

Update

BUY

Target Price: 10.50 EUR

Funkwerk AG

Schätzungen angepasst

Klare Fokussierung auf das Kerngeschäft

Branche: Communications Equipment
Land: Deutschland
WKN: 575314
Reuters: FEWG.DE
Webseite: www.funkwerk.com

Kurs aktuell: 6,75
Hoch Tief: 9,67 4,89
Kurs 52 W.: 9,67 4,89
Marktkap. (Mio. EUR) 54,41
Anzahl Aktien (in Mio.) 8,06

Aktionäre

Hörmann Holding GmbH & Co.KG 52,83 %
Pohjola Asset Management 2,84 %
LBBW Asset Management 2,27 %
Carmignac Gestion 1,11 %
Universal-Investment 0,79 %
Streubesitz 40,16 %

Performance

4 Wochen 24,20 %
13 Wochen 59,59 %
26 Wochen 35,82 %
52 Wochen 46,50 %
lfd. Jahr 61,70 %

Dividende

	in EUR	in %
2007	0,25	32,10 %
2008	0,25	25,00 %
2009	0,00	0,00 %
2010e	0,00	0,00 %



Dr. Norbert Kalliwoda

Phone: +49 69 97 20 58 53

E-mail: nk@kalliwoda.com

www.kalliwoda.com

- Wir bestätigen nach der starken Guidance für 2012 und der umfassenden Restrukturierung der Geschäftsprozesse unsere Kaufempfehlung bei einem Kursziel von EUR 10,50. Die Gesellschaft verfügt mit einer Netto-Cash-Position von rund 20 Mio. Euro und nicht in Anspruch genommene Kreditlinien von 8,5 Mio. Euro über eine sehr solide Finanzierungsbasis.
- Wir sehen die Aussagen des Managements zur Auftragslage als ermutigend an. Aktuell sieht das Unternehmen in allen Geschäftsbereichen wieder eine stabilere Nachfrageentwicklung. Für das Geschäftsjahr 2010 rechnet das Unternehmen beim Auftragszugang mit einem Zuwachs von 10 Prozent.
- Die nachhaltig erzielbaren Kosteneinsparungen werden nach Unternehmensangaben ausreichen, um 2010 in den Geschäftsbereichen mindestens ein ausgeglichenes Ergebnis zu erzielen. Allein die nachhaltig erzielbaren Kosteneinsparungen im Geschäftsbereich Traffic & Control Communication werden sich voraussichtlich sogar auf 8 Mio. Euro p.a. belaufen. Somit steht einem positiven Ergebnis dank der Neuausrichtung aus unserer Sicht nichts mehr im Wege.
- Zudem versprechen wir uns von der Markteinführung des Systems Allister und der neuen Mobilfunkgeräte nach DMR-Standard zusätzliche Wachstumsimpulse. Gerade bei den Nebenstrecken bietet es sich an, die Verkehrsinfrastruktur durch kostengünstige Systeme zu modernisieren. Die Funkwerk AG hat sich hier zum Ziel gesetzt einen Marktanteil von 20 Prozent zu erreichen.
- Die umfassende Restrukturierung und die damit verbundenen nachhaltig erzielbaren Kosteneinsparungen rechtfertigt unserer Ansicht nach eine Neubewertung der Aktie. Der Peer Group-Vergleich zeigt, dass die Funkwerk-Aktie bei einem 2010 EV/EBIT von 10,9 und einem P/B von 0,8 derzeit unter dem Marktniveau bewertet wird. Auf Basis unserer Schätzungen ergibt sich ein nach dem DCF-Modell ein fairer Wert von 10,50 Euro, den wir aufgrund der Wachstumspotenziale langfristig für realistisch halten. Wir nehmen daher die Coverage der Funkwerk-Aktie mit einer Kaufempfehlung wieder auf.

EUR m	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Umsatzerlöse	290.20	218.40	235.87	268.89	295.78
EBITDA	28.80	-11.00	19.97	25.59	22.87
EBIT	13.20	-42.20	3.67	9.09	9.37
Nettoergebnis	8.20	-40.70	1.17	6.36	9.43
EPS	1.02	-5.06	0.16	0.80	1.17
BVPS	16.07	11.05	11.28	11.76	12.29
CFPS	2.95	-1.18	2.17	2.84	3.14
RoE	6.18 %	-45.68 %	1.29 %	6.72 %	8.56 %
RoS	2.83 %	-18.64 %	0.50 %	2.37 %	3.19 %
EBIT margin	4.55 %	-19.32 %	1.56 %	3.38 %	3.17 %

