die folgende Graphik veranschaulicht die positive Margenentwicklung der letzten beiden Jahre (Q4 2004 geschätzt).



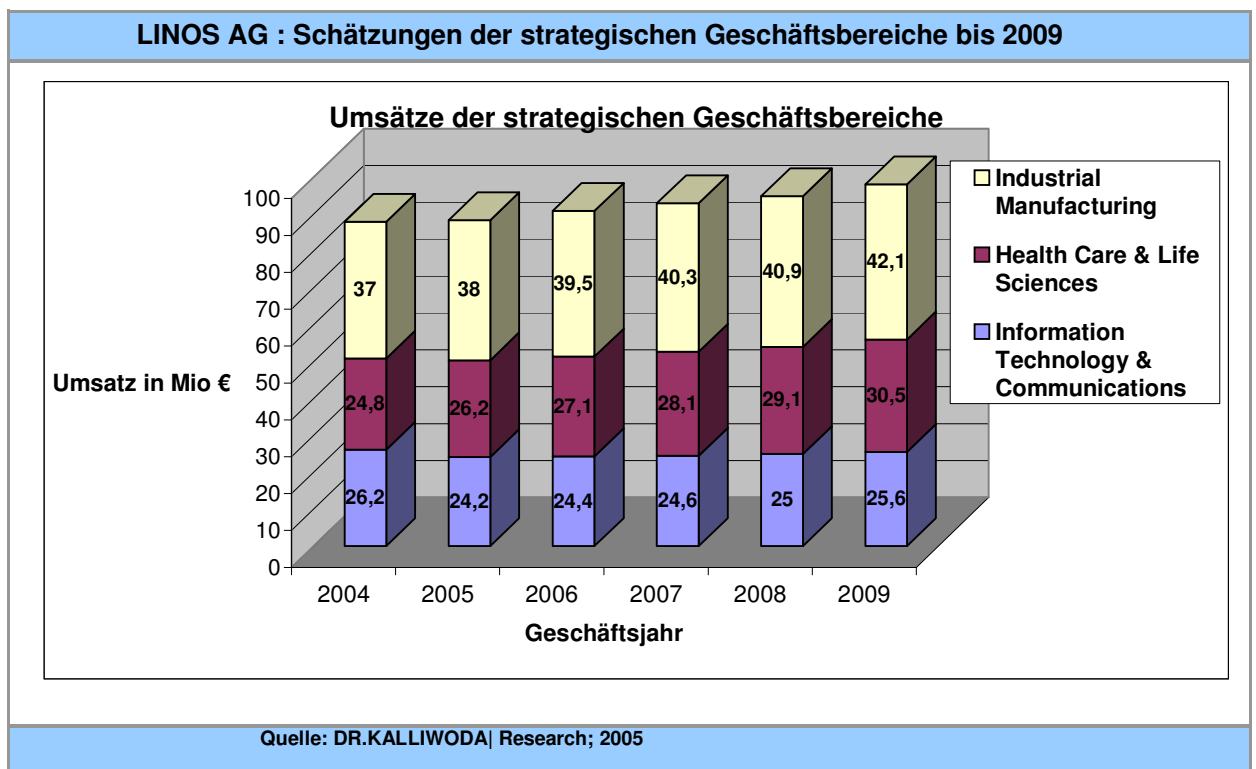
2.2 Schätzungen für 2005 bis 2009

Von 2005 bis 2009 rechnen wir mit einer kontinuierlichen Umsatzverbesserung von € 88 Mio in 2004 bis € 101,8 Mio in 2009 (jeweils ohne die Veränderungen des Bestandes an fertigen und unfertigen Erzeugnissen, die jährlich ca. 2% des Umsatzes betragen). Die effiziente Marktausrichtung und die Ergebnissteigerungen sind jedoch das primäre Ziel der LINOS AG. Wir erwarten eine Steigerung der EBT-Gewinnmargen durch High-end optical solutions und Complex optical components and systems. Im Geschäft der Erstausrüstung bei großen Konzernen wie z.B. ASM Lithography werden in hohem Ausmass positionierte Optik für Waverstopper produziert, die ohne die High-end optical solutions der LINOS AG nicht möglich wären. Wir gehen davon aus, dass LINOS AG das Erstausrüstungs-Geschäft steigern kann. Bei unseren Prognosen für die Umsatzentwicklung bis 2009, die in Kapitel 5

