

07. Dezember 2006

COMPANY ANALYSIS

Coverage: Seit Q3/2004

**LINOS**

**Sektor:**

Technologie/ Photonik

**EREIGNIS: Q3/2006 Ergebnis**

**Rating (alt): HALTEN      Rating (neu): VERKAUFEN**

**bzw. TAUSCH**

**Fair Value (alt): € 15,55**

**Letzter Preis: € 18,40      Fair Value: € 15,55**

## Zuletzt gute Kursentwicklung

- **Derzeitiger Aktienkurs über dem Übernahmeangebot von EUR 16 je Aktie**
- **Gute Neunmonatszahlen: Halbleiterindustrie sorgt für gute Auftragslage**
- **Früheres Gap der Unterbewertung geschlossen**



### SWOT

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

### ANALYST

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

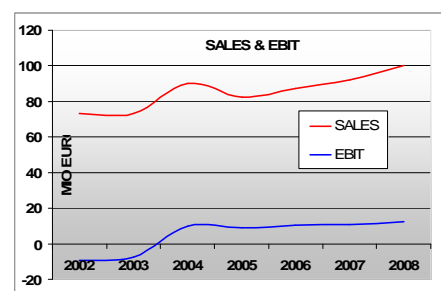
See also  
Kalliwoda Recommendations  
on Terminal: Bloomberg  
Reuters  
Thomson Financials  
JCF Factset

Copyright © 2006 DR. KALLIWODA | RESEARCH

### COMPANY DESCRIPTION

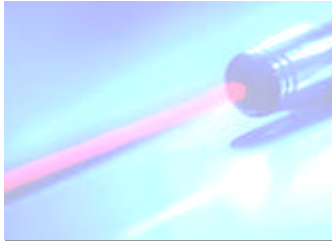
Kerngeschäft von LINOS AG sind optische Technologien (Schlüsseltechnologie Photonik). Das Produktspektrum umfasst hochwertige komplexe Objektive und optische Baugruppen. Im Segment Healthcare & Life Sciences genießt LINOS AG in den Molecular Diagnostics im Bio Research und Medizintechnik eine gute Marktstellung. Die Segmente Photography und Defense umfassen die Gebiete Kamera bzw. Sicherheitstechnik

### HISTORY & ESTIMATES



Figures in EUR	2002	2003	2004	2005	2006e
EPS Dr. Kalliwoda			1.09	0.97	1.02
EPS Consensus	-1.50	-1.90	0.80	0.90	1.10
Total Revenues (mln)	73.0	73.1	89.9	82.5	87.1
net income (adj.) (mln)	-8.8	-9.6	5.4	4.9	5.6
net cash per share	-5.7	-5.6	-4.2	-3.8	-3.4
net Cash (mln)	-31.4	-31.0	-23.1	-21.1	-18.6
Free Cash Flow (mln)	2.3	1.2	9.8	2.1	11.2
P/E	-	-10.5	18.7	10.3	18.1
P/S	-	1.39	1.13	0.67	1.16
Price (curr)	18.40				5.51
52W high	12.87				3
52w low	7.80				22.3
Market Cap (mln)	101.38				0.005%
ROE curr	n.m.				LIAG
Sales CAGR 03-09	11%				LIAG
Web Page	www.linos.de				525650
			Shares out (mln)		
			9M Avrg Vol (000s)		
			Free Float (in %)		
			Geregelter Markt / Prime Standard		
			Reuters code		
			Bloomberg		
			WKN		

Source: DR.KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2006



## CONTENTS

1.	FINANCIALS: Neunmonatszahlen 2006 .....	3
1.1	Übernahme der LINOS AG durch Optco Akquisitions perfekt .....	3
1.2	Ratingänderung: VERKAUFEN (Kursziel EUR 15,55) .....	3
1.3	LINOS AG erzielt gutes Neunmonatsergebnis .....	3
1.4	LINOS Historie bis Q3/2006: Visualisierung auf Quartalsbasis .....	4
1.5	Profit & Loss-Prognosen bis 2009 .....	5
1.6	Bilanz und Cashflow-Prognosen bis 2009 .....	6
2.	Valuation .....	7
2.1	Unternehmensbewertung: DCF-Verfahren und Sensitivitätsanalyse.....	7
3.	SWOT-Analyse.....	8
4.	Contact .....	9
5.	Disclaimer .....	10



## 1. FINANCIALS: Neunmonatszahlen 2006

### 1.1 Übernahme der LINOS AG durch Optco Akquisitions perfekt

Die angekündigte Übernahme der LINOS AG durch die Optco Akquisitions GmbH steht seit 11. Oktober 2006 fest. Sämtliche aufschiebenden Bedingungen des Übernahmeangebotes sind erfüllt. Z.B. wurde die Mindestannahmequote von 75% um 2 % überschritten und eine kartellrechtliche Freigabe besteht ebenfalls. Unserer Meinung nach ist der Zusammenschluß mit der Qioptiq-Gruppe positiv für die Wachstumsperspektiven der LINOS AG. LINOS AG kann durch Qioptiq insbesondere in den USA und in Asien höhere Marktanteile gewinnen und darüber hinaus durch höhere Einkaufsvolumina an Komponenten günstigere Einkaufspreise erzielen.