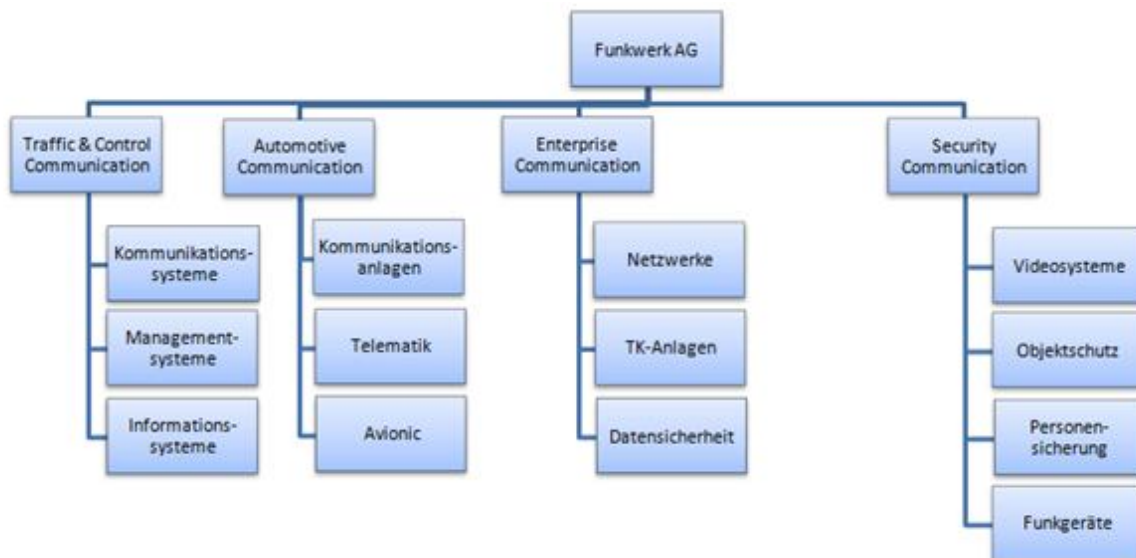
Inhalt

1	Investment Story	3
2	Werttreiber	5
3	Geschäftsentwicklung	5
4	Finanzteil.....	8
5	Gewinn- und Verlustrechnung	8
6	Bilanzen.....	9
7	Kapitalflussrechnung	10
8	Bewertung	11
9	DCF-Modell	11
10	WACC.....	12
11	Fair Value – Sensitivitäten.....	12
12	Peer Group Analyse	13
13	Kontakt	14
14	DISCLAIMER	15

1 Investment Story

Die Funkwerk AG ist ein mittelständischer Technologiekonzern und spezialisiert auf lösungsorientierte Informations- und Kommunikationssysteme für die Zielgruppen Transport, Verkehr, Fahrzeuge, Sicherheit und Datennetz. Der Funkwerkkonzern verfügt mit den Geschäftsbereichen Traffic & Control Communications, Automotive Communications, Security Communications und Enterprise Communications eindeutig abgrenzbare Geschäftseinheiten mit eigenen Produktsortiment und eigener Zielgruppe sowie in allen Geschäftsfeldern eine gute bis sehr gute Marktposition. Als Technologieunternehmen beherrscht die Gesellschaft alle etablierten und neuen Kommunikationsstandards und deckt als Hersteller die gesamte Wertschöpfungskette ab.

Geschäftsfelder der Funkwerk AG in der Übersicht



Quelle: Unternehmen; Dr. Kalliwoda Research GmbH

Im Bereich der Fahrgast- und Kundeninformationssysteme im öffentlichen Fern- und Nahverkehr ist die Gruppe inzwischen mit einem Marktanteil von knapp 30 Prozent in Deutschland Marktführer.

Darüber hinaus verfügt die Gesellschaft über alle Geschäftsbereiche hinweg über einen namhaften, gut ausgewogenen Kundenkreis. Hierzu zählen u.a. die Deutsche Bahn AG, Volkswagen, Hochtief, Adidas, Daimler, BMW, Audi, MAN, MAV, Siemens, EADS, Porsche, Deutsche Telekom, BASF, ThyssenKrupp und Tata Steel.

Trotz des notwendig gewordenen Restrukturierungsprozesses hat sich Funkwerk über alle Geschäftsbereiche hinweg eine ausgezeichnete Position in attraktiven Märkten erarbeitet. Besonders profitieren könnte Funkwerk insbesondere im Geschäftsbereich Traffic & Control Communication von den aufgelegten Infrastrukturprogrammen und der Auflösung des Investitionsstaus. Zudem zählt Funkwerk zu den Marktführern bei der Entwicklung und dem Einsatz mobiler Kommunikationslösungen für Fahrzeuge. Wenngleich sich derzeit die dynamische Entwicklung im Automotive Bereich etwas abgeschwächt hat, dürfte Funkwerk von dem grundlegenden Trend, der zunehmenden Verbreitung von mobilen Kommunikationslösungen innerhalb der Fahrzeugtechnik, auf Dauer profitieren.

Angesichts der jüngsten Vertriebsfolge (Großauftrag zum Objektschutz in Schweden über mehrere Millionen Euro sowie einen Großauftrag der ungarischen Staatsbahn MAV für die Tochter Funkwerk IT), sehen wir die vom Vorstand ausgegebene diesjährige Umsatzschätzung als recht konservativ an. Die für die kommenden Jahre angestrebte Expansionsgeschwindigkeit (Umsatzziel bis 2012: 300 Mio. EUR) haben wir in unsere Bewertungsmodell bereits einfließen lassen. Insgesamt führen die vorgenommenen Modifikationen zu einem Bewertungsniveau, das deutlich über der gegenwärtigen Marktbewertung liegt.

Wir sehen die Aussagen des Managements zur Auftragslage als ermutigend an. Aktuell sieht das Unternehmen in allen Geschäftsbereichen wieder eine stabilere Nachfrageentwicklung. Für das Geschäftsjahr 2010 rechnet das Unternehmen beim Auftragseingang mit einem Zuwachs von 10 Prozent. Wir gehen davon aus, dass die nachhaltig erzielbaren Kosteneinsparungen ausreichen werden, um 2010 in den Geschäftsbereichen mindestens ein ausgeglichenes Ergebnis zu erzielen. Allein die nachhaltig erzielbaren Kosteneinsparungen im Geschäftsbereich Traffic & Control Communication werden sich voraussichtlich sogar auf 8 Mio. Euro p.a. belaufen.