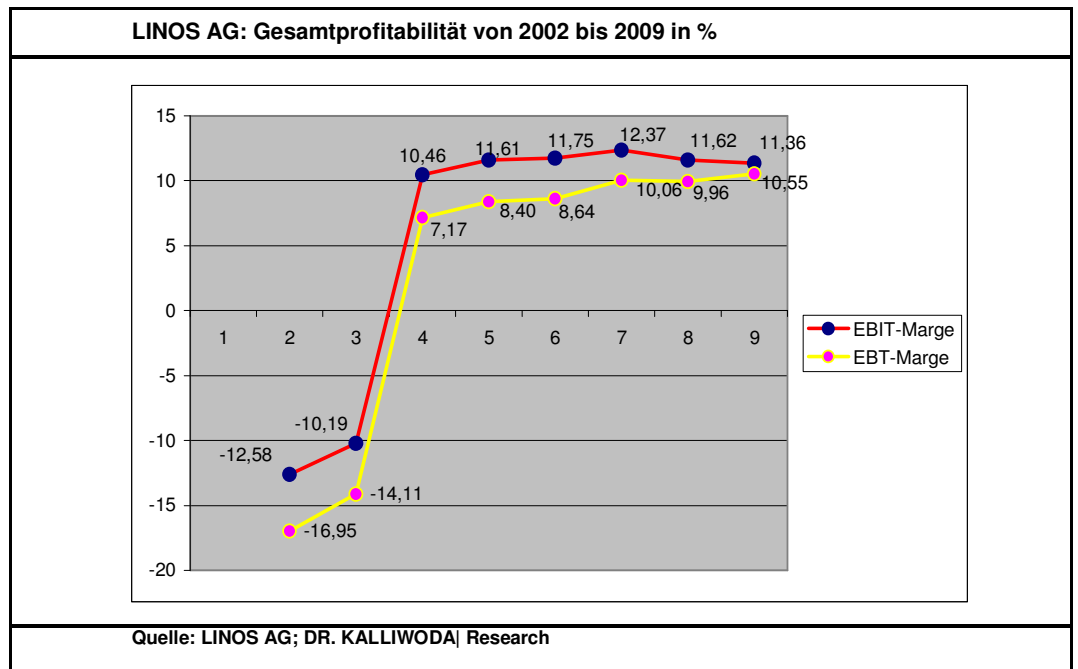
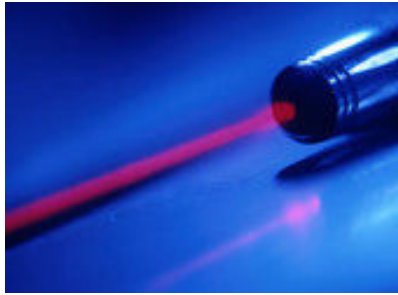


„Wachstumstreiber“ detailliert beschrieben werden, berücksichtigen wir ein Umsatz- und Ergebniswachstum in den Geschäftssegmenten Industrial Manufacturing und Health Care & Life Sciences. Nur marginale Steigerungen erwarten wir bei dem Geschäftssegment IT & Communications.

Folgende Graphik zeigt die Umsatzschätzungen je Geschäftssegment bis 2009.



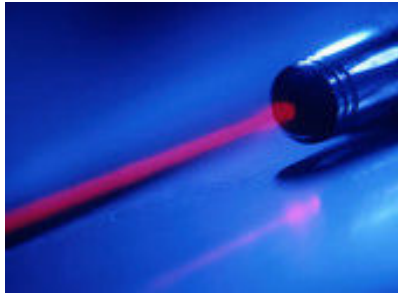
Entscheidend hierbei ist die sich kontinuierlich verbessernde Margenentwicklung. Sie wird unter anderem durch Kosteneinsparungen erzielt, die zum Beispiel aus der teilweisen Verlagerung des Produktionsvolumens nach Osteuropa resultieren. Auf der Basis unserer Sektorschätzungen erwarten wir eine EBT-Margen-Steigerung von 7,2 % in 2004 auf 10,6 % in 2009. Siehe hierzu folgende Graphik.



Das EBIT in 2004 schätzen wir auf € 9,43 Mio. Es sollte in 2005 auf € 10,5 Mio ansteigen, weil in 2004 letztmalig Goodwill-Abschreibungen in Höhe von ca. € 1,8 Mio durchgeführt worden sind. In 2006 erwarten wir ein EBIT von € 10,9 Mio, in 2007 € 11,8 Mio, in 2008 € 11,2 Mio und in 2009 € 11,8 Mio. Zum einen ist die nur gering ansteigende EBIT-Reihe auf die von uns eher defensiv kalkulierte Umsatzreihe zurückzuführen. Wir berücksichtigen derzeit noch keine überproportionalen Umsatzsteigerungen im Geschäftssegment IT & Communication. Zum anderen erwarten wir ab 2006 ansteigende Abschreibungen von ca. € 5 Mio auf € 7,5 Mio in 2009, da auf der Basis sich stark entwickelnder Free-Cash-Flows Anlagen-Investitionen getätigt werden, um die starke Technologiestellung der LINOS AG weiter auszubauen. Die EBT-Reihe sollte relativ stärker als die EBIT-Reihe wachsen, weil LINOS AG ihr Finanzergebnis durch den starken Abbau ihrer Finanzverbindlichkeiten ständig verbessert. Das EBT in 2004 schätzen wir auf € 6,5 Mio. In 2005 gehen wir von € 7,6 Mio aus, für 2006 erwarten wir ein EBT von € 8 Mio, für 2007 von € 9,6 Mio, für 2008 auch € 9,6 Mio und für 2009 von € 11 Mio. Dies bedeutet ein CAGR¹⁾ EBT-Wachstum von erfreulichen 8,4 % für den Zeitraum 2004 bis 2009.

