

24. April 2008

COMPANY ANALYSIS

Coverage: Seit Q4/2006

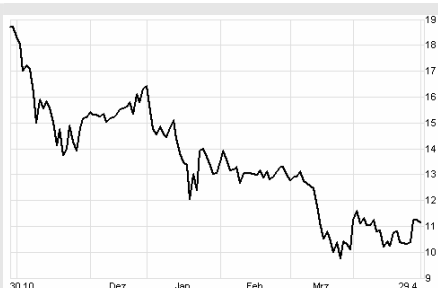


Sektor: Technologie
Kommunikationssysteme

EREIGNIS: Geschäftsentwicklung + Ausblick

Empfehlung: Kaufen **Fair Value (alt):** € 26.00
Fair Value (neu): € 20.20 **Letzter Preis:** € 11.15

Kursverlauf



Starke Positionierung auf attraktiven Märkten

- TCC konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr kräftig zulegen. Hoher Auftragsbestand sichert das weitere Wachstum.
- Die Unsicherheiten resultieren aus der asymmetrischen Ertragsverteilung sowie der schwachen Entwicklung in den Segmenten Enterprise und Automotive Communications.
- Sämtliche Multiplikatoren deuten aktuell auf eine Unterbewertung hin. Funkwerk notiert aktuell unterhalb des Buchwerts.

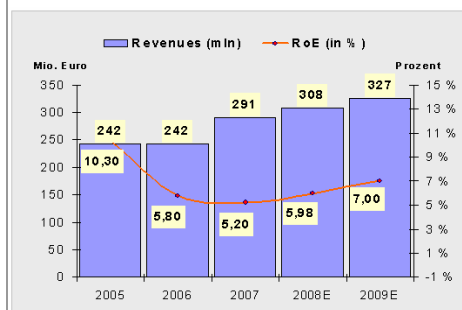
SWOT

- + Auftragsbestand/-reichweite
- + Marktstellung
- + Leistungsspektrum
- + Strategiewechsel
- + Eigenkapitalquote/Bestandskraft
- + Traffic Communications stark
- + Akquisitionen + Kooperationen
- - Margenschwäche
- - EC/AC schwächer als erwartet

COMPANY DESCRIPTION

Die Funkwerk AG ist ein führender Anbieter von Kommunikationssystemen für Fahrzeuge, Verkehrsbetriebe und Unternehmen. Die Funkwerk AG hat ihren Sitz in Köllda und beschäftigt 1615 Mitarbeiter. Die Unternehmensgeschichte reicht bis in das Jahr 1942 zurück. Die Gründung der Funkwerk AG und der anschließende Börsengang wurde 2000 vollzogen.

HISTORY & ESTIMATES



ANALYST

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

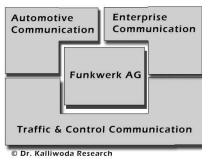
See also
Kalliwoda Recommendations
on Terminal:

Bloomberg
Reuters
Thomson Financials
JCF Factset

Funkwerk AG					
Figures in EUR	2005	2006	2007	2008E	2009E
EPS	1,42	0,84	0,78	0,95	1,18
Revenues (mln)	242,0	241,8	290,6	308,1	326,5
Net profit (adj.)	11,6	7,0	5,9	7,8	9,7
Book value per share	14,1	14,7	15,2	14,3	15,1
RoE (in %)	10,3	5,8	5,2	6,0	7,0
P/E ratio	18,5	17,8	13,2	10,9	8,8
Price (curr)	11,15				
52W high	26,22				
52w low	9,6				
Market Cap (mln)	90,3				
Last Dividend	0,25				
Accounting Stand.	IFRS				
Web Page	www.funkwerk.com				
Shares out (mln)				8,10	
6M Avrg Vol (TEUR)				157,75	
Free Float (in %)				48,16 %	
Weight in GEX				0,288 %	
Kürzel				FEW	
Reuters code				FWEG.DE	
WKN				575314	

Inhaltsübersicht

1	Unternehmensprofil	3
2	Segmentschätzungen	4
3	Bilanzkurs – Historisches KGV-Modell	5
4	Finanzplanung	6
4.1	Bilanz	6
4.2	Gewinn- und Verlustrechnung	8
5	Unternehmensbewertung.....	9
5.1	Discounted Cashflow Methode.....	9
5.2	Gewichteter Kapitalkostensatz (WACC)	10
5.3	Fair Value – Sensitivitäten.....	10
6	Kontakt.....	12
7	DISCLAIMER.....	13



Marktposition auf dem Wachstumsmarkt im Geschäftsjahr 2007 gefestigt und weiter ausgebaut