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

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

### 1.2 Ratingänderung: VERKAUFEN (Kursziel EUR 15,55)

Unser Rating der LINOS AG ändern wir auf VERKAUFEN. Basierend auf unserem 3-stufigen Discount-Cashflow-Modell errechnen wir unverändert einen fairen Wert je Aktie von EUR 15,55.

Wer die Aktie bisher noch nicht getauscht oder verkauft hat, raten wir auf derzeitigem Kursniveau von EUR 18,40 zum Verkauf. Seit der Kaufempfehlung in unserer LINOS-Erststudie vom 18. Februar 2005 hat sich die Aktie von EUR 10,5 auf EUR 18,4 verteuert, was einem Kursplus von 75% entspricht.

### 1.3 LINOS AG erzielt gutes Neunmonatsergebnis 2006

LINOS AG erzielte in den ersten 9 Monaten 2006 einen Umsatz von EUR 63,8 Mio. und lag im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um 5,9% höher. Der Auftragseingang ist in Q1-Q3/2006 um 9,9% gegenüber Q1-Q3/2005 auf EUR 71,8 Mio. gestiegen.

Allerdings verringerte sich das operative Ergebnis (EBIT) gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 5,3% auf EUR 6,8 Mio. Das Vorsteuerergebnis (EBT) hingegen stieg um 7,9% auf EUR 5,7 Mio., da die Zinsbelastung durch die Reduzierung von Bankverbindlichkeiten abnahm. Die Eigenkapitalquote liegt bei 41,6% (33,8% in Q3/2005). Die Company Guidance für das Gesamtjahr bleibt unverändert: Umsatz zwischen EUR 85 Mio. und EUR 88 Mio., EBIT zwischen EUR 9 Mio. und EUR 10,5 Mio.

Folgende Tabelle zeigt die Q1-Q3/2006 Ergebnisse im Vergleich. Wir behalten unsere Gewinnschätzungen

LINOS AG : Q1-Q3/2006 und Q1-Q3/2005 im Vergleich						
			Q1-Q3/2006	Q1-Q3/2005	Veränder.	
Umsatz	Euro	Mio	63.84	60.29	5.9%	↑
EBIT	Euro	Mio	6.80	7.18	-5.3%	↓
EBT	Euro	Mio	5.72	5.30	7.9%	↑
Umsatzrentabilität (EBT)	Euro	%	8.96	8.79	1.9%	↑
Auftragseingang	Euro	Mio	71.80	65.30	10.0%	↑
Auftragsbestand	Euro	Mio	79.00	67.60	16.9%	↑
Eigenkapitalquote		%	41.60	33.80	23.1%	↑