Gründe für diese Prognose sind die zu erwartende positive Entwicklung insbesondere in dem strategischen Geschäftssegment Health Care & Life Sciences. Ähnlich gute Margenverbesserungen sehen wir bei dem Geschäftssegment Industrial Manufacturing („Erstausrüstungsgeschäft“).

¹ Compound Average Growth Rate. Hier wurden die Wachstumsraten auf das Jahr 2005 abdiskontiert mit dem Kapitalkostensatz von 7,5 % (WACC).



2.3 Kostensenkung durch Produktionsverlagerung und Komponentenbezug in Osteuropa

Zwar hat LINOS AG in den letzten beiden Jahren einen sehr effizienten Sanierungskurs hinter sich, um alle Kostenarten zu reduzieren bei gleichzeitiger Topline- und Bottomline-Verbesserung durch Produktinnovationen und Kundenakquisitionen, dennoch werden weitere kosteneinsparende strategische Schritte unternommen. Die Mitarbeiteranzahl wird sich nicht mehr gravierend ändern. In den Jahren 2002 und 2003 hatte man 234 Mitarbeiter (ca. 22% der gesamten Belegschaft) abgebaut, in dem operative Gesellschaften zusammengelegt wurden und Projekte verlagert worden sind. Das LINOS-Werk in Giessen wurde beispielsweise an Jenoptik verkauft. Ferner bedeutsam ist der aktuelle Ausbau des Standortes Polen, um vor Ort die vorteilhaften Standortbedingungen zu nutzen. Derzeit sind im polnischen Werk in Warschau 60 Mitarbeiter beschäftigt. Vorgesehen ist die Einstellung weiterer Mitarbeiter, um High-end optical solutions-Komponenten herzustellen.

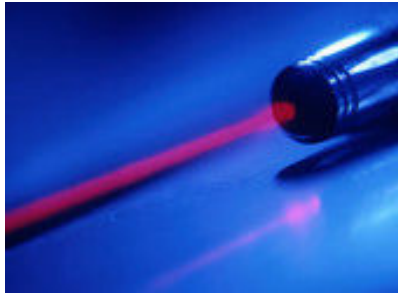
3. VALUATION

3.1 Kursziel von 13,35 € und Marktkapitalisierung von € 66,8 Mio

Auf der Basis unseres dreistufigen Discount-Cash-Flow-Modells errechnen wir einen fairen Wert von € 13,35 (Marktkapitalisierung von € 66,8 Mio). **Wir empfehlen die Aktie zum Kauf mit einem Kursziel von € 13,35 auf Sicht von 12 Monaten.**

3.2 Unternehmensbewertung : DCF-Verfahren

Die Bewertung der LINOS AG erfolgte mittels des dreistufigen Discount-Cash-Flow-Verfahrens um den inneren Wert für die Aktie zu errechnen. Wir haben folgende Annahmen hierbei getroffen. Den risikolosen Zins setzen wir mit 3,7% fest. Dies entspricht einer 10-jährigen Bundesanleihe. Die Risikoprämie kalkulieren wir mit 7,5 % und den Beta-Faktor in Relation zum TecDax 30 mit 1,25. Diese Parameter angewandt, erhalten wir einen gewichteten Kapitalkostensatz (WACC) von 8,1%. Auf Basis dieses Kapitalkostensatzes leiten wir einen fairen Wert für die Aktie von € 13,35 ab. Wir haben dabei die Annahme getroffen, dass das Unternehmen langfristig mit 1,0 % wächst. Ein fairer Wert von € 13,35 entspricht einem Aufwärtspotential von ca. 27% vom derzeitigen Aktienkurs von € 10,5. Folgende Tabelle zeigen die einzelnen Parameter unseres DCF-Modells.



DCF PARAMETER	
PARAMETERS	
Risk-free rate	3,7%
Risk premium	7,5%
Beta	1,25
Longterm growth rate	1,0%
Cost of equity	8,5%
Cost of debt (after Tax)	4,9%
WACC	7,5%
NET PRESENT VALUE OF FREE CASH FLOWS (Mio. EUR)	
Phase 1 (2005-2006)	12,0
Phase 2 (2007-2009)	13,4
Phase 3 (2010...terminal value)	62,6
Net debt	-21,2
Value of total equity	66,8
DCF value per share	13,36
Source: DR.KALLIWODA RESEARCH 2005	

3.3 Sensitivitätsanalyse

Wir haben eine Sensitivitätsanalyse durchgeführt, um die Variabilität unseres hergeleiteten fairen Wertes unter verschiedenen wirtschaftlichen Szenarien aufzuzeigen. Siehe hierzu folgende Tabellen:

Sensitivity analysis per share
Sensitivitätsanalyse je Aktie

(EUR)	Diskontierungszinssatz				
$\beta = 1,25$	5,5%	6,5%	7,5%	8,5%	9,5%
0,0%	18	15	12	10	9
langf. Wachstum 0,0%	18	15	12	10	8,891
0,5%	19	15	13	10,735	9
1,0%	21	16	13,35701	11	9
1,5%	23	17,45	14	12	10
2,0%	24,89	19	15	12	10

