



# COMPANY UPDATE

DR. KALLIWODA EQUITY RESEARCH

Mai. 19, 2005

## LINOS AG

Technologie / Photonics / Optik

Unchanged: **BUY**

Coverage: Since Q3 2004

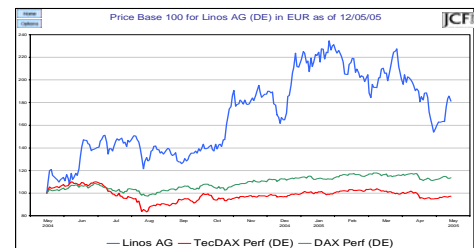
Last price: € 8,95

Fair value: €13,35

- LINOS überzeugt mit Q1/2005-Ergebnis: EBIT-Marge von 12,1% und EBT Marge von 9,3%
- Eigenkapitalquote verbessert sich überzeugend
- 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. 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	0,96	1,18
EPS Consensus	-1,50	-1,90	0,80	0,90	1,10
Total Revenues (mln)	73,0	73,1	89,9	85,1	93,1
net Income (adj.)	-8,8	-9,6	5,4	4,8	5,9
net cash per share	-6,3	-6,2	-4,7	-3,1	-1,8
net Cash	-31,4	-31,0	-23,5	-15,7	-8,8
Free Cash Flow	2,3	1,2	9,8	8,8	5,7
P/E	-	-4,7	8,2	9,3	7,6
P/S	-	0,61	0,50	0,53	0,48
Price (curr)	8,95				
52w high	12,25				
52w low	3,7				
Market Cap (mln)	44,8				
ROE curr	n.m.				
Sales CAGR 03-09	7%				
Web Page	www.linos.de				
Shares out (mln)				5,00	
6M Avrg Vol (000s)				35	
Free Float (in %)				36,3	
Geregelter Markt / Prime Standard					0,005%
Reuters code					LIAG
Bloomberg					LIAG
WKN					525650

Source: DR.KALLIWODA | RESEARCH



---

• 1.	FINANCIALS .....	3
1.1	Starke Umsatz- und Gewinn-Entwicklung in Q1 2005.....	3
1.2	Schätzungen für Q2 2005.....	6
• 2.	VALUATION .....	7
2.1	Schätzungen für 2005 bis 2009 .....	7
2.2	Kursziel von 13,37 €und Marktkapitalisierung von €66,9 Mio (unveränd.)..	7
2.3	Unternehmensbewertung : DCF-Verfahren .....	8
2.4	Sensitivitätsanalyse.....	8
2.5	Gewinn- und Verlustrechnung bis 2009 .....	9
2.6	Bilanz und Cash-Flow-Prognosen bis 2009.....	10
• 3.	SWOT ANALYSIS.....	13
• 4.	CONTACT .....	13
• 5.	DISCLAIMER.....	14



---

## 1. FINANCIALS

### 1.1 Starke Gewinn- und Cash-flow Entwicklung in Q1 2005

LINOS AG konnte den Umsatz und die Gesamtleistung im ersten Quartal gegenüber dem Vorjahresquartal um jeweils €0,3 Mio. steigern. Sehr beeindruckend ist die Entwicklung des EBIT. Es stieg um über €1,4 Mio. auf €2,6 Mio. Auch der operative Cashflow stieg im ersten Quartal 2005 auf € 4,3 Mio was einer Steigerung von € 3,6 Mio gegenüber dem Vorjahresquartal entspricht (+614 %). Das Konzernergebnis hat sich in Q1 2005 mit €1,3 Mio gegenüber dem Vorjahresquartal (€ 0,1 Mio) ebenfalls stark verbessert, daher stieg das Ergebnis pro Aktie von € 0,01 auf € 0,26. Dies geht mit einer Verbesserung der Eigenkapitalquote gegenüber dem Vorjahresquartal von 21,8% auf 31,5% einher.

Die Gründe für die Ergebnisverbesserung gegenüber Q1 2004 liegen in der Umsatzsteigerung im Geschäftssegment Information Technology & Communications, was primär aus den Umsätzen aus dem Türkei-Geschäft resultierte (Umsatzsteigerung von 17,3%). Der Umsatz im Geschäftssegment Health Care & Life Sciences stieg um 3% aufgrund des Teilsegmentes Dental Technology., wohingegen der Umsatz im Geschäftssegment Industrial Manufacturing durch die negative Gesamtentwicklung in der Halbleitertechnologie um 7,7% gefallen ist.