Zudem versprechen wir uns von der Markteinführung des Systems Allister und der neuen Mobilfunkgeräte nach DMR-Standard zusätzliche Wachstumsimpulse. Gerade bei den Nebenstrecken bietet es sich an, die Verkehrsinfrastruktur durch kostengünstige Systeme zu modernisieren. Die Funkwerk AG hat sich hier zum Ziel gesetzt einen Marktanteil von 20 Prozent zu erreichen.

Vor dem Hintergrund der zuletzt gemeldeten Großaufträge und der recht optimistischen Entwicklungen beim Auftragseingang gehen wir davon aus, dass Funkwerk die anvisierten Ziele erreichen kann. Auch wenn die Visibilität des weiteren Geschäftsverlaufs zum jetzigen Zeitpunkt noch gering ist, ist damit zu rechnen, dass die Gesellschaft zumindest mittel- bis langfristig die verhaltene Geschäftsentwicklung überwunden haben wird. Positive Effekte sollten sich zudem für den Geschäftsbereich TCC aus dem Modernisierungs- und Automatisierungsbedarf bei Zugfunksystemen in den BRIC-Staaten ergeben.

2 Werttreiber

Die Marktchancen und Potenziale der Funkwerk AG:

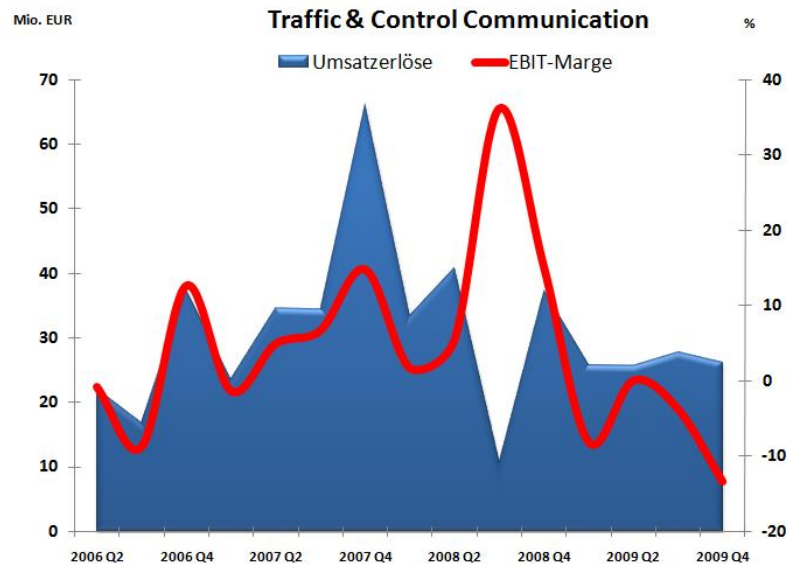
- Die Gesellschaft agiert als Technologieführer in wesentlichen Bereichen ihres Tätigkeitsspektrums
- Die Kostensenkungsmaßnahmen sollen die zukünftige Wettbewerbsfähigkeit stärken
- Die Nachfrage nach mobilen Kommunikationslösungen dürfte weiter steigen
- Chancen ergeben sich daneben aus den eingeleiteten Infrastrukturmaßnahmen zur Modernisierung der Verkehrsinfrastruktur
- Marktchancen dürften sich darüber hinaus bei Zugfunksystemen und Objektschutz in Osteuropa eröffnen
- Erhöhung der Produktivität und Innovationsrate durch Modularisierung und Standardisierung angestrebt
- Straffung der Ablauforganisation und Optimierung der Geschäftsprozesse
- Technologische Weiterentwicklungen und Ausbau des Lösungsportfolios
- Funkwerk profitiert von einem gestiegenen Sicherheitsbedürfnis
- Aufgrund extrem hoher Eintrittsbarrieren bei Stellwerken nur wenige Marktteilnehmer – Ziel Marktanteil 25% - 40 Mio. Euro p. a.
- Steigerung der operativen Effizienz und Profitabilität

3 Geschäftsentwicklung

Die Ende März vorgelegten Zahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2009 lagen sowohl umsatz- als auch ergebnisseitig unterhalb der Konsensschätzungen. Nachdem das Management bereits Ende 2009 auf die hohen Ergebnisbelastungen aufmerksam machte, konnten die vorgelegten Zahlen nicht sonderlich überraschen. Insgesamt zeigen die Zahlen, dass sich der Konzernumsatz gegenüber dem Vorjahr um rund 25 Prozent auf 218,4 Mio. Euro reduzierte. Besonders belastet wurde das Geschäft im Geschäftsbereich Security Communication durch den Wegfall eines fest eingeplanten Großprojektes im Objektschutz in Algerien. Zudem haben sich die Entwicklungsprojekte „Alister“ und „TETRA“ verzögert.