Source: Dr. Kalliwoda Research

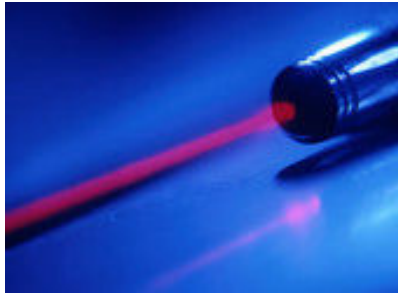
Sensitivity analysis: Market Capitalization
Sensitivitätsanalyse: Marktkapitalisierung

(Mio. EUR)	Diskontierungszinssatz				
$\beta = 1,25$	5,5%	6,5%	7,5%	8,5%	9,5%
0,0%	90	74	61	52	44
langf. Wachstum 0,0%	90	74	61	52	44
0,5%	96	77	64	54	46
1,0%	104	82	66,79	56	47
1,5%	113	87	70	58	49
2,0%	124	94	74	61	51

Source: Dr. Kalliwoda Research

Die Ergebnisse zeigen eine Bewertungs-Bandbreite von € 8,89 bis € 24,89 je Aktie. Ein langfristiges Wachstum von nur 0,5% halten wir für höchst unrealistisch. Wir wählen 1% als Parameter für das langfristige Wachstum der LINOS AG. Dies ist recht defensiv und würde zu einem fairen Wert von mindestens € 9 bei einem WACC von 9,5 % führen.

Unser DCF-Modell berücksichtigt ein WACC von 8,1 %, welches aufgrund der noch hohen Fremdkapitalausstattung und den verhältnismäßig geringen Fremdkapitalzinsen im Vergleich zu zahlreichen anderen High-Tech-Unternehmen relativ niedrig ausfällt.



Wir legen einen Beta-Faktor von 1,25 zugrunde und berücksichtigen dadurch die leicht rückläufige Kursbewegung in den letzten drei Wochen. Noch vor einigen Monaten lag das Volatilitätsmaß etwas höher.

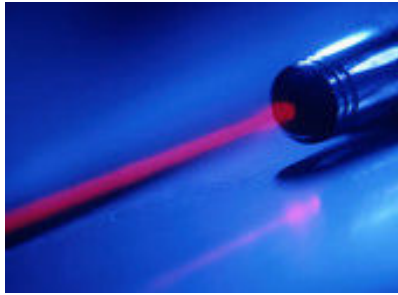
Auf der Basis dieser Determinanten errechnen wir einen fairen Wert von € 13,35 was einer Marktkapitalisierung von € 66,8 Mio entspricht.

3.4. 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	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e
Revenues (incl. finished goods)	73,0	73,1	90,2	90,4	93,1	95,2	96,4	101,8
% change	-15,8%	0,1%	23,4%	0,2%	3,0%	2,3%	1,3%	5,6%
COGS	-18,4	-21,2	-26,5	-27,0	-27,8	-28,4	-29,4	-32,5
% of revenues	25%	29%	27%	27%	28%	30%	30%	30%
Gross income	54,6	51,9	63,7	63,4	65,3	66,8	67,0	69,3
% change	-12,2%	-4,9%	22,7%	-0,4%	3,0%	2,3%	0,4%	3,4%
Gross margin	75%	71%	71%	70%	70%	67%	67%	69%
Personnel expenses	-38,2	-35,9	-33,0	-33,7	-34,7	-34,7	-35,0	-36,8
% of revenues	52%	49%	37%	37%	36%	35%	1%	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	-14,3	-14,5	-14,4	-14,4	-14,1	-2,3
EBITDA	-9,2	-7,0	14,6	15,3	16,2	17,8	18,0	19,3
% of revenues	-13%	-10%	16%	17%	17%	19%	19%	19%
EBITDA margin	-13%	-10%	16,2%	16,9%	17,4%	18,7%	18,7%	19,0%
EBIT	-9,2	-7,5	9,4	10,5	10,9	11,8	11,2	11,8
% of revenues	-13%	-10%	10%	12%	12%	12%	12%	12%
EBIT margin	-13%	-10%	9,4%	11,6%	11,8%	12,4%	11,6%	11,6%
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	6,5	7,6	8,0	9,6	9,6	11,0
% of revenues	-17,0%	-14,1%	7,2%	8,4%	8,6%	10,1%	10,0%	10,8%
Taxes	3,5	0,7	-1,3	-2,1	-2,8	-3,4	-3,4	-3,8
Tax rate	28,6%	6,8%	20,0%	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	5,2	5,5	5,2	6,2	6,2	7,1
% of revenues	-12%	-13%	6%	6%	6%	7%	6%	7%
Net margin	-12%	-13%	5,2%	6,0%	5,6%	6,5%	6,5%	7,0%
# shares out (mln)	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
EPS	-0,49	-0,53	1,03	1,09	1,05	1,24	1,25	1,42