Treibende Kraft des Unternehmenswachstums war das Geschäftsfeld TCC

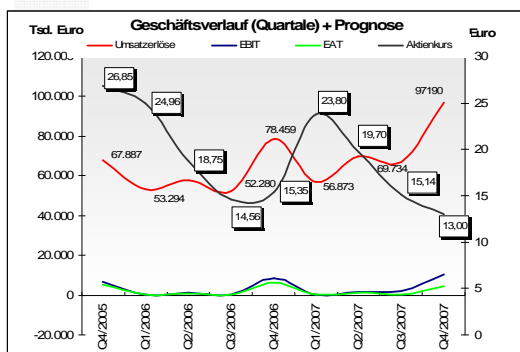
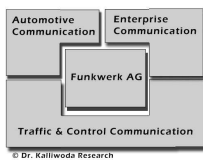
Höhere Materialaufwendungen belasteten zuletzt den Bereich AC. Deutlicher Rückgang des Betriebsergebnisses

1 Unternehmensprofil

Der Funkwerk-Konzern ist spezialisiert auf Kommunikationslösungen, die in Fahrzeugen, Verkehrsbetrieben und Unternehmen eingesetzt werden. Der Funkwerkkonzern verfügt mit den Geschäftsbereichen Traffic & Control Communications, Automotive Communications und Enterprise Communications eindeutig abgrenzbare Geschäftseinheiten mit eigenen Produktsortiment und eigener Zielgruppe. Die Funkwerk AG verfügt in den drei Geschäftsfeldern eine gute bis sehr gute Marktposition. Als Technologieunternehmen beherrscht sie alle etablierten und neuen Kommunikationsstandards und deckt als Hersteller die gesamte Wertschöpfungskette ab.

Im Segment Traffic & Control Communication (TCC) werden kommunikationstechnische Lösungen für Verkehrsbetriebe angeboten, die die betrieblichen Abläufe optimieren und effizienter gestalten sollen. Dieses Geschäftsfeld setzt sich zusammen aus den Sparten Kommunikationssysteme, Managementsysteme sowie Informations- und Überwachungssysteme. Mit den Übernahmen der Vossloh Information Technologies im Januar 2007, der Kapsch Traffic COM und der microSYST GmbH verfügt die Funkwerk AG über eine erstklassige Marktstellung in diesem Bereich. Gegenüber dem Vorjahr wuchsen die Umsatzerlöse um über 63,8 Prozent von 97 Mio. auf 158,9 Mio. Euro. Darüber hinaus konnte das Betriebsergebnis auf über 13,4 Mio. Euro (Vorjahr: 1,6 Mio. Euro) gesteigert werden. Für einen weiteren Wachstumsschub soll zukünftig der im Januar erworbene französische Beschallungsspezialist Bouyer sowie die Neuentwicklungen für die Schieneninfrastruktur sorgen. Insbesondere von dem neuen Stellwerk Allister verspricht sich die Gesellschaft erhebliche Potenziale.

Im Geschäftsfeld Automotive Communication (AC) konzentriert sich der Funkwerk-Konzern auf Kommunikationseinrichtungen in Fahrzeugen. Mit der Produktgruppe Fleetbox wird den Kunden eine Lösung angeboten, mit der man im Rahmen der Flottensteuerung Fahrzeuge lokalisieren und verfolgen sowie Fahrzeugdaten auswerten kann. Darüber hinaus stehen für die Automobilaurüster und Hersteller Komponenten zur Verfügung, die eine stabile und ungestörte Mobilfunkverbindung gewährleisten und die parallele Nutzung von Freisprechanlagen, Navigationssystemen, Fahrzeug-Ferndiagnosen, Datenverkehr, Telematikleistungen und Car-Infotainmentsystemen ermöglichen. Während die Umsatzerlöse



Ergebnisse im Segment EC lagen im Geschäftsjahr 2007 unterhalb unserer Erwartungen.

von 52,8 Mio. auf 57 Mio. Euro um rund 8 Prozent gesteigert werden konnten, liegt das Betriebsergebnis deutlich unter dem Vorjahresniveau. Das Segment-EBIT halbierte sich von 4,5 Mio. auf 2,3 Mio. Euro.

Enterprise Communication (EC) ist das dritte Geschäftsfeld von Funkwerk. Das Segment unterteilt sich in die Sparten Messaging Systeme und Mobility Systeme. Funkwerk ist nach eigenen Angaben mit einem Marktanteil von über 40 Prozent Marktführer in Deutschland auf dem Gebiet der betrieblichen Messagingsysteme. Zum Einsatz kommen betriebliche Messagingsysteme u.a. in Industriebetrieben, Krankenhäusern und Behörden. Die Kernkompetenz der Funkwerk AG liegt hierbei bei der Integration verschiedener Technologien wie DECT, Wireless-LAN, VoIP und VPN auf einer Plattform und deren Implementierung. Während man im Geschäftsjahr 2006 in diesem Segment noch ein deutlich positives Betriebsergebnis aufweisen konnte, ist das Betriebsergebnis mit dem Ende des Geschäftsjahres in die Verlustzone gerutscht. Das Segment-EBIT reduzierte sich somit auf -1,3 Mio. Euro (Vorjahr: 4,0 Mio. Euro).