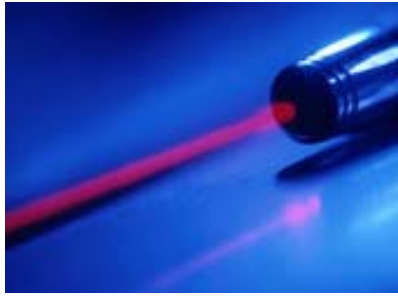
### 1.2. Schätzung für Q2 2005

Im zweiten Quartal 2005 schätzen wir den Umsatz auf €20,4 Mio und die Gesamtleistung (Umsatz inkl. Veränderung des Bestandes an fertigen und unfertigen Erzeugnissen und anderen aktivierten Eigenleistungen) auf €20,95 Mio. Dies ist von uns eine defensive Schätzung. Wir erwarten ein EBIT-Ergebnis von €2,46 Mio und ein EBT von €1,9 Mio. Das Konzernergebnis für Q2 2005 schätzen wir auf €1,31 Mio.

Vgl. hierzu folgende Tabelle auf Quartals- und Vorjahresquartalsbasis mit Schätzungen des letzten Quartals Q2 2005.

Die nach der Tabelle folgende Graphik verdeutlicht die Ergebnis-Entwicklung von 2003 bis 2005 inklusive Schätzung des laufenden zweiten Quartals 2005. Das Vorsteuerergebnis der LINOS AG nimmt einen positiven Verlauf an. Das EBIT wuchs gegenüber den negativen Ergebnissen 2003 kontinuierlich an.

Das EBT berücksichtigt die Zinsbelastung des Unternehmens, gleicht sich aufgrund der immer geringeren Gesamtverschuldung dem EBIT an. Linos AG ist es gelungen, die Eigenkapitalquote von 21,8% im Vorjahresquartal 2004 auf jetzt 31,5% zu verbessern.

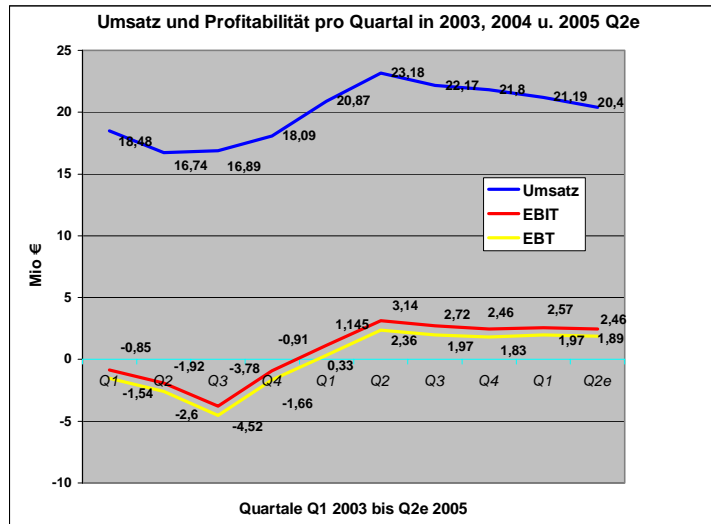


Linos 2004 und 2005 (inkl. Schätzung Q2 2005) : Konzerngewinn- und Verlustrechnung nach IFRS