Quelle: DR. KALLIWODA | RESEARCH; LINOS AG



3.5 Bilanz und Cash-Flow-Prognosen bis 2009

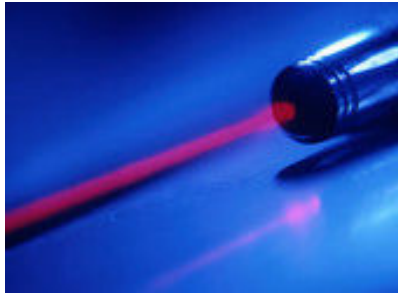
Die folgende Tabelle zeigt die Bilanz der LINOS AG mit unserer Schätzung bis 2009. Die Restrukturierungsmaßnahmen und Effizienzsteigerungen der LINOS AG sollten zu einer kontinuierlichen Verbesserung der Bilanz führen. Die Kennzahl „Gearing“²⁾ (Netto-Finanzverbindlichkeiten/Eigenkapital) verdeutlicht dies: Der Eigenkapitalanteil der LINOS AG wächst gegenüber dem eingesetzten verzinslichen Kapital stetig an. Die Tabelle zeigt (siehe letzte Zeile), dass der Quotient (Gearing) immer kleiner wird (von 2,8 in 2003 bis 1,0 in 2009).

BALANCE SHEET LINOS AG																
EUR mln																
	2002	in %	2003	in %	2004e	in %	2005e	in %	2006e	in %	2007e	in %	2008e	in %	2009e	in %
Intangible assets	28,6	33	25,4	33	22,8	28,21	23,2	28	22,3	26	23,8	27,37	25,2	28,21	24,4	27
(there of goodwill)	1,9	27	1,8	17	0,0	14	0,0	23	0,0	23	0,0	22,35	0,0	21,79	0,0	21
Tangible assets	18,5	21	13,4	17	11,5	14	15,6	19	18,3	22	18,4	21	18,6	21	19,7	22
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	34,3	42	38,8	47	40,6	48	42,2	49	43,8	49	44,1	49
Inventories	21,2	25	20,5	27	22,5	28	22,0	27	22,4	26	22,8	26	22,9	26	23,8	26
Trade debtors	10,0	12	10,0	13	13,9	17	13,0	16	13,2	16	13,4	15	13,5	15	14,0	16
Other current assets	6,4	7	6,2	8	5,2	6	5,2	6	5,3	6	5,4	6	5,4	6	5,6	6
Cash & marketable sec.	1,5	2	1,7	2	4,8	6	3,8	5	3,3	4	3,2	4	3,5	4	2,9	3
Current assets	39,1	45	38,3	50	46,5	58	43,9	53	44,3	52	44,8	51	40,5	51	47,6	51
Total assets	86,2	100	77,2	100	80,8	100	82,8	100	84,9	100	87,0	100	89,2	100	90,5	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	15,1	19	23,0	19	28,0	16	34,2	15	40,5	45	47,6	53
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	21,0	26	21,0	26	21,4	26	21,6	21	21,8	24	22,4	25
Financial liabilities	32,9	38	32,6	42	31,6	39	25,6	39	22,3	42	19,7	32	15,0	37	9,3	38
Other liabilities	5,9	7	6,7	9	8,2	10	8,2	10	8,3	9	8,4	8	7,0	10	6,3	10
Total liabilities	59,1	69	59,7	78	60,7	75	54,8	75	51,9	78	47,8	61	43,8	49	38,0	42
Total equity and liabilities	86,2	100	76,8	100	80,8	100	82,8	100	84,9	100	87,0	100	89,2	100	90,5	100
Working capital	31		30		36,5		34,9		36		36,2		36		38	
Net debt	48		48		44,7		45,8		47		48,0		48		50	
Gearing	1,8		2,8		2,2		1,6		1,4		1,2		1,1		1,0	

Source: DR.KALLIWODA| Research, LINOS AG

Den operativen Cashflow der LINOS AG erwarten wir bei € 8,9 Mio für das Gesamtjahr 2004. Hierzu gelangen wir auf Basis folgender Erwartungen: Nach den ersten neun Monaten lag er bei € 6,21. Wir erwarten für das vierte Quartal einen Gewinn nach Steuern von € 2,1 Mio und addieren die letztmalig nach IFRS geplanten Abschreibungen auf Goodwill von ca. € 1,8 Mio hinzu. In den ersten 9 Monaten haben sich die Forderungen gegenüber Kunden um € 2,059 Mio erhöht und wir erwarten eine weitere Erhöhung.

2) Auch der dynamische Verschuldungsgrad (Netto-Finanzverbindlichkeiten/EBITA) verbessert sich. Vergleiche hierzu die G&V-Rechnung auf Seite 11.



Letztlich schätzen wir die insgesamt geleisteten Zinszahlungen für 2004 auf ca. € 3,3 Mio (€ 2,447 Mio nach den ersten neun Monaten in 2004). Bei unseren Prognosen für die Operating Cash Flows bis 2008 erhalten wir eine jährliche, abdiskontierte ³⁾ Wachstumsrate von 10,1 %. Dies lässt kleine Firmen-Aquisitionen zu, die über Nischen-Know-how verfügen.