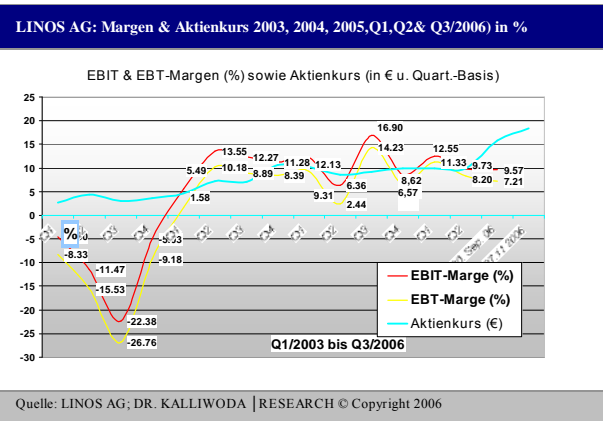
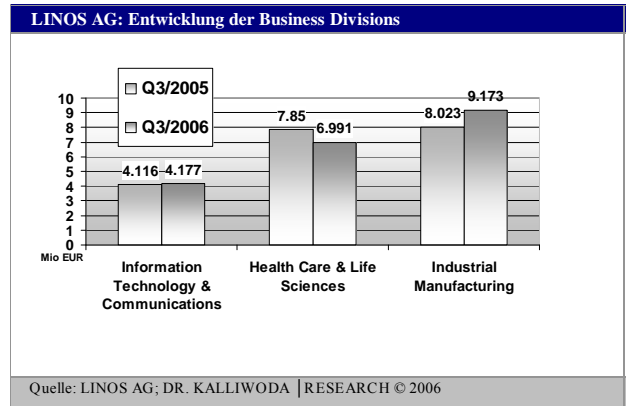
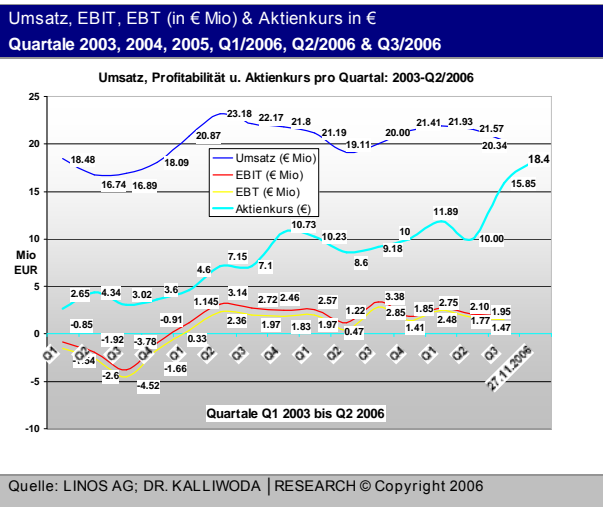
Quelle: LINOS AG; DR.KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2006

und unseren fairen Wert je Aktie von EUR 15,55 gegenüber unserer letzten Studie vom 9. August 2006 bei. Der Aufschwung im Halbleitersausrüstungsgeschäft hält weiter an. Die Hersteller von Spezialmaschinen, die LINOS mit optischen Komponenten und Lösungen beliefert, erwarten ein positives Wachstum bis Mitte 2007.