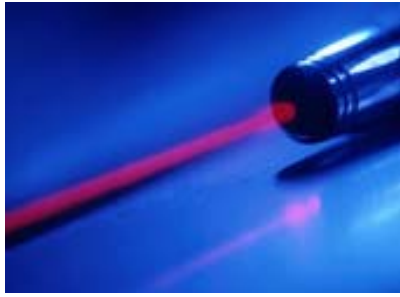
	Q1 2004	Q1 2003	Change to Q1 2003	Q2 2004	Q2 2003	Change to Q2 2003	Q3 2004	Q3 2003	Change to Q3 2003	Q4 2004	Q4 2003	Change to Q4 2003	Total 2004	Total 2003	Change to total 2003	Q1 2005	Q1 2004	Change to Q1 2004	Q2 2005e	Q2 2004	Change to Q2 2004
Umsatzerlöse	20,87	18,48	12,9%	23,18	16,74	38,5%	22,17	16,89	31,3%	21,86	18,09	20,9%	88,077	70,19	25,5%	21,187	20,865	1,5%	20,400	23,18	-12,0%
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%	-0,050	-0,03	100,0%
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,17	0,30	-45,0%	0,25	0,20	28,6%	0,17	0,25	-32,3%	0,94	0,46	105,2%	1,533	1,21	26,7%	0,30	0,17	83,6%	0,600	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%	0,300	0,57	-47,0%
Materialeinwand																					
Aufwand für Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe und für bezogene Waren	-5,52	-4,69	17,6%	-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%	-5,250	-5,57	-5,7%
Aufwendungen für bezogene Leistungen	-0,95	-0,75	26,7%	-0,74	-0,70	6,9%	-0,84	-0,74	13,0%	-0,73	-0,80	9,5%	-3,264	-2,99	9,2%	-0,68	-0,95	-28,9%	-0,700	-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%	-6,600	-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	-15,8%	-1,48	-1,38	7,7%	-5,755	-6,14	-6,3%	-1,47	-1,44	1,8%	-1,460	-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%	-1,200	-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%	-3,600	-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%	0,020	0,01	66,7%
<b>Ergebnis der betrieblichen Tätigkeit (EBIT)</b>	<b>1,15</b>	<b>-0,85</b>	<b>-235,5%</b>	<b>3,14</b>	<b>-1,92</b>	<b>-263,2%</b>	<b>2,72</b>	<b>-3,78</b>	<b>-172,1%</b>	<b>2,73</b>	<b>-0,91</b>	<b>-400,2%</b>	<b>9,728</b>	<b>-7,45</b>	<b>-230,6%</b>	<b>2,57</b>	<b>1,15</b>	<b>124,5%</b>	<b>2,460</b>	<b>3,14</b>	<b>-21,6%</b>
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	-30,6%	0,02	0,02	0,0%	0,03	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%	-0,620	-0,86	-27,9%	-0,60	-0,82	-26,5%
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%	-0,02	0,00	1900,0%	0,006	0,00	-700,0%	0,00	0,02	-100,0%	0,00	0,00	0,0%
<b>Ergebnis vor Ertragssteuern (EBT)</b>	<b>0,32</b>	<b>-1,54</b>	<b>-107,3%</b>	<b>2,36</b>	<b>-2,60</b>	<b>-190,7%</b>	<b>1,97</b>	<b>-4,52</b>	<b>-143,6%</b>	<b>2,09</b>	<b>-1,66</b>	<b>-226,0%</b>	<b>6,719</b>	<b>-10,32</b>	<b>-165,1%</b>	<b>1,97</b>	<b>0,32</b>	<b>906,8%</b>	<b>1,896</b>	<b>2,36</b>	<b>-18,5%</b>
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-0,25	0,50	-149,7%	-0,69	0,90	-176,8%	-0,76	-0,10	-8,6%	0,50	-0,60	-183,9%	-1,292	0,70	-182,9%	-0,68	-0,250	172,4%	-0,59	-0,69	-14,6%
<b>Konzernüberschuss/-fehlbetrag</b>	<b>0,07</b>	<b>-1,03</b>	<b>-107,3%</b>	<b>1,67</b>	<b>-1,70</b>	<b>-198,0%</b>	<b>1,21</b>	<b>-4,63</b>	<b>-126,2%</b>	<b>2,59</b>	<b>-2,26</b>	<b>-214,8%</b>	<b>5,427</b>	<b>-9,62</b>	<b>-156,4%</b>	<b>1,29</b>	<b>0,07</b>	<b>1621,3%</b>	<b>1,309</b>	<b>1,67</b>	<b>-21,6%</b>
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%	1,31	1,67	-21,6%
Konzernergebnis 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%
<b>Unverwässertes Ergebnis pro Aktie in EUR</b>	<b>0,01</b>	<b>-0,21</b>	<b>-107,3%</b>	<b>0,33</b>	<b>-0,34</b>	<b>-198,0%</b>	<b>0,24</b>	<b>-0,93</b>	<b>-126,2%</b>	<b>0,52</b>	<b>-0,45</b>	<b>-214,8%</b>	<b>1,09</b>	<b>-1,92</b>	<b>-156,3%</b>	<b>0,258</b>	<b>0,015</b>	<b>1621,3%</b>	<b>0,262</b>	<b>0,33</b>	<b>-21,6%</b>
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%	1,31	1,67	-21,6%
Konzernergebnis 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%	5,01	-10,00	-150,1%	5,008	5,00	0,2%	5,010	5,004	0,1%	5,01	5,00	0,1%
Verwässertes Ergebnis pro Aktie	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%	0,261	0,33	-21,7%