2 Segmentschätzungen

Umsatzerlöse - Zwischenberichterstattung

	2005	2006	2007
Q1	52.980	53.294	56.873
Q2	61.158	57.767	69.734
Q3	60.048	52.280	66.823
Q4	67.887	78.459	97.190
HJ1	114.138	111.061	126.607
HJ2	127.935	130.739	164.013
GJ	242.073	241.800	290.620

EBIT - Zwischenberichterstattung

	2005	2006	2007
Q1	2.101	351	200
Q2	2.275	1.084	1.524
Q3	5.763	209	2.297
Q4	6.919	8.446	10.421
HJ1	4.376	1.435	1.724
HJ2	12.682	8.655	12.718
GJ	17.058	10.090	14.442

Umsatzerlöse - Segmente

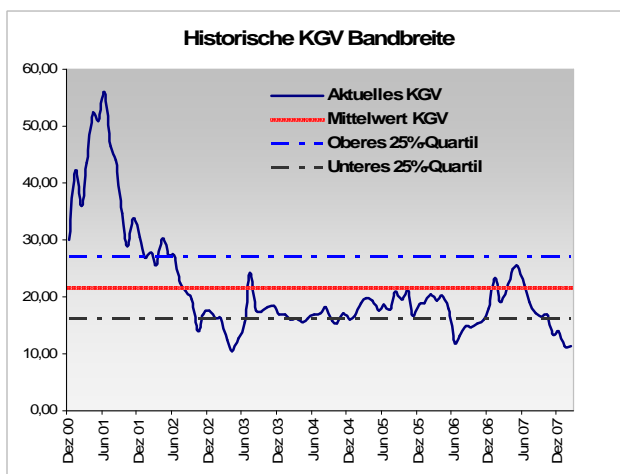
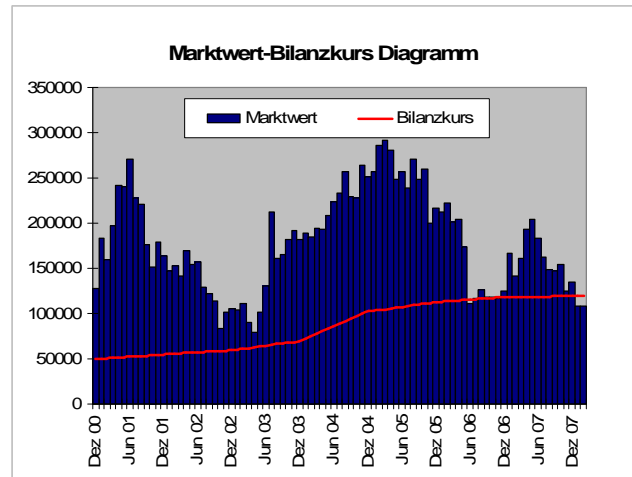
	2005	2006	2007
Traffic & Control Comm.	98.623	97.023	163.093
Automotive Comm.	51.387	52.773	57.706
Enterprise Comm.	91.971	91.957	74.866
Deutschland	178.036	226.422	174.907
EU-Länder	57.239	22.222	74.297
Sonstiges Ausland	6.706	0	41.416

EBIT - Segmente

	2005	2006	2007
Traffic & Control Comm.	5.182	1.598	13.458
Automotive Comm.	6.201	4.519	2.308
Enterprise Comm.	5.675	3.973	-1.324

3 Bilanzkurs – Historisches KGV-Modell

Unter Berücksichtigung der historischen Kurs- und Ertragsentwicklung und deren Relation zueinander, wird das aktuelle niedrige Bewertungsniveau der Funkwerk AG unserer Meinung nach besonders deutlich. Mit dem Börsengang im Geschäftsjahr 2000 wurden die Wachstumsaussichten der Funkwerk AG von den Marktteilnehmern mit einem Agio auf den Buchwert des Eigenkapitals belohnt, wobei zwei deutliche Kursrücksetzer während diesem Zeitraum zu verzeichnen waren. Während im Zeitraum 2001 bis Mitte 2003 eine allgemeine Verunsicherung an den Kapitalmärkten vorherrschte und somit exogene Gründe betraf, ist der Kursrückgang 2006 vielmehr durch die Prognoserevision des Unternehmens zurückzuführen. Die aktuelle Marktbeurteilung unterhalb des Buchwerts spiegelt bei Eintreffen der prognostizierten Umsatz- und Betriebsergebnisse unserer Meinung nach nur unzureichend die mit den getätigten Akquisitionen einhergehende gestiegene Ertragskraft und Potenziale wider. Selbst bei bilanzanalytischer Verrechnung von Firmenwert, Entwicklungskosten und latenter Steuern ist das Aufwärtspotenzial deutlich erkennbar.