1.4 LINOS Historie bis Q3/2006: Visualisierung auf Quartalsbasis

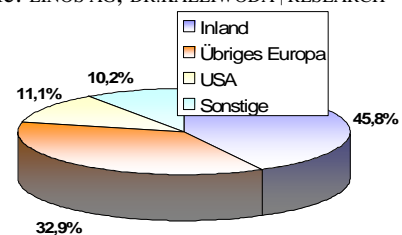
LINOS 2004, 2005, Q1, Q2 & Q3/2006: Profit & Loss (IFRS)	Total 2004			Change to total 2004			Q1 2005			Change to Q1 2004			Q2 2005			Change to Q2 2004			Q3 2005			Change to Q3 2004			Q4 2005			Change to Q4 2004			Total 2005	Total 2004	Change to 2004	Q1 2006	Q2 2006	Q3 2006	
	2004	2004	2004	2004	2004	2004	2005	2005	2005	2004	2004	2004	2005	2005	2005	2004	2004	2004	2005	2005	2005	2004	2004	2004	2005	2005	2005	2004	2004	2004	2005	2005	2005	2006	2006	2006	
Revenue	88.077	70.19	25.5%	21.187	20.865	1.5%	19.111	23.18	-17.5%	20.00	22.17	-9.8%	21.41	21.86	-2.1%	81.707	88.08	-7.2%	21.93	21.57	20.34																
Changes in inventories of finished goods and work in progress	0.304	-0.29	-206.3%	0.338	0.547	-82.7%	-0.23	-0.03	82.4%	0.70	0.83	-15.6%	-2.35	-1.05	124.8%	-1.547	0.30	-608.9%	1.61	1.55	0.60																
Production of other own fixed assets capitalized	1.533	1.21	-20.7%	0.30	0.17	-83.6%	0.64	0.25	153.0%	0.90	0.17	423.3%	0.54	0.94	-42.8%	2.382	1.53	-56.4%	0.33	0.33	0.35																
Other operating income	1.833	1.98	-7.5%	0.372	0.32	16.3%	0.58	0.57	2.7%	0.43	0.43	0.0%	1.16	0.52	125.0%	2.546	1.83	-38.9%	0.29	0.27	0.25																
Costs of purchased materials	-22.571	-18.22	23.9%	-5.46	-5.52	-1.2%	-4.71	-5.57	-15.4%	-4.75	-6.37	-25.4%	-5.01	-5.12	-2.1%	-19.925	-22.57	-11.7%	-7.03	-6.88	-5.82																
Cost of raw materials and supplies and purchased goods	-3.264	-2.99	9.2%	-0.68	-0.95	-28.9%	-0.78	-0.74	4.7%	-0.70	-0.84	-16.9%	-0.95	-0.73	31.0%	-3.106	-3.26	-4.8%	-0.81	-0.93	-0.91																
Personnel expenses	-27.494	-29.752	-7.6%	-6.94	-7.32	-5.2%	-6.90	-6.64	3.9%	-6.90	-6.73	2.6%	-6.33	-6.81	-7.0%	-27.067	-27.49	-1.6%	-7.42	-7.28	-6.91																
Social secur., Contribut. & oth. pension costs	-5.755	-6.14	-6.3%	-1.47	-1.44	1.8%	-1.43	-1.54	-6.8%	-1.40	-1.29	8.2%	-1.21	-1.48	-18.5%	-5.508	-5.76	-4.3%	-1.50	-1.49	-1.41																
Depreciation and amortization (including goodwill)	-7.180	-6.10	-28.9%	-1.26	-1.80	-30.0%	-1.22	-1.82	-32.7%	-1.20	-1.75	-31.6%	-1.28	-1.81	-29.3%	-4.963	-7.18	-30.9%	-1.10	-1.10	-1.16																
Other operating expenses	-15.935	-12.94	23.2%	-3.69	-3.71	-0.7%	-3.69	-4.54	-18.8%	-3.60	-3.94	-8.7%	-4.10	-3.74	9.7%	-15.077	-15.94	-5.4%	-3.54	-3.97	-3.40																
Foreign currency gains / losses	0.180	-0.41	-144.3%	-0.15	-0.01	2000.0%	-0.16	0.01	-1425.0%	-0.10	0.04	-338.1%	-0.03	0.13	-119.5%	-0.432	0.18	-340.0%	0.00	0.02	0.01																
Result from operations (EBIT)	9.728	-7.45	-230.6%	2.57	1.15	124.5%	1.22	3.14	-61.3%	3.38	2.72	24.2%	1.85	2.73	-32.3%	9.010	9.73	-7.4%	2.752	2.100	1.946																
Interest income	0.118	0.16	-33.3%	0.02	0.02	0.0%	0.02	0.03	-54.5%	0.04	0.04	0.0%	0.06	0.03	126.9%	0.133	0.12	12.7%	0.17	0.13	-0.05																
Interest expenses	-3.133	-3.02	-3.7%	-0.620	-0.96	-27.3%	-0.76	-0.82	-6.6%	-0.57	-0.77	-23.9%	-0.49	-0.69	-28.1%	-2.446	-3.13	-21.9%	-0.44	-0.46	-0.42																
Income / expenses from participations accounted at equity	0.006	0.00	-700.0%	0.00	0.02	-100.0%	0.00	0.00	-133.3%	0.00	-0.02	-100.0%	-0.01	0.00	-350.0%	-0.006	0.01	-200.0%	0.01	0.00	0.00																
Result before taxes on income (EBT)	6.719	-10.32	-165.1%	1.97	0.32	506.8%	0.47	2.36	-80.2%	2.85	1.97	44.5%	1.41	2.07	-32.0%	6.691	6.72	-0.4%	2.484	1.770	1.467																
Taxes on income	-1.292	0.76		-0.68	-0.29	172.4%	-0.20	-0.69	-71.5%	-0.76	-0.76	0.0%	-0.20	2.99	-106.7%	-1.836	-1.29	-42.1%	-0.92	-0.69	-0.56																
Consolidated net result	5.427	-9.62	-156.4%	1.29	0.07	1621.3%	0.27	1.67	-83.8%	2.09	1.21	72.3%	1.21	2.47	-51.2%	4.855	5.43	-10.5%	1.568	1.082	0.905																
Unfilled earnings per share	5.427	-9.62	-156.4%	1.291	0.075	1621.3%	0.27	1.67	-83.8%	2.09	1.21	72.3%	1.21	2.47	-51.2%	4.855	5.43	-10.5%	1.57	1.08	0.91																
Shares (weighted average in the fiscal year) (in thousands)	5.002	5.00	0.0%	5.004	5.00	0.1%	5.00	5.00	0.0%	5.00	5.00	0.0%	5.01	-10.00	-150.0%	5.006	5.00	0.1%	5.44	5.51	5.51																
Unfilled earnings per share in EUR	1.086	-1.92	-156.5%	0.26	0.02	1621.3%	0.05	0.33	-83.8%	0.42	0.24	72.3%	0.24	0.49	-51.4%	0.970	1.09	-10.7%	0.288	0.196	0.164																
Diluted earnings per share	5.427	-9.62	-156.4%	1.29	0.075	1621.3%	0.27	1.67	-83.8%	2.09	1.21	72.3%	1.21	2.47	-51.2%	4.855	5.43	-10.5%	1.57	1.08	0.91																
Shares (weighted average in the fiscal year) (in mio)	5.008	5.00	0.2%	5.010	5.004	0.1%	5.01	5.00	0.1%	5.01	5.01	0.0%	5.01	5.01	0.0%	5.010	5.01	0.0%	5.44	5.51	5.51																
Diluted earnings per share in EUR	1.09	-1.92	-156.3%	0.26	0.015	1619.3%	0.05	0.33	-83.8%	0.42	0.24	72.3%	0.24	0.49	-51.2%	0.97	1.08	-10.6%	0.288	0.196	0.164																