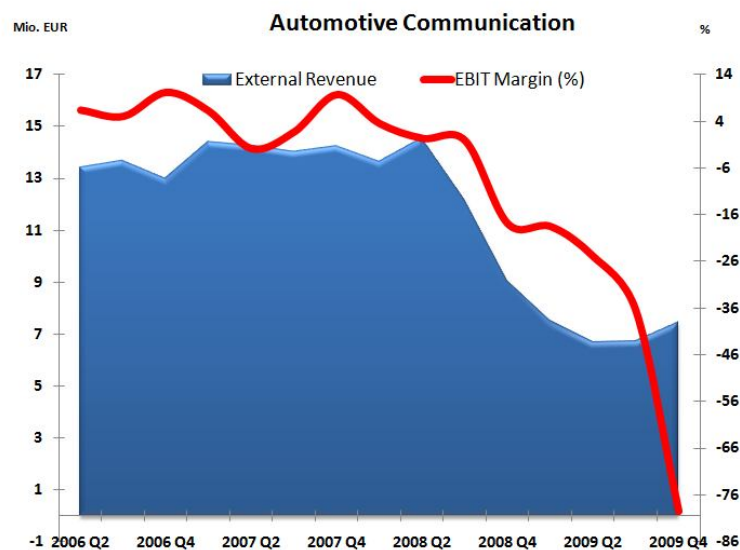
Insgesamt erzielte der Konzern ein operatives Ergebnis von -42,2 Mio. Euro nach 13,2 Mio. Euro in 2008. Allerdings ist hierbei zu beachten, dass ein Großteil der Kosten auf Abschreibungen beruhen, die nicht liquiditätswirksam waren.

Hieraus ergab sich auch dank der finanziellen Restrukturierungsmaßnahmen im Working Capital ein positiver operativer Cash Flow in Höhe von 7,2 Mio. Euro. Die Geschäftsentwicklung des Geschäftsbereichs Traffic & Control Communication stellt sich nunmehr wie folgt dar:

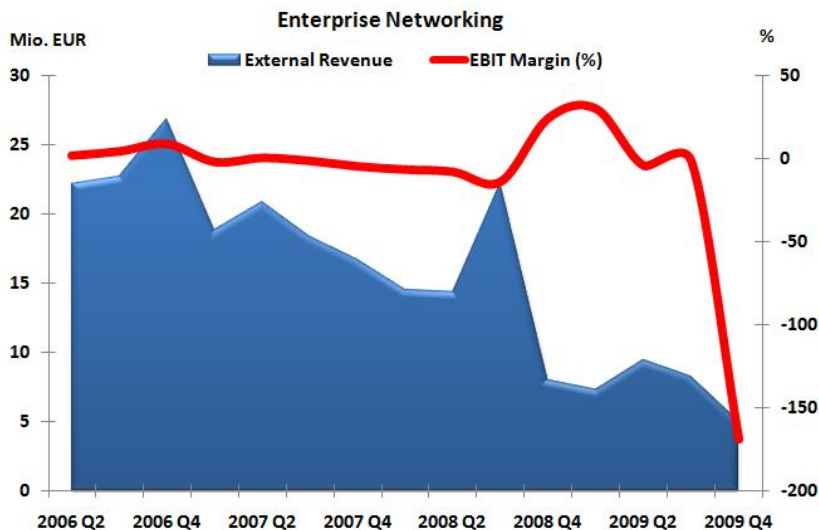


Quelle: Unternehmen; Dr. Kalliwoda Research GmbH

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 Automobilhersteller und Hersteller Komponenten zur Verfügung, die eine stabile und ungestörte Mobilfunkverbindung gewährleisten und die parallele Nutzung von Freisprechanlagen, Navigationssysteme, Fahrzeug-Ferndiagnose, Datenverkehr, Telematikleistungen und Car-Infotainmentsysteme ermöglichen.

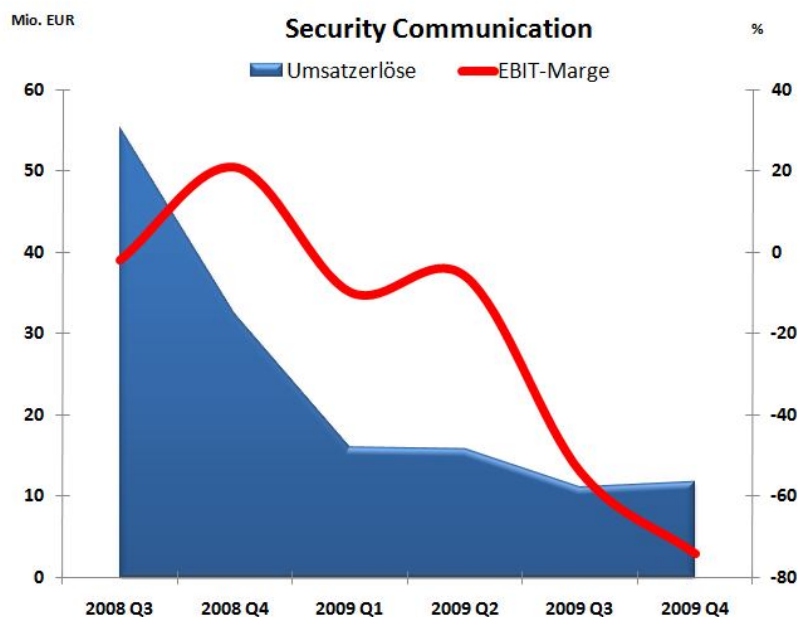


Enterprise Communication (EC) ist das dritte Geschäftsfeld von Funkwerk. Das Segment unterteilt sich in die Sparten Messaging Systeme und Mobility Systeme. Funkwerk ist nach eigenen Angaben mit einem Marktanteil von über 40 Prozent Marktführer in Deutschland auf dem Gebiet der betrieblichen Messagingsysteme. Zum Einsatz kommen betriebliche Messagingsysteme u.a. in Industriebetriebe, Krankenhäuser 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.