Source: LINOS AG; DR. KALLIWODA | RESEARCH

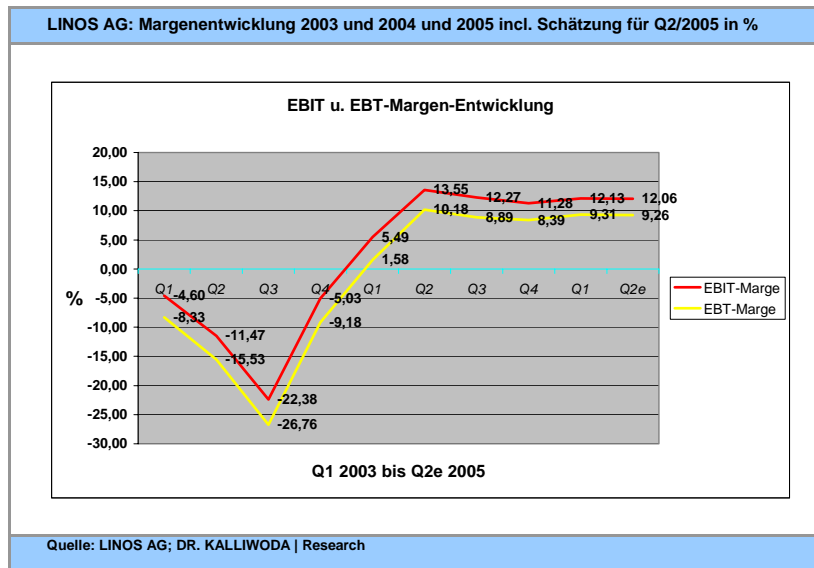
LINOS AG: Entwicklung des Umsatzes, EBIT, EBT 2003, 2004 und 2005 inkl. Q2 2005 Schätzung in € Mio.



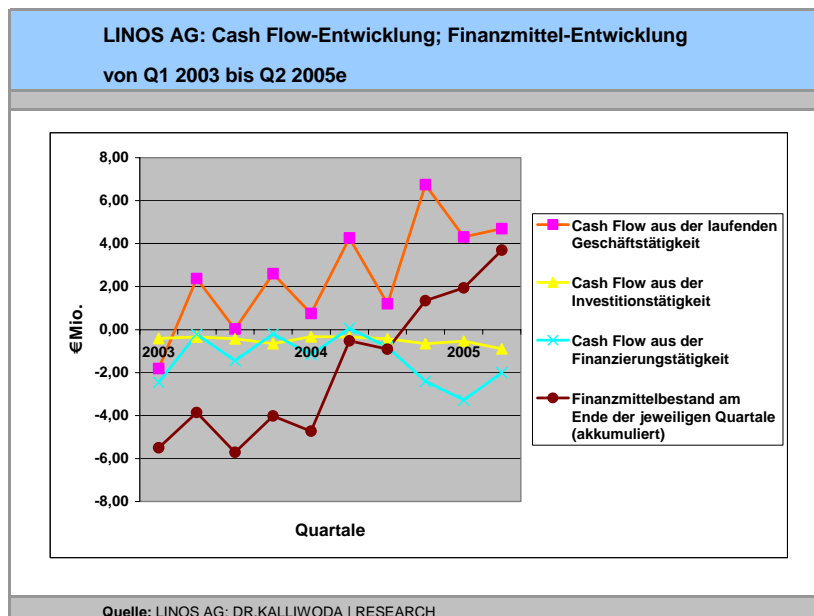
Quelle: Linos AG; DR. KALLIWODA | Research



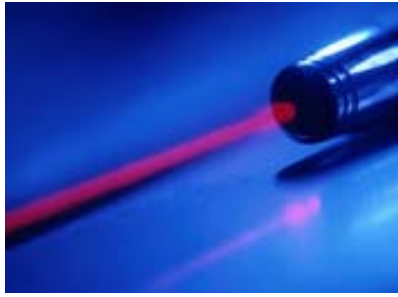
Die folgende Graphik veranschaulicht die positive Margenentwicklung der letzten 9 Quartale (Q2 2005 geschätzt).