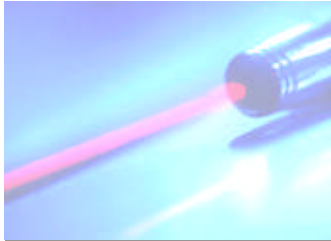
Die folgenden Graphiken veranschaulichen die Umsatz- & Gewinnmargen der letzten 3 Jahre und Q1-Q3 06.



Umsätze Q3/2006: Total EUR 20,341 Mio.; Aufteilung nach Regionen in %.

Quelle: LINOS AG; DR. KALLIWODA | RESEARCH





## 1.5 Gewinn & Verlust-Prognosen bis 2009

Von 2006 bis 2009 rechnen wir insgesamt mit einer Umsatzverbesserung von EUR 87,1 Mio. (inkl. Veränderungen des Bestands an fertigen und unfertigen Erzeugnissen, andere aktivierte Eigenleistungen und sonstigen betrieblichen Erträgen) in 2006 bis EUR 110 Mio. in 2009. LINOS hat die Produktionsabläufe stark verbessert, so dass der Break-Even bereits bei einem Umsatz von ca. EUR 72 Mio. erreicht wird. Das EBIT in 2006 schätzen wir auf EUR 10,5 Mio. mit einer kontinuierlichen Steigerung auf EUR 14,2 Mio. in 2009.

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

PROFIT & LOSS LINOS AG									
€ mln									
	2002	2003	2004	2005	2006e	2007e	2008e	2009e	
<b>Revenues (incl. finished goods)</b>	<b>73.0</b>	<b>73.1</b>	<b>89.9</b>	<b>82.5</b>	<b>87.1</b>	<b>92.0</b>	<b>100.4</b>	<b>110.0</b>	
% change	-15.8%	0.1%	23.0%	-8.2%	5.5%	5.6%	9.1%	9.6%	
<b>COGS</b>	<b>-18.4</b>	<b>-21.2</b>	<b>-25.8</b>	<b>-23.0</b>	<b>-25.0</b>	<b>-28.0</b>	<b>-33.3</b>	<b>-39.9</b>	
% of revenues	25%	29%	26%	23%	25%	30%	30%	33%	
<b>Gross income</b>	<b>54.6</b>	<b>51.9</b>	<b>64.1</b>	<b>59.5</b>	<b>62.1</b>	<b>64.0</b>	<b>67.1</b>	<b>70.1</b>	
% change	-12.2%	-4.9%	23.5%	-7.1%	4.3%	3.0%	4.9%	4.3%	
<b>Gross margin</b>	<b>75%</b>	<b>71%</b>	<b>71%</b>	<b>72%</b>	<b>71%</b>	<b>64%</b>	<b>67%</b>	<b>70%</b>	
<b>Personnel expenses</b>	<b>-38.2</b>	<b>-35.9</b>	<b>-33.2</b>	<b>-32.6</b>	<b>-33.9</b>	<b>-34.5</b>	<b>-35.2</b>	<b>-36.7</b>	
% of revenues	52%	49%	37%	39%	38%	37%	6%	34%	
<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>-12.5</b>	<b>-12.4</b>	<b>-13.2</b>	<b>-11.4</b>	<b>-7.0</b>	
<b>EBITDA</b>	<b>-9.2</b>	<b>-7.0</b>	<b>14.8</b>	<b>14.4</b>	<b>15.8</b>	<b>16.3</b>	<b>17.5</b>	<b>20.0</b>	
% of revenues	-13%	-10%	17%	17%	18%	18%	17%	18%	
<b>EBITDA margin</b>	<b>-13%</b>	<b>-10%</b>	<b>16.5%</b>	<b>17.5%</b>	<b>18.2%</b>	<b>18.0%</b>	<b>18.5%</b>	<b>19.3%</b>	
<b>EBIT</b>	<b>-9.2</b>	<b>-7.5</b>	<b>9.7</b>	<b>9.0</b>	<b>10.5</b>	<b>11.1</b>	<b>12.3</b>	<b>14.2</b>	
% of revenues	-13%	-10%	11%	11%	12%	12%	12%	13%	
<b>EBIT margin</b>	<b>-13%</b>	<b>-10%</b>	<b>9.7%</b>	<b>10.9%</b>	<b>12.1%</b>	<b>12.0%</b>	<b>12.2%</b>	<b>12.9%</b>	
<b>Financial result</b>	<b>-3.2</b>	<b>-2.9</b>	<b>-3.0</b>	<b>-2.3</b>	<b>-1.6</b>	<b>-1.5</b>	<b>-1.6</b>	<b>-1.1</b>	
<b>Pre tax income</b>	<b>-12.4</b>	<b>-10.3</b>	<b>6.7</b>	<b>6.7</b>	<b>8.6</b>	<b>9.6</b>	<b>10.7</b>	<b>13.2</b>	
% of revenues	-17.0%	-14.1%	7.5%	8.1%	9.9%	10.4%	10.6%	12.0%	
<b>Taxes</b>	<b>3.5</b>	<b>0.7</b>	<b>-1.3</b>	<b>-1.8</b>	<b>-3.0</b>	<b>-3.4</b>	<b>-3.7</b>	<b>-4.6</b>	
Tax rate	28.6%	6.8%	19.2%	27.4%	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>4.9</b>	<b>5.6</b>	<b>6.2</b>	<b>6.9</b>	<b>8.6</b>	
% of revenues	-12%	-13%	6%	6%	7%	7%	8%	8%	
<b>Net margin</b>	<b>-12%</b>	<b>-13%</b>	<b>5.4%</b>	<b>5.9%</b>	<b>6.4%</b>	<b>6.8%</b>	<b>6.9%</b>	<b>7.8%</b>	
# shares out (mln)	5.00	5.00	5.00	5.00	5.5	5.5	5.5	5.5	
<b>EPS</b>	<b>-0.49</b>	<b>-0.53</b>	<b>1.09</b>	<b>0.97</b>	<b>1.02</b>	<b>1.13</b>	<b>1.26</b>	<b>1.55</b>	