Die Funkwerk AG gehört daneben zu den führenden Anbietern für professionelle Sicherheitstechnik. Das Angebot richtet sich vorrangig an Industrie- und Energieunternehmen, Behörden und Organisationen mit Sicherheitsaufgaben (BOS), den öffentliche Personennahverkehr, Bahnen und Flughäfen, Verkehrswege und Einrichtungen wie Justizvollzugsanstalten, Forensiken.

Diese Kompetenz im Geschäftsbereich SC werden in die vier Produktgruppen Videosysteme, Objektschutz, Personensicherung und Funkgeräte unterteilt.



4 Finanzteil

5 Gewinn- und Verlustrechnung

Profit & Loss Statement					
Figures in EUR	Financial Year				
	2007	2008	2009	2010E	2011E
Umsatzerlöse	290.6	290.2	218.4	235.9	268.9
<i>Bestandsveränderungen</i>	-2.1	-5.9	2.2	0.6	-2.3
<i>andere aktivierte Eigenleistungen</i>	9.1	12.2	10.7	10.5	10.5
<i>sonstige betriebliche Erträge</i>	15.7	17.5	12.5	14.4	12.3
<i>Gesamtleistung</i>	313.3	314.0	243.8	261.4	289.4
<i>Materialaufwand</i>	-150.3	-143.0	-114.4	-119.3	-125.2
<i>Personalaufwand</i>	-92.0	-98.3	-92.2	-85.3	-94.6
<i>Abschreibungen</i>	-15.1	-15.6	-31.2	-16.3	-16.5
<i>sonstige betriebliche Aufwendungen</i>	-41.5	-43.9	-48.2	-36.8	-44.0
Betriebsergebnis	14.4	13.2	-42.2	3.7	9.1
<i>Finanzergebnis</i>	-2.0	-1.9	-2.2	-2.3	-2.5
<i>Ergebnis vor Steuern</i>	12.5	11.3	-44.4	1.4	6.6
<i>Ertragsteuern/sonstige Steuern</i>	-6.6	-3.3	3.7	-0.1	-0.1
<i>Ergebnis vor Minderheiten</i>	5.9	8.0	-40.7	1.3	6.5
<i>Minderheiten</i>	0.6	0.2	0.0	-0.1	-0.1
Ergebnis	6.48	8.20	-40.70	1.17	6.36
<i>Ergebnis je Aktie</i>	0.80	1.02	-5.06	0.16	0.80
Profit & Loss (Year on Year)					
Umsatzerlöse		-0.14	-24.74	8.00	14.00
<i>Bestandsveränderungen</i>		180.95	-137.29	-72.73	-483.33
<i>andere aktivierte Eigenleistungen</i>		0.00	0.00	0.00	0.00
<i>sonstige betriebliche Erträge</i>		0.00	0.00	15.20	-14.58
<i>Gesamtleistung</i>		0.22	-22.36	7.21	10.72
<i>Materialaufwand</i>		-4.83	-20.00	4.28	4.95
<i>Personalaufwand</i>		6.85	-6.21	-7.48	10.90
<i>Abschreibungen</i>		3.31	100.00	-47.76	1.23
<i>sonstige betriebliche Aufwendungen</i>		5.78	9.79	-23.65	19.57
Betriebsergebnis		-8.59	-419.70	-108.70	147.66
<i>Finanzergebnis</i>		0.00	0.00	0.00	0.00
<i>Ergebnis vor Steuern</i>		0.00	0.00	0.00	0.00
<i>Ertragsteuern/sonstige Steuern</i>		-50.00	-212.12	-102.70	0.00
<i>Ergebnis vor Minderheiten</i>		36.05	-608.75	-103.13	408.18
<i>Minderheiten</i>		-66.67	-100.00	n.a.	0.00
Ergebnis		26.54	-596.34	-102.88	443.01
Profit & Loss (% of Revenues)					
Umsatzerlöse	100.00 %	100.00 %	100.00 %	100.00 %	100.00 %
<i>Bestandsveränderungen</i>	-0.72 %	-2.03 %	1.01 %	0.25 %	-0.86 %
<i>andere aktivierte Eigenleistungen</i>	3.13 %	4.20 %	4.90 %	4.45 %	3.90 %
<i>sonstige betriebliche Erträge</i>	5.40 %	6.03 %	5.72 %	6.11 %	4.57 %
<i>Gesamtleistung</i>	107.81 %	108.20 %	111.63 %	110.81 %	107.62 %
<i>Materialaufwand</i>	-51.71 %	-49.28 %	-52.38 %	-50.58 %	-46.56 %
<i>Personalaufwand</i>	-31.66 %	-33.87 %	-42.22 %	-36.16 %	-35.18 %
<i>Abschreibungen</i>	-5.20 %	-5.38 %	-14.29 %	-6.91 %	-6.14 %
<i>sonstige betriebliche Aufwendungen</i>	-14.28 %	-15.13 %	-22.07 %	-15.60 %	-16.36 %
Betriebsergebnis	4.97 %	4.55 %	-19.32 %	1.56 %	3.38 %
<i>Finanzergebnis</i>	-0.67 %	-0.65 %	-1.01 %	-0.98 %	-0.94 %
<i>Ergebnis vor Steuern</i>	4.29 %	3.89 %	-20.33 %	0.58 %	2.44 %
<i>Ertragsteuern/sonstige Steuern</i>	-2.27 %	-1.14 %	1.69 %	-0.04 %	-0.04 %
<i>Ergebnis vor Minderheiten</i>	2.02 %	2.76 %	-18.64 %	0.54 %	2.40 %
<i>Minderheiten</i>	0.21 %	0.07 %	0.00 %	-0.04 %	-0.04 %
Ergebnis	2.23 %	2.83 %	-18.64 %	0.50 %	2.37 %