Die starke Verbesserung des operativen Cashflows und die mit einhergehende Erholung der Finanzmittelbestände (braune Kurve) zeigen wir in der nächsten Graphik.



Die Entwicklung der Cash Flows für Investitionstätigkeit (gelbe Kurve) zeigt, dass keine grossen Investitionen oder Desinvestitionen vorgenommen worden sind. Die positiven Finanzmittelbestände sind durch die operativen Ergebnisse erzielt worden. Die fallenden Cash



---

Flows aus der Finanzierungstätigkeit (blaue Kurve) verdeutlichen die kontinuierliche Verringerung der Kreditverbindlichkeiten des Konzerns.

## 2. VALUATION

### 2.1 Schätzungen für 2005 bis 2009

Von 2005 bis 2009 rechnen wir insgesamt mit einer Umsatzverbesserung von €85,1 Mio in 2005 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. Im Geschäft der Erstausrüstung bei großen Konzernen wie z.B. ASM Lithography, ist LINOS AG mit ihren High-end optical solutions gut positioniert. Wir gehen davon aus, dass LINOS AG das Erstausrüstungs-Geschäft steigern kann. Das EBIT in 2005 schätzen wir auf €9,6 Mio.

In 2006 erwarten wir ein EBIT von €10,95 Mio, in 2007 €12,8 Mio, in 2008 €12,2 Mio und in 2009 €12,9 Mio. Bei unseren Schätzungen berücksichtigen wir derzeit noch keine überproportionalen Umsatzsteigerungen im Geschäftssegment IT & Communication.

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 €6,7 Mio. In 2006 gehen wir von €9 Mio aus, für 2007 erwarten wir ein EBT von €10,6 Mio, für 2008 von €10,6 Mio und für 2009 von €12 Mio. Dies bedeutet ein CAGR<sup>1)</sup> EBT-Wachstum von erfreulichen 8,6 % für den Zeitraum 2005 bis 2009.

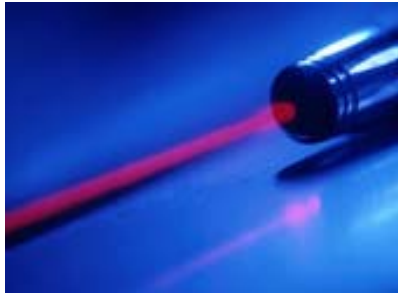
Gründe für diese Prognose sind die zu erwartende positive Entwicklung insbesondere in dem strategischen Geschäftsbereich Health Care & Life Sciences. Ähnlich gute Margenverbesserungen sehen wir bei dem Geschäftssegment Industrial Manufacturing („Erstausrüstungsgeschäft“).

### 2.2 Kursziel von € 13,37 und Marktkapitalisierung von € 66,9 Mio (unverändert)

Auf der Basis unseres dreistufigen Discount-Cash-Flow-Modells errechnen wir einen fairen Wert von €13,37 (Marktkapitalisierung von €66,9 Mio). **Wir empfehlen die Aktie zum Kauf mit einem Kursziel von €13,37 auf Sicht von 12 Monaten.**

---

<sup>1</sup> Compound Average Growth Rate. Hier wurden die Wachstumsraten auf das Jahr 2005 abdiskontiert mit dem Kapitalkostensatz von 8,4 % (WACC).



## 2.3 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 € 13,37 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)	11,1
Phase 2 (2007-2009)	16,0
Phase 3 (2010...terminal value)	61,0
Net debt	-21,2
Value of total equity	66,9
DCF value per share	13,38
Source: DR.KALLIWODA   RESEARCH 2005	

## 2.4 Sensitivitätsanalyse

Eine Sensitivitätsanalyse zeigt die Variabilität unseres hergeleiteten fairen Wertes unter verschiedenen wirtschaftlichen Szenarien. Siehe hierzu folgende Tabellen:

**Sensitivity analysis per share**  
Sensitivitätsanalyse je Aktie

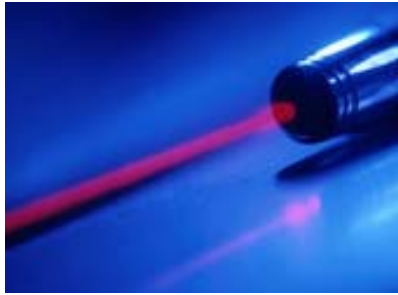
(EUR)		Diskontierungszinssatz				
$\beta = 1,25$		6,4%	7,4%	8,4%	9,4%	10,4%
0,0%		18	15	12	11	9
langf. Wachstum	0,0%	18	15	12	11	<b>9,313</b>
	0,5%	19	15	13	<b>11,031</b>	10
	1,0%	20	16	<b>13,37527</b>	11	10
	1,5%	21	<b>16,81</b>	14	12	10
	2,0%	<b>22,46</b>	18	15	12	10

Source: Dr. Kalliwoda Research

**Sensitivity analysis: Market Capitalization**  
Sensitivitätsanalyse: Marktkapitalisierung

(Mio. EUR)		Diskontierungszinssatz				
$\beta = 1,25$		6,4%	7,4%	8,4%	9,4%	10,4%
0,0%		88	74	62	54	47
langf. Wachstum	0,0%	88	74	62	54	<b>47</b>
	0,5%	93	77	65	<b>55</b>	48
	1,0%	98	80	<b>66,88</b>	57	49
	1,5%	104	<b>84</b>	70	59	50
	2,0%	<b>112</b>	89	73	61	52

Source: Dr. Kalliwoda Research



Ein langfristiges Wachstum von nur 0,5% halten wir für höchst unrealistisch. Wir behalten unsere Wahl von 1% als Parameter für das langfristige Wachstum der LINOS AG als defensive Annahme bei und gelangen zu einem fairen Wert von €13,37 (Marktkapitalisierung von €66,9 Mio), mindestens jedoch €10 bei einem WACC von 10,4 %.