In einem weiteren Schritt haben wir die historische KGV-Bandbreite analysiert. Auch bei diesem Modell kann man konstatieren, dass die aktuelle Marktbeurteilung auf ein neues Allzeittief gefallen ist. Das durchschnittliche von den Marktteilnehmern zugemessene Kurs-Gewinn-Verhältnis der Funkwerk AG liegt bei einem Multiple von 21. Auf Basis der aktuellen Schätzung für das abgelaufene Geschäftsjahr 2007 bewegt sich das aktuelle KGV-Multiple bei 11 und hat damit deutlich die untere 25%-Spannweite unterschritten.

4 Finanzplanung

4.1 Bilanz

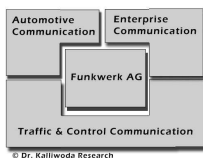
Bilanz

Angaben in TEUR	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E
Aktiva							
Konzessionen, Schutzrechte und ähnliche R.	2.044	2.935	3.685	3.731	8.239	9.887	11.864
Firmenwert	5.141	6.334	7.732	9.720	18.260	18.260	18.260
Entwicklungskosten	5.984	7.261	9.774	12.395	19.143	21.057	23.163
Grundstücke und Gebäude	6.673	8.253	7.883	7.650	7.522	7.500	7.300
Maschinen und technische Anlagen	6.095	6.490	7.660	5.705	5.110	7.000	7.000
Betriebs- und Geschäftsausstattung	4.461	4.734	3.989	3.965	5.628	7.400	7.300
geleistete Anzahlungen und Anlagen im Bau	430	94	95	190	714	500	750
Finanzanlage	157	13	21	372	160	300	300
Latente Steuern	3.260	5.082	6.382	7.294	12.555	12.806	10.200
Summe langfristiges Vermögen	34.245	41.196	47.221	51.022	77.331	84.710	86.137
Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe	14.995	20.769	18.161	17.667	23.408	22.200	20.200
unfertige Erzeugnisse	8.241	8.945	7.317	7.451	14.392	16.000	15.500
Fertigerzeugnisse und Waren	6.962	9.111	8.279	10.409	12.404	15.000	15.000
geleistete Anzahlungen	433	373	397	909	1.523	900	900
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	20.820	30.904	36.954	44.073	46.272	40.000	38.500
Forderungen aus in Arbeit befindlichen Aufträgen	2.418	4.249	7.276	10.057	19.037	17.500	17.000
Forderungen gegen nahe stehende Unternehmen	664	435	840	1.417	1.807	750	750
Steuerforderungen		1.412	4.731	7.637	7.979	3.500	1.500
Sonstige Vermögenswerte	3.234	5.153	3.035	2.414	4.976	5.000	5.000
Wertpapiere	5.631	22.508	7.265	1.549	520	800	800
Zahlungsmittel	24.924	21.440	33.467	32.241	17.726	16.666	14.375
Summe kurzfristiges Vermögen	88.517	125.299	127.722	135.824	150.044	138.316	129.525
Summe Aktiva	122.762	166.495	174.943	186.846	227.375	223.026	215.662
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	7.225	7.978	8.037	8.044	8.101	8.101	8.101
Kapitalrücklage	38.673	57.746	59.612	60.649	62.560	62.407	62.407
Gewinnrücklagen	8.500	15.222	25.712	34.512	38.212	42.125	46.970
Eigene Anteile	-270	-226	-934	-1.062	-1.062	-1.062	-1.062
Bilanzgewinn	15.067	21.435	20.244	15.520	16.016	19.231	21.891
Summe Eigenkapital	69.345	102.155	112.671	117.875	123.827	130.801	138.307
Pensionsverpflichtungen	5.672	6.082	6.606	6.988	10.915	10.750	11.000
Abgrenzungsposten für Investitionszuschüsse	2.368	1.988	1.418	933	1.357	1.000	550
Latente Steuern	4.545	5.567	8.285	10.515	14.656	11.500	13.500
Summe langfristige Schulden	23.035	13.637	16.309	18.569	26.928	23.250	25.050
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	64			112	2.158	3.500	3.300
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistung	9.585	17.243	14.735	22.034	28.407	19.000	15.005
Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	3.579	3.544	2.750	1.787	6.223	5.000	5.000
Verbindlichkeiten gegenüber nahe stehenden U	152	614	265	46	373	200	200
Steuerverbindlichkeiten		5.098	3.178	2.985	1.700	4.000	4.500
Sonstige Rückstellungen		6.063	6.637	5.762	9.669	8.500	8.500
Abgrenzungsposten für Investitionszuschüsse		671	731	613	312	400	300
Finanzielle Verbindlichkeiten	16.935	17.470	17.667	17.063	27.778	28.375	15.500
Summe kurzfristige Schulden	30.382	50.703	45.963	50.402	76.620	68.975	52.305
Summe Passiva	122.762	166.495	174.943	186.846	227.375	223.026	215.662