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

6 Bilanzen

Bilanzen					
Figures in EUR	Financial Year				
	2007	2008	2009	2010E	2011E
Aktiva					
<i>Kurzfristige Vermögenswerte</i>					
Vorräte	51.7	46.2	42.6	45.2	37.9
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	46.3	50.7	25.3	32.4	33.4
Forderungen aus in Arbeit befindlichen Projekten	19.0	18.6	15.2	16.5	18.4
Forderungen ggü nahestehenden Unternehmen	1.8	0.6	0.7	0.6	0.6
übrige Steuerforderungen	8.0	4.4	4.0	4.5	3.5
Sonstige Vermögenswerte	5.0	6.4	3.4	6.8	6.9
Wertpapiere	0.5	0.6	1.0	0.9	1.1
Zahlungsmittel, Zahlungsmitteläquivalente	17.7	25.4	22.2	18.2	20.5
-					
Summe kurzfristige Vermögenswerte	150.0	152.9	114.3	125.1	122.3
<i>Langfristige Vermögenswerte</i>					
Immaterielle Vermögenswerte	45.6	47.5	32.9	34.7	36.9
Sachanlagen	19.0	19.1	16.8	20.1	19.7
Ausleihungen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
übrige Finanzanlagen	0.2	0.1	1.5	2.3	2.3
Latente Steuern	12.5	0.4	2.3	2.8	2.6
Summe langfristige Vermögenswerte	77.3	67.1	53.5	59.9	61.5
Bilanzsumme	227.3	220.0	167.8	185.0	183.8
<i>Eigenkapital</i>					
Gezeichnetes Kapital	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1
Kapitalrücklage	62.6	63.0	63.3	63.2	63.2
Gewinnrücklagen	38.2	38.2	38.2	38.2	38.2
Eigene Anteile	-1.1	-1.1	-1.1	-0.3	0.0
Bilanzgewinn	15.5	21.7	-19.1	-18.5	-15.3
Minderheitsanteile	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
Währungsposten	-0.1	-0.4	-0.3	0.2	0.6
Summe Eigenkapital	123.8	129.5	89.1	90.9	94.8
<i>Langfristiges Fremdkapital</i>					
Pensionsverpflichtungen	10.9	12.6	13.0	13.1	13.4
Abgrenzungsposten Investitionszusch.	1.4	1.4	0.7	0.0	0.0
Latente Steuern	14.7	3.0	0.0	0.0	0.0
Verbindlichkeiten ggü Kreditinstituten	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Summe langfristiges Fremdkapital	27.0	17.0	13.7	13.1	13.4
<i>Kurzfristiges Fremdkapital</i>					
Verbindlichkeiten ggü Kreditinstituten	2.1	0.3	2.3	2.3	2.4
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	28.4	33.7	23.3	32.0	29.4
Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	6.2	3.8	7.3	3.8	4.2
Verbindlichkeiten ggü nahestehenden Unternehmen	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1
Steuerverbindlichkeiten	1.7	3.5	2.9	3.2	3.4
Sonstige Rückstellungen	9.7	10.8	11.3	12.0	9.0
Abgrenzungsposten Investitionszuschüsse	0.3	0.2	0.4	0.4	0.4
Finanzielle Verbindlichkeiten	27.7	21.1	17.5	27.2	26.7
Summe kurzfristige Fremdkapital	76.5	73.5	65.0	81.0	75.6
Bilanzsumme	227	220	168	185	184

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

7 Kapitalflussrechnung

Cash Flow Statement					
Figures in EUR	Financial Year				
	2007	2008	2009	2010E	2011E
Cashflow aus lfd. Geschäftstätigkeit					
Jahresergebnis	6.5	8.2	-40.7	1.2	6.4
Abschreibungen	15.1	15.6	31.2	16.3	16.5
Sonstige nicht zahlungswirksame Veränderungen	0.9	-7.9	1.8	1.5	1.5
Gewinn/Verlust aus dem Abgang des AV	0.6	1.3	0.0	0.0	0.0
Zu/Abnahme Vorräte, Forderungen und sonstige Vermögensw.	-8.9	8.8	29.8	8.9	6.1
Zu/Abnahme Forderungen aus LuL	3.0	-2.9	0.0	-7.1	-1.0
Veränderung der sonstigen Schulden	3.4	4.5	-14.1	8.7	-2.6
Veränderungen übriges Nettovermögen/Sonstges	-5.5	-0.8	-0.8	-9.8	-1.5
Cashflow aus lfd. Geschäftstätigkeit	15.0	26.8	7.2	19.6	25.3
Auszahlungen für Investitionen in das SAV	-20.4	-20.7	-14.3	-22.2	-18.1
Einzahlungen aus dem Abgang von SAV	0.1	0.0	2.2	0.0	0.0
Ein-/Auszahlungen für Konsolidierungskreisänderungen	-9.3	6.1	-0.2	0.0	0.0
Zu-/Abfluss aus investiver Tätigkeit	-29.6	-14.6	-12.3	-22.2	-18.1
Einzahlung aus der Aufnahme von Schulden	2.2	0.0	1.9	1.0	1.2
Auszahlung für die Tilgung von Schulden	-0.7	-1.9	0.0	-2.3	-4.1
Einstellung in die Kapitalrücklagen	1.0	0.0			
Auszahlung Ausgleichsansprüche an Minderheitsgesellschafter	-0.7	-0.6	0.0	0.0	0.0
Ausschüttungen	-2.8	-2.0	0.0	0.0	-2.0
Zu-/Abfluss aus Finanzierungstätigkeit	-1.0	-4.5	1.9	-1.3	-4.9
Zahlungswirksame Veränderungen (Gesamt)	-15.5	7.7	-3.2	-3.9	2.3
Zahlungsmittel zum 1.1.	33.8	18.3	25.3	22.1	18.2
Veränderungen aus Konsolidierungskreisänd.	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Sonstige Veränderungen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zahlungsmittel zum 31.12.	18.3	26.0	22.1	18.2	20.5