## 2.5. Gewinn- und Verlustrechnung bis 2009

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

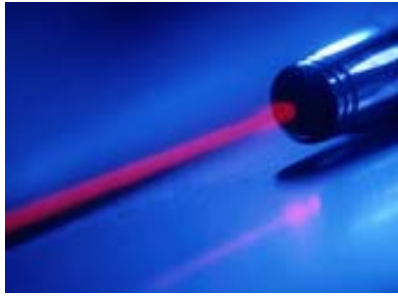
<b>PROFIT &amp; LOSS</b>		<b>LINOS AG</b>							
<b>€mln</b>									
	2002	2003	2004	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	
<b>Revenues (incl. finished goods)</b>	<b>73,0</b>	<b>73,1</b>	<b>89,9</b>	<b>85,1</b>	<b>93,1</b>	<b>95,2</b>	<b>96,4</b>	<b>101,8</b>	
% change	-15,8%	0,1%	23,0%	-5,4%	9,4%	2,3%	1,3%	5,6%	
<b>COGS</b>	<b>-18,4</b>	<b>-21,2</b>	<b>-25,8</b>	<b>-24,9</b>	<b>-27,2</b>	<b>-27,8</b>	<b>-28,8</b>	<b>-31,9</b>	
% of revenues	25%	29%	26%	25%	27%	29%	29%	30%	
<b>Gross income</b>	<b>54,6</b>	<b>51,9</b>	<b>64,1</b>	<b>60,2</b>	<b>65,9</b>	<b>67,4</b>	<b>67,6</b>	<b>69,9</b>	
% change	-12,2%	-4,9%	23,5%	-6,0%	9,4%	2,3%	0,4%	3,4%	
<b>Gross margin</b>	<b>75%</b>	<b>71%</b>	<b>71%</b>	<b>71%</b>	<b>71%</b>	<b>67%</b>	<b>68%</b>	<b>70%</b>	
<b>Personnel expenses</b>	<b>-38,2</b>	<b>-35,9</b>	<b>-33,2</b>	<b>-31,5</b>	<b>-34,4</b>	<b>-34,4</b>	<b>-34,7</b>	<b>-36,5</b>	
% of revenues	52%	49%	37%	37%	36%	35%	1%	36%	
<b>S, S&amp;A (Distr./Mark.)</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	
% of revenues	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
<b>Other op. Income</b>	<b>-15,1</b>	<b>-12,9</b>	<b>-14,1</b>	<b>-14,4</b>	<b>-14,2</b>	<b>-14,2</b>	<b>-13,9</b>	<b>-2,3</b>	
<b>EBITDA</b>	<b>-9,2</b>	<b>-7,0</b>	<b>14,8</b>	<b>14,4</b>	<b>17,2</b>	<b>18,8</b>	<b>19,0</b>	<b>20,4</b>	
% of revenues	-13%	-10%	17%	17%	19%	20%	20%	20%	
<b>EBITDA margin</b>	<b>-13%</b>	<b>-10%</b>	<b>16,5%</b>	<b>16,9%</b>	<b>18,5%</b>	<b>19,7%</b>	<b>19,8%</b>	<b>20,0%</b>	
<b>EBIT</b>	<b>-9,2</b>	<b>-7,5</b>	<b>9,7</b>	<b>9,6</b>	<b>11,9</b>	<b>12,8</b>	<b>12,2</b>	<b>12,9</b>	
% of revenues	-13%	-10%	11%	11%	13%	13%	13%	13%	
<b>EBIT margin</b>	<b>-13%</b>	<b>-10%</b>	<b>9,7%</b>	<b>11,3%</b>	<b>12,8%</b>	<b>13,4%</b>	<b>12,7%</b>	<b>12,7%</b>	
<b>Financial result</b>	<b>-3,2</b>	<b>-2,9</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,3</b>	<b>-0,9</b>	
<b>Pre tax income</b>	<b>-12,4</b>	<b>-10,3</b>	<b>6,7</b>	<b>6,7</b>	<b>9,0</b>	<b>10,6</b>	<b>10,6</b>	<b>12,0</b>	
% of revenues	-17,0%	-14,1%	7,5%	7,8%	9,7%	11,1%	11,0%	11,8%	
<b>Taxes</b>	<b>3,5</b>	<b>0,7</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,9</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,7</b>	<b>-3,7</b>	<b>-4,2</b>	
Tax rate	28,6%	6,8%	19,2%	28,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	
<b>Minorities</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	
<b>Net income (Ex adj.)</b>	<b>-8,8</b>	<b>-9,6</b>	<b>5,4</b>	<b>4,8</b>	<b>5,9</b>	<b>6,9</b>	<b>6,9</b>	<b>7,8</b>	
% of revenues	-12%	-13%	6%	6%	7%	7%	7%	8%	
<b>Net margin</b>	<b>-12%</b>	<b>-13%</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,7%</b>	<b>6,3%</b>	<b>7,2%</b>	<b>7,2%</b>	<b>7,7%</b>	
# shares out (mln)	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	
<b>EPS</b>	<b>-0,49</b>	<b>-0,53</b>	<b>1,09</b>	<b>0,96</b>	<b>1,18</b>	<b>1,38</b>	<b>1,38</b>	<b>1,57</b>	

Quelle: DR. KALLIWODA | RESEARCH; LINOS AG

## 2.6 Bilanz und Cash-Flow-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. Die Kennzahl „Gearing“<sup>2)</sup> (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 0,8 in 2009).