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2008

Bilanz (in % der Bilanzsumme)	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E
Konzessionen, Schutzrechte und ähnliche R.	1,7 %	1,8 %	2,1 %	2,0 %	3,6 %	4,4 %	5,5 %
Firmenwert	4,2 %	3,8 %	4,4 %	5,2 %	8,0 %	8,2 %	8,5 %
Entwicklungskosten	4,9 %	4,4 %	5,6 %	6,6 %	8,4 %	9,4 %	10,7 %
Grundstücke und Gebäude	5,4 %	5,0 %	4,5 %	4,1 %	3,3 %	3,4 %	3,4 %
Maschinen und technische Anlagen	5,0 %	3,9 %	4,4 %	3,1 %	2,2 %	3,1 %	3,2 %
Betriebs- und Geschäftsausstattung	3,6 %	2,8 %	2,3 %	2,1 %	2,5 %	3,3 %	3,4 %
geleistete Anzahlungen und Anlagen im Bau	0,4 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,3 %	0,2 %	0,3 %
Finanzanlage	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
Latente Steuern	2,7 %	3,1 %	3,6 %	3,9 %	5,5 %	5,7 %	4,7 %
Summe langfristiges Vermögen	27,9 %	24,7 %	27,0 %	27,3 %	34,0 %	38,0 %	39,9 %
Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe	12,2 %	12,5 %	10,4 %	9,5 %	10,3 %	10,0 %	9,4 %
unfertige Erzeugnisse	6,7 %	5,4 %	4,2 %	4,0 %	6,3 %	7,2 %	7,2 %
Fertigerzeugnisse und Waren	5,7 %	5,5 %	4,7 %	5,6 %	5,5 %	6,7 %	7,0 %
geleistete Anzahlungen	0,4 %	0,2 %	0,2 %	0,5 %	0,7 %	0,4 %	0,4 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	17,0 %	18,6 %	21,1 %	23,6 %	20,4 %	17,9 %	17,9 %
Forderungen aus in Arbeit befindlichen Aufträgen	2,0 %	2,6 %	4,2 %	5,4 %	8,4 %	7,8 %	7,9 %
Forderungen gegen nahe stehende Unternehmen	0,5 %	0,3 %	0,5 %	0,8 %	0,8 %	0,3 %	0,3 %
Steuerforderungen		0,8 %	2,7 %	4,1 %	3,5 %	1,6 %	0,7 %
Sonstige Vermögenswerte	2,6 %	3,1 %	1,7 %	1,3 %	2,2 %	2,2 %	2,3 %
Wertpapiere	4,6 %	13,5 %	4,2 %	0,8 %	0,2 %	0,4 %	0,4 %
Zahlungsmittel	20,3 %	12,0 %	19,1 %	17,3 %	7,8 %	7,5 %	6,7 %
Summe kurzfristiges Vermögen	72,1 %	75,3 %	73,0 %	72,7 %	66,0 %	62,0 %	60,1 %
Bilanzsumme	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Gezeichnetes Kapital	5,9 %	4,8 %	4,6 %	4,3 %	3,6 %	3,6 %	3,8 %
Kapitalrücklage	31,5 %	34,7 %	34,1 %	32,5 %	27,5 %	28,0 %	28,9 %
Gewinnrücklagen	6,9 %	9,1 %	14,7 %	18,5 %	16,8 %	18,9 %	21,8 %
Eigene Anteile	-0,2 %	-0,1 %	-0,5 %	-0,6 %	-0,5 %	-0,5 %	-0,5 %
Bilanzgewinn	12,3 %	12,9 %	11,6 %	8,3 %	7,0 %	8,6 %	10,2 %
Anteile Dritte	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
Summe Eigenkapital	56,5 %	61,4 %	64,4 %	63,1 %	54,5 %	58,6 %	64,1 %
Pensionsverpflichtungen	4,6 %	3,7 %	3,8 %	3,7 %	4,8 %	4,8 %	5,1 %
Abgrenzungsposten für Investitionszuschüsse	1,9 %	1,2 %	0,8 %	0,5 %	0,6 %	0,4 %	0,3 %
Latente Steuern	3,7 %	3,3 %	4,7 %	5,6 %	6,4 %	5,2 %	6,3 %
Summe langfristige Schulden	18,8 %	8,2 %	9,3 %	9,9 %	11,8 %	10,4 %	11,6 %
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistung	7,8 %	10,4 %	8,4 %	11,8 %	12,5 %	8,5 %	7,0 %
Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	2,9 %	2,1 %	1,6 %	1,0 %	2,7 %	2,2 %	2,3 %
Verbindlichkeiten gegenüber nahe stehenden U	0,1 %	0,4 %	0,2 %	0,0 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %
Steuerverbindlichkeiten	0,0 %	3,1 %	1,8 %	1,6 %	0,7 %	1,8 %	2,1 %
Sonstige Rückstellungen	0,0 %	3,6 %	3,8 %	3,1 %	4,3 %	3,8 %	3,9 %
Abgrenzungsposten für Investitionszuschüsse		0,4 %	0,4 %	0,3 %	0,1 %	0,2 %	0,1 %
Finanzielle Verbindlichkeiten	13,8 %	10,5 %	10,1 %	9,1 %	12,2 %	12,7 %	7,2 %
Summe kurzfristige Schulden	24,7 %	30,5 %	26,3 %	27,0 %	33,7 %	30,9 %	24,3 %
Summe Passiva	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2008