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

8 Bewertung

9 DCF-Modell

Für die Ermittlung des Fair Values wurden ein dreistufiges Discounted Cashflow Modell sowie die Marktdaten der Peergroup-Unternehmen herangezogen. Als Datenbasis für die Bewertungen wurden die Konzernabschlüsse der Funkwerk AG verwendet.

Dem unterjährigen Bewertungsstichtag wurde durch die Abzinsung der operativen Free Cashflows auf den Bewertungsstichtag Rechnung getragen. Als Bewertungsstichtag wurde der 01.04.2010 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 3 Prozent p.a. kalkulieren.

/ Discounted Cash Flow-Modell (Basis 4/2010)						
(Mio. EUR)	2009	2010E	Phase 1			
			2011E	2012E	2013E	2014E
Umsatz	218.400	235.872	268.894	295.783	310.573	326.101
Veränderungsrate	-	8%	14%	10%	5%	5%
EBIT	-42.200	3.672	9.094	9.367	8.899	9.343
Veränderungsrate	-	-109%	148%	3%	-5%	5%
Marge	-19.3%	1.6%	3.4%	3.2%	2.9%	2.9%
Zins- u. Beteiligungsergebnis	-2.200	-2.300	-2.530	-2.100	-1.800	-1.900
EBT ex. Zinsergebnis	-44.400	1.372	6.564	7.267	7.099	7.443
operativer Steueraufwand	3.700	-0.100	-0.100	-2.362	-2.307	-2.419
Steuerquote (ex. Zinsergebnis)	8.3%	7.3%	1.5%	32.5%	32.5%	32.5%
Abschreibungen imm. Verm. u. Sachanl.	31.200	16.300	16.500	16.500	16.500	18.500
Abschreibungsquote (% Umsatz)	14.3%	6.9%	6.1%	5.6%	5.3%	5.7%
Veränderung langf. Rückstellungen	0.200	0.300	0.300	0.300	0.300	0.300
Anteil Umsatz	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
CF-Geschäftsbedarf (Veränderung WC)	16.500	1.700	2.000	-2.100	-2.800	-2.800
Working-Capital-Ratio (%Umsatz)	7.6%	0.7%	0.7%	-0.7%	-0.9%	-0.9%
Investitionen	-12.300	-22.200	-18.100	-18.900	-12.400	-18.500
Investitionsquote (% Umsatz)	-5.6%	-9.4%	-6.7%	-6.4%	-4.0%	-5.7%
Free Cash-Flow	-5.100	-2.628	7.164	0.705	6.392	2.524
Veränderungsrate	-	-48%	-373%	-90%	806%	-61%
Free-Cash-Flow-Marge	-2.3%	-1.1%	2.7%	0.2%	2.1%	0.8%

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

10 WACC

/WACC - Prämissen

Wachstumsprämissen

Langfristiges Wachstum / Inflationsrate	3.0%
Angleichungsphase (ab 2016)	10 Jahre
Anfangswachstum des Umsatzes	2.0%
Margenentwicklung (p.a.)	+1 BP

Eigenkapitalkosten

Langfristiger risikoloser Zinssatz	4.5%
Risikoprämie Markt / Aktienmarktrendite	5.0%
Beta des Unternehmens (Näherung)	1.30

Eigenkapitalkostensatz 11.0%

Fremdkapitalkosten

Fremdkapitalkostensatz (vor St.)	6.5%
Steuersatz auf Fremdkapitalzinsen	25.0%

Fremdkapitalkostensatz (nach St.) 4.9%

Wert des Eigenkapitals	71
Wert des Fremdkapitals	79
Gearing	110.5%
WACC	7.78%

Der Diskontierungssatz wurde mit Hilfe der gewichteten Kapitalkosten ermittelt. Wir gehen davon aus, dass sich die Kapitalstruktur in den kommenden Geschäftsjahren nicht wesentlich verändern wird.

Anpassungen des Fremdkapitals an den gegenwärtigen Marktzins wurden nicht getätigt. Die risikofreie Rendite basiert auf der Durchschnittsrendite 30jähriger Bundesanleihen. Die Ermittlung der Risikoprämie folgt dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) und deckt insbesondere die systematischen Risiken (Marktrisikoprämie) ab. Der von uns verwendete Betawert zur Ermittlung des unternehmensspezifischen Risikos orientiert sich an der Wertentwicklung des Referenzindex DAX.

11 Fair Value – Sensitivitäten

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 10,48. Er ist damit um 55,3 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 6,75). Die Modifikation der Aktionsparameter im Terminal Value sind der nachstehenden Sensitivitätsanalyse zu entnehmen. Diese zeigt die Variabilität unseres hergeleiteten fairen Wertes.