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	31	23,1	28	24,5	28,7	25,8	29,22	25,0	28
(there of goodwill)	1,9	27	1,8	17	0,0	14	0,0	25	0,0	23	0,0	22,69	0,0	21,95	0,0	22
Tangible assets	18,5	21	13,4	17	11,1	14	15,3	20	18,1	22	18,3	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
<b>Fixed assets</b>	<b>49,0</b>	<b>55</b>	<b>40,7</b>	<b>50</b>	<b>34,9</b>	<b>45</b>	<b>39,4</b>	<b>51</b>	<b>41,2</b>	<b>50</b>	<b>42,8</b>	<b>50</b>	<b>44,4</b>	<b>50</b>	<b>44,7</b>	<b>50</b>
Inventories	21,2	25	20,5	27	21,4	27	20,1	26	21,3	26	21,6	25	21,8	25	22,6	25
Trade debtors	10,0	12	10,0	13	12,8	16	11,4	15	12,1	15	12,3	14	12,4	14	12,8	14
Other current assets	6,4	7	6,2	8	6,1	8	5,9	8	6,3	8	6,4	7	6,4	7	6,7	7
Cash & marketable sec.	1,5	2	1,7	2	3,0	4	1,2	2	1,8	2	2,3	3	3,3	4	3,3	4
<b>Current assets</b>	<b>39,1</b>	<b>45</b>	<b>38,3</b>	<b>50</b>	<b>43,4</b>	<b>55</b>	<b>38,6</b>	<b>49</b>	<b>41,6</b>	<b>50</b>	<b>42,6</b>	<b>50</b>	<b>44,1</b>	<b>50</b>	<b>52,0</b>	<b>50</b>
<b>Total assets</b>	<b>86,2</b>	<b>100</b>	<b>77,2</b>	<b>100</b>	<b>78,4</b>	<b>100</b>	<b>78,0</b>	<b>100</b>	<b>82,8</b>	<b>100</b>	<b>85,5</b>	<b>100</b>	<b>88,4</b>	<b>100</b>	<b>90,2</b>	<b>100</b>
Share capital	5,0	6	5,0	7	5,0	6	5,0	6	5,0	7	5,0	5	5,0	6	5,0	6
Reserves	22,0	26	12,1	16	17,4	22	24,6	22	30,3	16	37,2	17	44,1	50	52,0	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	19,1	25	20,0	26	20,2	20	20,3	23	20,9	23
Financial liabilities	32,9	38	32,6	42	26,5	34	19,6	34	17,2	42	14,6	27	9,8	32	3,9	32
Other liabilities	5,9	7	6,7	9	9,8	12	9,7	12	10,3	9	10,5	10	9,1	12	8,5	12
<b>Total liabilities</b>	<b>59,1</b>	<b>69</b>	<b>59,7</b>	<b>78</b>	<b>55,9</b>	<b>71</b>	<b>48,4</b>	<b>71</b>	<b>47,5</b>	<b>78</b>	<b>43,3</b>	<b>56</b>	<b>39,2</b>	<b>44</b>	<b>33,3</b>	<b>37</b>
<b>Total equity and liabilities</b>	<b>86,2</b>	<b>100</b>	<b>76,8</b>	<b>100</b>	<b>78,4</b>	<b>100</b>	<b>78,0</b>	<b>100</b>	<b>82,8</b>	<b>100</b>	<b>85,5</b>	<b>100</b>	<b>88,4</b>	<b>100</b>	<b>90,2</b>	<b>100</b>
Working capital	31		30		34,3		31,5		33		33,9		34		35	
Net debt	48		48		41,7		42,1		44		44,0		43		45	
Gearing	1,8		2,8		1,9		1,4		1,2		1,0		0,9		0,8	

Source: DR.KALLIWODA| Research, LINOS AG

Den operativen Cashflow der LINOS AG erwarten wir bei €11 Mio für das Gesamtjahr 2005. Bei unseren Prognosen für die Operating Cash Flows bis 2009 erhalten wir eine jährliche, abdiskontierte<sup>3)</sup> Wachstumsrate von 10,1 %. Dies lässt kleine Firmen-Aquisitionen zu, die über Nischen-Know-how verfügen.

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

Source: DR.KALLIWODA| Research, LINOS AG

<sup>2)</sup> Auch der dynamische Verschuldungsgrad (Netto-Finanzverbindlichkeiten/EBITA) verbessert sich. Vergleiche hierzu die G&V-Rechnung auf Seite 8.

<sup>3)</sup> Compound Average Growth Rate: Hier wurden die Wachstumsraten des Operating Cash-Flows auf das Jahr 2005 abdiskontiert mit dem Kapitalkostensatz von 8,4 % (WACC).



---

## 3. SWOT ANALYSIS

### Strengths

- Stetige Verbesserung der EBIT-Marge und Steigerung des Jahresüberschusses
- Cash-Cow-Segment Health Care & Life Sciences und Information Technology & Communications kompensieren Industrial Manufacturing deutlich
- 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
- Teilweise in sehr engen Nischen tätig
- Nicht ausreichende Managementkapazitäten um starkes Wachstum und Internationalisierung sicherzustellen

### Opportunities

- LINOS profitiert als Technologieführer stark an neuen Anwendungen der Photonics
- 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

### Threats

- Mögliche Wettbewerber aus dem asiatischen Raum
- Mangelndes Cash für Wachstum, da zuerst Kredite zurückgeführt werden müssen
- Kritische Größe



## 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](mailto:IR@linos.de)  
[www.linos.de](http://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](mailto:research@kalliwoda.com)  
[www.kalliwoda.com](http://www.kalliwoda.com)

---

**DR. KALLIWODA | RESEARCH**



## 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 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.