4.2 Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung

Angaben in TEUR	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E
Umsatzerlöse	178.650	249.114	241.981	241.753	290.620	308.057	326.541
Bestandsveränderungen	5.288	1.131	-3.268	1.585	-2.081	-1.255	1.000
Andere aktivierte Eigenleistungen	4.570	6.255	7.039	7.708	9.106	7.951	8.500
Sonstige betriebliche Erträge	5.113	5.874	6.227	6.891	15.742	9.620	9.812
Gesamtleistung	193.621	262.374	251.979	257.937	313.387	324.374	345.853
Materialaufwand	97.481	132.039	125.745	133.201	150.265	160.784	170.431
Personalaufwand	46.445	64.272	67.058	71.476	92.059	96.662	102.462
Abschreibungen	9.898	11.827	11.603	12.537	15.084	15.537	16.469
Sonstige betrieblichen Aufwendungen	22.310	31.369	30.515	30.633	41.537	37.383	39.252
Betriebsergebnis (EBIT)	17.487	22.867	17.058	10.090	14.442	14.008	17.240
Finanzaufwendungen	-13		-367	-267	-1.960	-2.156	-2.587
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	17.780	23.922	16.353	9.823	12.482	11.852	14.652
Steuern vom Einkommen und Ertrag	6.817	7.972	4.601	2.618	6.425	3.852	4.762
Sonstige Steuern	70	103	154	171	206	175	200
Jahresüberschuss	10.785	15.847	11.598	6.877	5.851	7.825	9.690

Gewinn- und Verlustrechnung (YoY)

Umsatzerlöse	39,4 %	-2,9 %	-0,1 %	20,2 %	6,0 %	6,0 %
Bestandsveränderungen	-78,6 %	-388,9 %	-148,5 %	-231,3 %	-39,7 %	-179,7 %
Andere aktivierte Eigenleistungen	36,9 %	12,5 %	9,5 %	18,1 %	-12,7 %	6,9 %
Sonstige betriebliche Erträge	14,9 %	6,0 %	10,7 %	128,4 %	-38,9 %	2,0 %
Gesamtleistung	35,5 %	-4,0 %	2,4 %	21,5 %	3,5 %	6,6 %
Materialaufwand	35,5 %	-4,8 %	5,9 %	12,8 %	7,0 %	6,0 %
Personalaufwand	38,4 %	4,3 %	6,6 %	28,8 %	5,0 %	6,0 %
Abschreibungen	19,5 %	-1,9 %	8,0 %	20,3 %	3,0 %	6,0 %
Sonstige betrieblichen Aufwendungen	40,6 %	-2,7 %	0,4 %	35,6 %	-10,0 %	5,0 %
Betriebsergebnis (EBIT)	30,8 %	-25,4 %	-40,8 %	43,1 %	-3,0 %	23,1 %
Finanzaufwendungen	-100,0 %	#DIV/0!	-27,2 %	634,1 %	10,0 %	20,0 %
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	34,5 %	-31,6 %	-39,9 %	27,1 %	-5,0 %	23,6 %
Steuern vom Einkommen und Ertrag	16,9 %	-42,3 %	-43,1 %	145,4 %	-40,0 %	23,6 %
Sonstige Steuern	47,1 %	49,5 %	11,0 %	20,5 %	-15,0 %	14,3 %
Jahresüberschuss	46,9 %	-26,8 %	-40,7 %	-14,9 %	33,7 %	23,8 %

Gewinn- und Verlustrechnung (in % vom Umsatz)

Umsatzerlöse	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Bestandsveränderungen	3,0 %	0,5 %	-1,4 %	0,7 %	-0,7 %	0,3 %
Andere aktivierte Eigenleistungen	2,6 %	2,5 %	2,9 %	3,2 %	3,1 %	2,6 %
Sonstige betriebliche Erträge	2,9 %	2,4 %	2,6 %	2,9 %	5,4 %	3,0 %
Gesamtleistung	108,4 %	105,3 %	104,1 %	106,7 %	107,8 %	105,9 %
Materialaufwand	54,6 %	53,0 %	52,0 %	55,1 %	51,7 %	52,2 %
Personalaufwand	26,0 %	25,8 %	27,7 %	29,6 %	31,7 %	31,4 %
Abschreibungen	5,5 %	4,7 %	4,8 %	5,2 %	5,2 %	5,0 %
Sonstige betrieblichen Aufwendungen	12,5 %	12,6 %	12,6 %	12,7 %	14,3 %	12,1 %
Betriebsergebnis (EBIT)	9,8 %	9,2 %	7,0 %	4,2 %	5,0 %	5,3 %
Finanzaufwendungen	0,0 %	0,0 %	-0,2 %	0,1 %	-0,7 %	-0,7 %
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	10,0 %	9,6 %	6,8 %	4,1 %	4,3 %	4,5 %
Steuern vom Einkommen und Ertrag	3,8 %	3,2 %	1,9 %	1,1 %	2,2 %	1,5 %
Sonstige Steuern	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
Jahresüberschuss	6,0 %	6,4 %	4,8 %	2,8 %	2,0 %	3,0 %