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

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

Ab 2007 sehen wir solche Umsatzwachstumsraten auch bei der LINOS AG. Entscheidend ist, dass LINOS effizienter in der Herstellung ihrer Komponenten und Systeme geworden ist. Die Spanne des Break-Even-Point liegt bei EUR 70 bis EUR 73 Mio.<sup>2)</sup> Daher rechnen wir auch bei steigenden Umsätzen in den folgenden Jahren mit wachsenden EBIT-Margen bis 13% in 2009 (siehe Tabelle). Die EPS-Reihe schätzen wir auf EUR 1,02 in 2006, EUR 1,13 in 2007, EUR 1,26 in 2008 und EUR 1,55 in 2009. Dies entspricht beim derzeitigen Aktienkurs von EUR 18,40 einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 18 in 2006, einem KGV von 16,3 für 2007, von 14,6 für 2008 und von 11,9 für 2009.

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

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



## 1.6 Bilanz und Cashflow-Prognosen bis 2009

Die folgende Tabelle zeigt die Bilanz der LINOS AG mit unserer Schätzung bis 2009. Wir kalkulieren durch die Effizienzsteigerungen und Verbesserung der operativen Cashflows der LINOS AG mit einer kontinuierlichen Verbesserung der Bilanz. Allerdings ist der Goodwill Anteil gemessen am Shareholder Equity mit 60 % noch relativ hoch. Am 13. Januar hat LINOS eine 10%ige Kapitalerhöhung zu einem Kurs von EUR 9,90 je Aktie durchgeführt und hat die Nettoverschuldung auf etwa EUR 16,4 Mio. reduziert. Zum 30.09.2006 beträgt die Nettoverschuldung EUR 10,6 Mio.