CASH FLOW STATEMENT LINOS AG									
€ mln									
	2002	2003	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	CAGR 22. Feb 10,1%
Operating cash flow	7,5	3,1	8,9	11,5	8,1	8,3	15,7	11,9	
Cash flow from investments	-5,2	-1,8	-1,7	-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	-3,0	-8,7	-6,5	-0,5	-1,6	-0,3	
Free cash flow	2,3	1,2	7,2	9,3	6,1	5,7	12,9	9,1	

Source: DR.KALLIWODA| Research, LINOS AG

4. Human Resources der LINOS AG

LINOS AG verfügt über ein erfahrenes Management, ausgebildete Experten und Fachkräfte und über eine gut organisierte und kompetente Investor-Relations-Arbeit.

Ca. 80% der LINOS Mitarbeiter sind Wissenschaftler, Ingenieure und hochqualifizierte Facharbeiter, die Qualität und Flexibilität bei der Abwicklung von Entwicklungs- und Serienfertigungsaufträgen garantieren.

Die ca. 120 Mitarbeiter in den Bereichen Research & Development und den Business Units, die zusammen für einen sehr guten Service sorgen und Neukunden gewinnen können, stärken das Geschäftsmodell von LINOS.

Nennenswert erachten wir auch die Kooperationen der LINOS AG mit Hochschulen und Fachhochschulen (Photonics/Laser-Forschung). Optische Technologien zählen zu den unbestrittenen Schlüsseltechnologien des 21. Jahrhunderts. In Deutschland sind 15% der Industrie-Arbeitsplätze von Optischen Technologien betroffen.

³⁾ Compound Average Growth Rate: Hier wurden die Wachstumsraten des Operating Cash-Flows auf das Jahr 2005 abdiskontiert mit dem Kapitalkostensatz von 8,1 % (WACC).



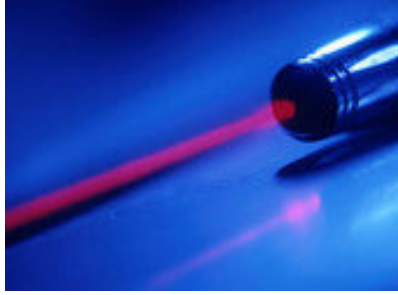
5. LINOS WACHSTUMSTREIBER

Photonics ist die Gesamtheit der optischen Technologien zur Erzeugung, Verstärkung, Formung, Übertragung, Messung und Nutzbarmachung von Licht. Systeme auf der Basis von Optischen Technologien werden von LINOS AG aus den Bereichen Lasertechnik, Optik, Messtechnik, Beleuchtung, Optoelektronik, Medizintechnik und Maschinenbau hergestellt. Viele Produkte und Investitionsgüter gäbe es ohne Bauelemente aus der optischen Technologie nicht. Auch in vielen hochmodernen Produktionsverfahren leisten Komponenten aus der optischen Technologie als Bestandteil ihren Beitrag.

LINOS AG entwickelt und produziert primär Komponenten und Systeme für Photonics-Anwendungen für Health Care & Life Sciences, Industrial Manufacturing und IT & Communications. Gegenüber den Wettbewerbern verfügt LINOS Wettbewerbsvorteile aufgrund der umfassenden Technologiebasis und der Systemlösungskompetenz. Das heißt, LINOS verfügt im Segment optische Systeme über die Module Problemanalyse, Beratung, Entwicklung, Serienfertigung von einbaufähigen optischen Komponenten und Systeme und die After-Sales-Betreuung sowie Logistik. Bedeutende Wettbewerber der LINOS AG sind Melles Griot (Katalog- und OEM-Segment), Newport (Kataloggeschäft), Jenoptik (OEM-Segment) und New Focus (Kataloggeschäft).

LINOS hält eine sehr starke technologische Stellung inne und erzielt daher hohe Weltmarktanteile. Beispielsweise ist LINOS im Segment Bildverstärkertechnologien für die Röntgendiagnostik mit einem Weltmarktanteil von ca. 80% vertreten und im Segment optische Systeme für die Laserbeschriftung hält LINOS einen Weltmarktanteil von 45%. Auch bei elektrooptischen Modulatoren liegen die Marktanteile über 30%.

LINOS agiert in einem Markt der optischen Technologien, der Voraussetzung einer Weiterentwicklung ökonomisch bedeutender Branchen wie der Life Sciences-Industrie, der Informationstechnologie und der Halbleiterindustrie ist. Daher ist Photonics für diese Industrie-Segmente eine Schlüsselindustrie. Die gesamte Photonics-Industrie hat derzeit ein Weltmarktvolumen von ca. € 130 Mrd und die University of Arizona und die Institution American Optoelectronics Industrial Development Association geht von einem enormen Wachstum aus und schätzt ein Weltmarktvolumen von ca. US \$ 500 Mrd in 2013.



5.1 Industrial Manufacturing

Das Segment Industrial Manufacturing besteht aus den Teilarbeitsgebieten Research & Laboratories, Lasertechnologie/Laser Materialbearbeitung, Halbleiter, Productronics und sonstige Aktivitäten. Es ist das umsatzstärkste Segment der LINOS AG. In 2002 wurden € 30,2 Mio (43% vom Gesamtumsatz), in 2003 € 30 Mio (42,7% vom Gesamtumsatz) erzielt.