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2008

5 Unternehmensbewertung

5.1 Discounted Cashflow Methode

Für die Ermittlung des Fair Values wurde ein dreistufiges Discounted Cashflow Modell herangezogen. Als Datenbasis für die Bewertungen wurden die Konzernabschlüsse verwendet. Dem unterjährigen Bewertungsstichtag wurde durch die Abzinsung der operativen Free Cashflows auf den Bewertungsstichtag Rechnung getragen. Als Bewertungsstichtag wurde der 01.04.2008 gewählt. Soweit nicht betriebsnotwendiges Vermögen vorhanden war, wurde dessen Wert gesondert ermittelt und dem Barwert der Ausschüttungen zugerechnet.

Daran anknüpfend folgt die Residualwertphase, bei der wir mit einer Wachstumsrate von 2 Prozent p.a. kalkulieren.

Entity Approach

Bewertungsstichtag
01.04.2008

3-Phasen-Modell

Wachstum im Terminal
Value 2 Prozent

Discounted-Cashflow-Modell

Angaben in TEUR	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	Terminal Value
Umsatzerlöse	308.057	326.541	333.071	339.733	346.528	353.458	360.527	367.738	
YoY	6,0 %	6,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	
Betriebsergebnis (EBIT)	14.008	17.240	17.929	18.646	19.392	20.168	20.975	21.814	
EBIT-Marge	4,5 %	5,3 %	5,4 %	5,5 %	5,6 %	5,7 %	5,8 %	5,9 %	
Steuern (adj.)	-3.852	-4.762	-5.827	-6.060	-6.302	-6.555	-6.817	-7.089	
Steuerquote	27,5 %	27,6 %	32,5 %	32,5 %	32,5 %	32,5 %	32,5 %	32,5 %	
NOPLAT	10.156	12.478	12.102	12.586	13.090	13.613	14.158	14.724	
Abschreibungen	15537,0	16469,0	17292,5	18157,1	19064,9	20018,2	21019,1	22070,0	
Rückstellungen	30750,0	33000,0	33660,0	34333,2	35019,9	35720,3	36434,7	37163,4	
Veränderungen Rückstellungen	-4.490	2.250	2.295	2.341	2.388	2.435	2.484	2.534	
Brutto-Cashflow	21.203	31.197	31.690	33.084	34.542	36.067	37.661	39.328	
CAPEX	-20869,0	-16500,0	-12500,0	-10000,0	-8000,0	-12000,0	-12000,0	-15000,0	
Veränderungen im Working Capital	-4083	7879	-3233	-3298	-5300	5400	-3200	-3500	
Free Cashflows	-3.749	22.575	15.957	19.787	21.242	29.467	22.461	20.828	
WACC	9,15 %	9,15 %	9,15 %	9,15 %	9,15 %	9,15 %	9,15 %	9,15 %	9,15 %
Diskontierter free Cashflow	-3.435	17.362	11.243	12.774	12.564	15.968	11.152	9.474	92.507
Enterprise Value	179.610,7								
Fremdkapital	40.851								
Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	17.200								
Anteile Dritter	6280								
Equity Value	162.239,7								
Anzahl ausstehender Aktien	6033								
Fair Value je Aktie (in Euro)	20,20								

5.2 Gewichteter Kapitalkostensatz (WACC)

Der Diskontierungssatz wurde mit Hilfe der gewichteten Kapitalkosten ermittelt. Wir gehen davon aus, dass die Zielkapitalstruktur sich in den kommenden Geschäftsjahren verbessern wird.

Anpassungen des Fremdkapitals an den gegenwärtigen Marktzins wurden nicht getätigt. Die risikofreie Rendite basiert auf der Durchschnittsrendite 30jähriger Bundesanleihen (Quelle: Börse Stuttgart).

DCF-Parameter	
Risk-free rate	4,21
Risk premium	7,00
Beta	1,15
Longterm growth rate	2
Cost of equity	12,50
Cost of debt	5,13
WACC	9,15

Die Ermittlung der Risikoprämie folgt dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) und deckt insbesondere die systematischen Risiken (Marktrisikoprämie bzw. unternehmensspezifisches Risiko) ab. Die Marktrisikoprämie in unserem Modell basiert auf anerkannten Studien. Die aus dem universitären Bereich ermittelten Marktrisikoprämien schwanken je nach Markt, Betrachtungsperioden und Methodik in aller Regel zwischen 6 und 8 Prozent. Der von uns verwendete Betawert zur Ermittlung des unternehmensspezifischen Risikos, orientiert sich an der Wertentwicklung des Referenzindex TecDAX.