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

Source: DR.KALLIWODA | RESEARCH, LINOS AG

CASH FLOW STATEMENT LINOS AG									
€ mln									
	2002	2003	2004	2005	2006e	2007e	2008e	2009e	CAGR 10. Aug
Operating cash flow	7.5	3.1	13.0	7.8	16.5	10.4	14.6	11.1	11.0%
Cash flow from investments	-5.2	-1.8	-3.2	-5.7	-5.3	-3.1	-3.8	-2.6	
Dividend payments	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.3	-0.5	-0.7	-1.0	
Cash flow from financing	-3.1	-4.3	-4.3	-4.5	-6.5	-0.3	-1.6	-0.1	
<b>Free cash flow</b>	<b>2.3</b>	<b>1.2</b>	<b>9.8</b>	<b>2.1</b>	<b>11.2</b>	<b>7.3</b>	<b>10.8</b>	<b>8.5</b>	

Source: DR.KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2006, LINOS AG





## 2. VALUATION

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

### 2.1 Unternehmensbewertung : DCF-Verfahren + Sensitivitätsanalyse

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

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

DCF PARAMETER	
PARAMETERS	
Risk-free rate	3.5%
Risk premium	7.5%
Beta	1.40
Longterm growth rate	2.5%
Cost of equity	9.1%
Cost of debt (after Tax)	7.5%
WACC	8.5%
NET PRESENT VALUE OF FREE CASH FLOWS (Mio. EUR)	
Phase 1 (2005-2006)	0.5
Phase 2 (2007-2009)	10.2
Phase 3 (2010...terminal value)	81.4
Value of total equity	85.6
DCF value per share	15.56

Source: DR. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2006

Sensitivitätsanalyse je Aktie

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

Source: Dr. Kalliwoda Research

Sensitivitätsanalyse: Marktkapitalisierung

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

Source: Dr. Kalliwoda Research

**Ergebnis:** Auf Basis unserer DCF-Untersuchung gelangen wir zu einem fairen Wert von EUR 15,55 je Aktie. Wir empfehlen, den noch verbliebenen LINOS-Aktionären die Aktie zu verkaufen.



### 3. SWOT-ANALYSIS

#### STÄRKEN (Strengths)

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

#### CHANCEN (Opportunities)

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

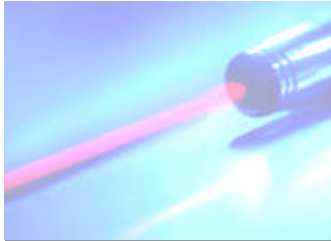
#### SCHWÄCHEN (Weaknesses)

<b>Enge Nischen</b>	■ LINOS ist teilweise in sehr engen Nischen tätig
<b>USA u. Asien</b>	■ LINOS hält in den USA und in Asien geringe Marktanteile. Mit den geschäftlichen Verbindungen der Qioptiq Gruppe scheint dieses Problem jedoch gelöst

#### BEDROHUNGEN (Threats)

<b>Halbleiter-Konjunktur</b>	■ Eine für 2007 zu erwartende Schwäche der Halbleiterkonjunktur belastet wahrscheinlich das Ergebnis der Sparte Industrial Manufacturing
<b>Asien-Wettbewerb</b>	■ Mögliche Wettbewerber aus dem asiatischen Raum
<b>Wachstum ?</b>	■ Begrenzt Cash für Wachstum, da zuerst Kredite zurückgeführt werden sollen
<b>Kritische Grösse</b>	■ LINOS ist kein Weltmarkplayer; Synergien würden bei wachsenden Skaleneffekten besser greifen; neues Werk in Bayern verbessert dies
<b>Kurspotential</b>	■ Kaum weiteres Aktienkurspotential: Durch das Übernahmeangebot (EUR 16,00 Barabfindung je Aktie) scheint der Aktienkurs im Hinblick auf den derzeitigen Kurs von etwa 18,40 EUR wenig Potential zu haben. Unser Fairer Wert beträgt EUR 15,55.





## 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)

<b>DR. KALLIWODA   RESEARCH</b>		Unterlindau 22 60323 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 Fax.: 069-20 32 73 58 <a href="http://www.kalliwoda.com">www.kalliwoda.com</a>
Primary Research   Fair Value Analysis   International Roadshows		
Head: <b>Dr. Norbert Kalliwoda</b> E-Mail: <a href="mailto:nk@kalliwoda.com">nk@kalliwoda.com</a>	CEFA-Analyst; University of Frankfurt Economics; Dipl.-Kfm.	<u>Sectors:</u> IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials
<b>Dr. Thomas Krassmann</b> E-Mail: <a href="mailto:tk@kalliwoda.com">tk@kalliwoda.com</a>	Dipl.-Geologist, M.Sc.; University of Göttingen & Rhodes University, South Africa;	<u>Sectors:</u> Raw Materials, Mining, Precious Metals, Gem stones.
<b>Dr. Christoph Piechaczek</b> E-Mail: <a href="mailto:cp@kalliwoda.com">cp@kalliwoda.com</a>	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
<b>Dr. Erik Schneider</b> E-Mail: <a href="mailto:es@kalliwoda.com">es@kalliwoda.com</a>	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
<b>David Schreindorfer</b> E-Mail: <a href="mailto:ds@kalliwoda.com">ds@kalliwoda.com</a>	MBA, Economic Investment Management (Candidate 2006); Univ. Frankfurt/ Univ. Iowa (US).	<u>Sectors:</u> IT/Logistics; Quantitative Modelling
<b>Hellmut Schaarschmidt;</b> E-Mail: <a href="mailto:hs@kalliwoda.com">hs@kalliwoda.com</a>	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt.	<u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
<b>Nele Rave</b> E-Mail: <a href="mailto:nr@kalliwoda.com">nr@kalliwoda.com</a>	Lawyer; Native Speaker, German School London	<u>Translations English</u>