Dieses industrienahes Geschäftssegment ist in den ersten drei Quartalen des Geschäftsjahres 2004 aufgrund der anhaltend guten Konjunktur im Halbleitersektor und den starken Zuwächsen in den Segmenten Laser Material Processing, Optical Metrology & Inspection sowie Machine Vision stark gewachsen. In den ersten neun Monaten 2004 ist der Umsatz gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 28,3% angestiegen. Für das vierte Quartal erwarten wir € 9,3 Mio, so dass in 2004 insgesamt € 37,3 Mio erreicht werden sollten. Den Anteil des Segmentes Industrial Manufacturing am Konzernumsatz erwarten wir somit bei 42,4% bei einem Gesamtumsatz von € 88,0 Mio (ohne die Veränderungen des Bestandes an fertigen und unfertigen Erzeugnissen von geschätzten € 1,5 Mio).

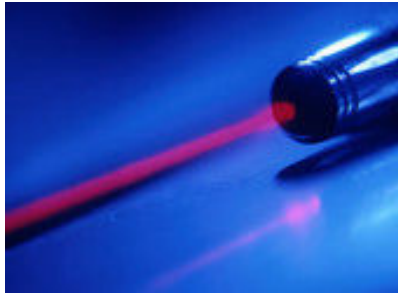
Bedeutsame Kunden der LINOS AG in diesem Geschäftssegment sind u.a. ASM Lithography, KLA Tencor, Rofin Sinar und Leica Microsystems.

5.1.1 Prognosen für Industrial Manufacturing 2005 bis 2007

Unsere Prognosen für das Segment Industrial Manufacturing sind längerfristig positiv. Die Investitionen in langlebige Investitionsgüter (Maschinenbau, Industrieanlagen, Spezialmaschinenbau, Präzisionseinrichtungen) sollten durch eine sich weiter erholende Konjunktur gestützt werden. Wir erwarten daher bei den Teilsegmenten Productronics (Messtechnik/Kalibrierung) und Lasertechnologie/Laser-Materialbearbeitung besonders hohe Profitabilität. Weniger stark schätzen wir die Entwicklung bei der Nachfrage nach Halbleitern ein. In 2004 war das Niveau der Nachfrage nach Halbleiter-Komponenten bereits sehr hoch, wonach in den nächsten beiden Jahren von einem zyklischen Abschwung auszugehen ist⁴⁾

Wir erwarten für 2005 einen Umsatz im Segment Industrial Manufacturing von € 38,1 Mio, € 39,5 Mio in 2006 und € 40,3 Mio in 2007.

⁴⁾ Der Konzern ASM Lithographie erwartet eine stabile Halbleiterkonjunktur bis 2006 während das Unternehmen Infineon nur noch für das laufende Jahr 2005 mit einem stabilen Halbleitermarkt rechnet.



5.2 Health Care & Life Sciences

Das Geschäftssegment Health Care & Life Sciences beinhaltet die Teilsegmente X-Ray-Imaging, Dental Technology, Bio-Research und Molecular Diagnostics.

Alle Teilsegmente erzielten im Geschäftsjahr 2002 zusammen einen Umsatz von € 22,7 Mio (33% vom Gesamtumsatz) und in 2003 wurden € 23,9 Mio (34,1% vom Gesamtumsatz) erreicht. In den ersten drei Quartalen des Geschäftsjahres 2004 steigerte sich der Umsatz um 4,8% auf € 18,6 Mio. Für das vierte Quartal erwarten wir € 6,2 Mio, so dass insgesamt € 24,8 Mio erreicht werden sollten. Die Quote am Konzernumsatz erwarten wir somit bei 28,2 % bei einem Gesamtumsatz von € 88 Mio (ohne die Veränderungen des Bestandes an fertigen und unfertigen Erzeugnissen von geschätzten € 1,5 Mio).

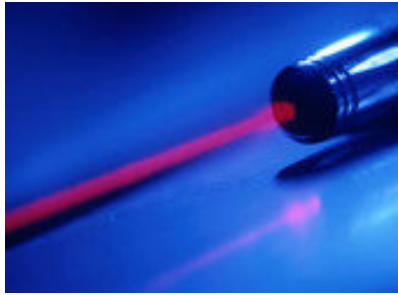
Bedeutsame Kunden der LINOS AG in diesem Geschäftssegment sind u.a. international führende Anbieter wie Philips Medical Systems, Siemens Medical Systems, Roche Diagnostics und Sirona Dental System.

5.2.1 Prognosen für Health Care & Life Sciences 2005 bis 2007

Die Unternehmenssparte Health Care & Life Sciences ist gut diversifiziert und die Nachfrage nach den Spezialprodukten ist dynamisch. Stabile und prognostizierbare Wachstumspotentiale zeigen die X-Ray Imaging-Systeme auf. Es sind Röntgendiagnostik-Konzepte, die in Krankenhäusern zur Anwendung kommen.