5.3 Fair Value – Sensitivitäten

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 20,20. Er ist damit um 81,1 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 11,15). Die Modifikation der Aktionsparameter im Terminal Value sind der nachstehenden Sensitivitätsanalyse zu entnehmen. Diese zeigt die Variabilität unseres hergeleiteten fairen Wertes unter verschiedenen Szenarien. Die aufgezeigte Bewertungsbreite schwankt zwischen 19,55 Euro und 20,97 Euro.

Sensitivität: Aktie									
Wachstum	WACC								
	7,15	7,65	8,15	8,65	9,15	9,65	10,15	10,65	11,15
1,00%	20,76	20,59	20,42	20,27	20,11	19,96	19,82	19,68	19,55
1,50%	20,81	20,63	20,47	20,31	20,15	20,00	19,86	19,72	19,58
2,00%	20,86	20,68	20,52	20,35	20,20	20,05	19,90	19,76	19,62
2,50%	20,91	20,73	20,57	20,40	20,24	20,09	19,94	19,80	19,66
3,00%	20,97	20,79	20,62	20,45	20,29	20,13	19,98	19,84	19,70

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2008

Sensitivität: Marktkapitalisierung									
Wachstum	WACC								
	7,15	7,65	8,15	8,65	9,15	9,65	10,15	10,65	11,15
1,00%	166,77	165,40	164,03	162,83	161,54	160,34	159,21	158,09	157,05
1,50%	167,17	165,72	164,44	163,15	161,86	160,66	159,54	158,41	157,29
2,00%	167,57	166,12	164,84	163,47	162,27	161,06	159,86	158,73	157,61
2,50%	167,97	166,52	165,24	163,87	162,59	161,38	160,18	159,05	157,93
3,00%	168,45	167,01	165,64	164,27	162,99	161,70	160,50	159,37	158,25

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2008

6 Kontakt

Funkwerk AG

Telefon: + 49 (0) 3635 / 600 – 346

Telefax: + 49 (0) 3635 / 600 – 507

Im Funkwerk 5
D-99625 Kölleda/Thüringen

Head of IR: Herr Jörg Reichenbach
ir@funkwerk.com

DR. KALLIWODA RESEARCH		Unterlindau 22 60323 Frankfurt Tel.: +49 (0) 69 97 20 58 53 Fax.: +49 72 11 51 49 21 64 www.kalliwoda.com
Primary Research Fair Value Analysis International Roadshows		
Head: Dr. Norbert Kalliwoda E-Mail: nk@kalliwoda.com	CEFA-Analyst; PHD, University of Frankfurt Economics; Dipl.-Kfm.	<u>Sectors:</u> IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials
Michael John E-Mail: mj@kalliwoda.com	Dipl.-Ing. (Aachen)	<u>Sectors:</u> Chemicals, chemical engineering, basic metals, renewable energies, laser/physics
Dr. Thomas Krassmann E-Mail: tk@kalliwoda.com	Dipl.-Geologist, M.Sc.; University of Göttingen & Rhodes University, South Africa;	<u>Sectors:</u> Raw Materials, Mining, Precious Metals, Gem stones.
Wolfgang Neuner E-Mail: wn@kalliwoda.com	MBA (Candidate 2008 Uni. Iowa (US)) and Dipl.-Kfm. (Major Finance and Monetary Economics 2009).	<u>Sectors:</u> Banks, Financial Services, Real Estates - REITS.
Dr. Christoph Piechaczek E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
Dr. Erik Schneider E-Mail: es@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
David Schreindorfer E-Mail: ds@kalliwoda.com	MBA, Economic Investment Management; Univ. Frankfurt/ Univ. Iowa (US).	<u>Sectors:</u> IT/Logistics; Quantitative Modelling
Hellmut Schaarschmidt; E-Mail: hs@kalliwoda.com	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt.	<u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
Nele Rave E-Mail: nr@kalliwoda.com	Lawyer; Native Speaker, German School London,	<u>Translations English</u>

Also view Sales and Earnings Estimates:
DR. KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of

Bloomberg
Reuters
Thomson Financial
JCF Factset

Analyst of this research: Dr. Norbert Kalliwoda, CEFA



7 DISCLAIMER

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

Additional Disclosure/Erklärung

DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH 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 GmbH, 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.

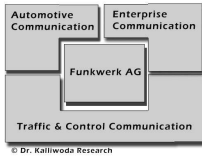
DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH sowie Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in dieser Studie erwähnten Wertpapieren oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Wertpapiere oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern.

Mögliche Interessenskonflikte

Weder DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH 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 Funkwerk AG bestehen vertragliche Beziehungen zu DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH für die Erstellung von Research-Studien. Durch die Annahme dieses Dokumentes akzeptiert der Leser/Empfänger die Verbindlichkeit dieses Disclaimers.



DISCLAIMER

The information and opinions in this analysis were prepared by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH. The information herein is believed by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH 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 GmbH 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 GmbH's prior written consent. Please cite source when quoting.