Also view Sales and Earnings Estimates:

DR. KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of

**Bloomberg  
 Thomson Financials ,  
 Reuters and  
 JCF Factset**

Analyst of this analysis :

**Dr. Norbert Kalliwoda; CEFA**





## 5. DISCLAIMER

### Rating Key/Anlage-Rating-System:

<b>KAUFEN:</b>	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens 20 % aufweisen	<b>BUY</b>
<b>AKKUMULIEREN:</b>	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 10% und 20% aufweisen	<b>ACCUMULATE</b>
<b>HALTEN:</b>	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 10% und - 10% aufweisen	<b>HOLD</b>
<b>REDUZIEREN:</b>	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen -10% und - 20% aufweisen	<b>REDUCE</b>
<b>VERKAUFEN:</b>	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens - 20 % aufweisen	<b>SELL</b>

### Additional Disclosure/Erklärung

DR.KALLIWODA | RESEARCH hat diese Analyse auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, gefertigt. Wir arbeiten so exakt wie möglich. Wir können aber für die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen und Meinungen keine Gewährleistung übernehmen.

Diese Studie ersetzt nicht die persönliche Beratung. Diese Studie gilt nicht als Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der in dieser Studie angesprochenen Anlageinstrumente. Daher rät DR.KALLIWODA | RESEARCH, sich vor einer Wertpapierdisposition an Ihren Bankberater oder Vermögensverwalter zu wenden.

Diese Studie ist in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 ( in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Diese Studie darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Die Verteilung dieser Studie in andere internationale Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Studie gelangt, sollten sich über gegebenenfalls vorhandene Beschränkungen informieren und diese einhalten.

DR.KALLIWODA | RESEARCH sowie Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in dieser Studie erwähnten Wertpapieren oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Wertpapiere oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern.

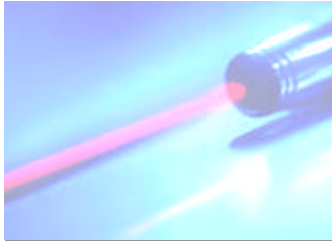
### Mögliche Interessenskonflikte

Weder DR.KALLIWODA | RESEARCH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals;
- war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt;
- hält an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals;
- hat die analysierten Wertpapiere auf Grund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut.

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

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



## Zu 5. DISCLAIMER

The information and opinions in this analysis were prepared by DR. KALLIWODA | RESEARCH. The information herein is believed by DR. KALLIWODA | RESEARCH to be reliable and has been obtained from public sources believed to be reliable. With the exception of information about DR. KALLIWODA | RESEARCH, DR. KALLIWODA | RESEARCH makes no representation as to the accuracy or completeness of such information.

Opinions, estimates and projections in this report constitute the current judgement of the author as of the date of this analysis. They do not necessarily reflect the opinions, projection, forecast or estimate set forth herein, changes or subsequently becomes inaccurate, except if research on the subject company is withdrawn. Prices and availability of financial instruments also are subject to change without notice. This report is provided for informational purposes only. It is not to be construed as an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell any financial instruments or to participate in any particular trading strategy in any jurisdiction. The financial instruments discussed in this report may not be suitable for all investors and investors must make their own investment decision using their own independent advisors as they believe necessary and based upon their specific financial situations and investment objectives. If a financial instrument is denominated in a currency other than an investor's currency, a change in exchange rates may adversely affect the price or value of, or the income derived from, the financial instrument, and such investor effectively assumes currency risk. In addition, income from an investment may fluctuate and the price or value of financial instruments described in this report, either directly or indirectly, may rise or fall. Furthermore, past performance is not necessarily indicative of future results.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person for any purpose without DR. KALLIWODA | RESEARCH's prior written consent. Please cite source when quoting.