Das Teilsegment Bio Research wächst unserer Meinung am stärksten, weil LINOS bei diesem Spezialsegment über ausgezeichnetes Know-how verfügt und am Markt mit den Produkten des Biochip-Scanners und Realtime PCR sehr gut positioniert ist. Aufgrund dieser starken Marktstellung in den Spezialgebieten Molecular Diagnostics und Bio Research erwarten wir ein überdurchschnittliches Wachstum. Insbesondere der Biochip Scanner wird von großen Chipherstellern verstärkt nachgefragt. Infineon und Intel konzentrieren sich verstärkt auf das optische Biochip-Segment.

Für 2005 schätzen wir den Umsatz auf € 26,4 Mio (Anteil von 29,9 % des geschätzten Gesamtumsatzes von € 88,4 Mio). Für das Geschäftsjahr 2006 erwarten wir einen Umsatz von € 27,1 Mio (29,8 % vom geschätzten Gesamtumsatz von € 91 Mio) und € 28,1 Mio für 2007 (30,2% vom geschätzten Gesamtumsatz von € 93 Mio). Unterstützt wird die gute Aussicht von der derzeit wachsenden Nachfrage nach Dental Technologies. Insgesamt ist das Produkt- und Dienstleistungsportfolio für Life Sciences-Anwendungen relativ konjunkturabhängig. Es unterliegt eher den Bestellzyklen und Planbudgets der Life Sciences-Unternehmen und der Forschungs-Institutionen.



5.3 Information Technology & Communications

Das Geschäftssegment Information Technology & Communications beinhaltet die Teilsegmente Printing Industry, Photography, Systems Technology, Telecommunications, Lab Technology und Sonstige.

Alle Segmente erzielten im Geschäftsjahr 2002 einen Umsatz von € 16,9 Mio (24 % vom Gesamtumsatz) und in 2003 wurden € 16,3 Mio (23,2 % vom Gesamtumsatz) erreicht. In den ersten drei Quartalen des Geschäftsjahres 2004 steigerte sich der Umsatz um 56,4 % gegenüber dem Vorjahreszeitraum 2003 auf € 19,6 Mio. Für das vierte Quartal erwarten wir weitere € 6,5 Mio, so dass insgesamt € 26,2 Mio erreicht werden sollten. Die Quote am Konzernumsatz erwarten wir somit bei 29,77 % bei einem Gesamtumsatz von € 88 Mio. Maßgeblich beeinflusst wurde diese sehr starke Entwicklung vom Türkei-Auftrag, der mit einem Gesamtvolumen von über € 30,6 Mio der größte Auftrag in der Unternehmensgeschichte ist. Die Produktion und Lieferung wird in Teilabschnitten absolviert.

Bedeutende Kunden der LINOS AG in diesem Geschäftssegment sind AGFA (Imaging), EADS (Defense) und Durst Phototechnik.

5.3.1. Prognosen für Information Technology & Communications 2005 bis 2007

Für die Sparte IT & Communications kalkulieren wir € 23 Mio für das Geschäftsjahr 2005 (26% vom geschätzten Gesamtumsatz von € 88,4 Mio) und € 24,4 Mio für 2006 (26,8% vom geschätzten Gesamtumsatz von € 91 Mio) und € 24,6 Mio für 2007 (26,4% vom geschätzten Gesamtumsatz von € 93 Mio). Hierbei erachten wir die Teilsegmente Systems Technology und Photography als die Wachstumsstärksten.



6. SWOT ANALYSIS

Strengths

- Stetige Verbesserung der EBT-Marge und Steigerung des Jahresüberschusses
- Cash-Cow-Segment Industrials Manufacturing überkompensiert Nachfrageschwankungen des IT & Communications-Segment
- Cashflow-CAGR von über 10% (Schätzung bis 2009) ermöglichen Ausbau des Technologievorsprungs
- Exzellentes Know-how in Medizintechnik, Bio-Research, Molecular Diagnostics und Lasertechnologie

Weaknesses

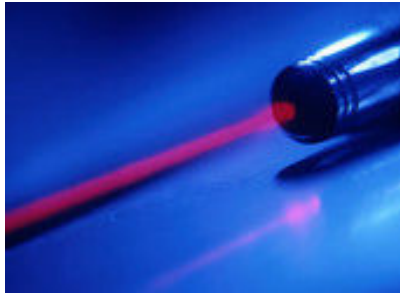
- Noch relativ hoher Schuldenstand, der auf der Basis hoher Free-Cashflows in 2007 mehr als halbiert sein wird

Opportunities

- LINOS profitiert als Technologieführer stark von einer konjunkturellen Belebung
- Hohe Wachstumsraten im Segment Health Care zu erwarten
- Kosteneinsparung durch Verlagerung der Herstellungsprozesse nach Osteuropa
- Wachstum der Nachfrage nach Speicherchips, die über optische Funktionen wie Lichtquellen und Lichtwellenleiter verfügen

Threads

- Mögliche Wettbewerber aus dem asiatischen Raum
- Mangelndes Cash für Wachstum
- Kritische Größe



7. 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



8. Disclaimer

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 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 überprüfbar, 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.