Sensitivitätsanalyse je Aktie

(EUR)	β = 1.3	Diskontierungszinssatz				
		7.28%	7.53%	7.78%	8.03%	8.28%
Wachstum	2.0%	10.52	10.14	9.79	9.47	9.18
	2.5%	10.92	10.49	10.10	9.75	9.42
	3.0%	11.42	10.92	10.48	10.08	9.71
	3.5%	12.05	11.46	10.94	10.48	10.06
	4.0%	12.87	12.15	11.53	10.98	10.49

Sensitivitätsanalyse

Marktkapitalisierung

(Mio.EUR)	β = 1.3	Diskontierungszinssatz				
		7.28%	7.53%	7.78%	8.03%	8.28%
Wachstum	2.0%	84.80	81.73	78.93	76.35	73.97
	2.5%	88.04	84.57	81.43	78.56	75.93
	3.0%	92.04	88.04	84.45	81.21	78.27
	3.5%	97.10	92.37	88.19	84.45	81.09
	4.0%	103.70	97.93	92.90	88.49	84.57

12 Peer Group Analyse

Die aus unserem DCF-Modell hervorgegangene Bewertung der Funkwerk AG haben wir zusätzlich mit Hilfe einer Peer Group Analyse einer Plausibilitätsprüfung unterzogen. Dabei haben wir vorrangig Unternehmen ausgewählt, die in der Technologiebranche tätig sind. Multiplikatorverfahren basieren auf einer vergleichenden Betrachtungsweise, indem geeignete Vervielfältiger aus Kapitalmarktdaten und Finanzberichterstattung börsennotierter Vergleichsunternehmen auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden.

Die Ausgangsdaten der Vergleichsunternehmen (Angaben in der jeweiligen Landeswährung) stammen von dem Informationsdienstleister Reuters.

Multiples - Peergroup - Communications Technology								
in Mio. € bzw. in € je Aktie	EV/Umsatz		EV/EBIT		KGV		EBIT-Margin	KBV
	2009	2010E	2009	2010E	2009	2010E	2009	2009
ADVA AG	0.79	0.68	-35.92	16.74	-25.88	34.50	-2.20	1.95
CeoTronics	1.69	1.74	11.38	19.10	26.93	22.14	14.84	2.80
Euromicron	0.78	0.70	12.75	8.23	18.36	12.85	6.11	2.49
IVU Traffic	0.36	0.36	-71.35	13.44	-23.09	25.40	-0.51	1.53
InTiCa Systems	0.95	0.91	-6.89	14.43	-6.05	18.38	-13.79	0.90
OHB Technology	0.86	0.59	11.96	10.26	16.16	22.16	7.23	3.11
Smarteq	0.86		-35.40		54.00		-2.42	2.72
Median	0.86	0.69	-6.89	13.93	16.16	22.15	-0.51	2.49
Mittelwert	0.90	0.83	-8.43	13.59	6.46	20.19	1.32	2.21
Funkwerk AG	0.24	0.23	-3.93	10.91	-3.35	29.71	-6.23	0.80
Premium (+)/Discount (-)	-72.78	-72.36	-53.38	-19.73	neg.	34.14		-67.87

DR. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2010

13 Kontakt

Funkwerk AG

Im Funkwerk 5
D-99625 Kölleda/Thüringen

Telefon: + 49 (0) 3635 / 600 – 346

Telefax: + 49 (0) 3635 / 600 – 507

Head of IR: Herr Jörg Reichenbach

Internet: ir@funkwerk.com

DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH		Unterlindau 22 60323 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 www.kalliwoda.com
Primary Research Fair Value Analysis International Roadshows		
Head: Dr. Norbert Kalliwoda E-Mail: nk@kalliwoda.com	CEFA-Analyst; University of Frankfurt/Main; PhD in 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 2009 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
Kolja Schick – Freiherr von Flotow	Dipl.-Kaufmann, (University of Frankfurt/Main).	<u>Sectors:</u> Consumers, Automotives, Automotive Suppliers, Mechanical Engineering
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/Main.	<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
Thomson Reuters
vwd group
JCF Factset

Analyst of this research: Dr. Norbert Kalliwoda, CEFA



14 DISCLAIMER

BUY	On a basis of our prognoses the stock should have a performance of at least 10% in the following 12 months.	
ACCUMULATE	On a basis of our prognoses the stock should have a performance of between 5% and 10% in the following 12 months.	
HOLD	On a basis of our prognoses the stock should have a performance of between minus 5% and plus 5% in the following 12 months.	
REDUCE	On a basis of our prognoses the stock should have an underperformance of between minus 5% and minus 10%.	
SELL	On a basis of our prognoses the stock should have an underperformance of at least minus 10%	

Additional Disclosure

DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH prepared this analysis on the basis of broadly accessible sources, which are regarded as reliable. We work as precisely as possible. We cannot however guarantee for the balance, precision, correctness and wholeness of the information and opinions. This study does not replace personal advice. This study is not regarded as invitation to the purchase or sale of the installation-instruments discussed in this study. Therefore, DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH advises to turn to your bank-advisor or trustees before an investment-disposition.

In the United Kingdom this document is only intended for distribution to persons described in Section 11(3) of the Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in the latest amended version), and may not be passed on either directly nor indirectly to another group of persons. Neither this document nor a copy thereof may be sent or taken to or distributed in the United States of America, Canada or Japan or their territories or possessions nor may it be distributed to a US person as defined by the terms of the US Securities Act 1933 or to persons resident in Canada or Japan. Distribution of this document in other jurisdictions may be limited by law and persons in possession of this document should inform themselves of any restrictions and comply with these. Any failure to comply with these restrictions may represent a breach of a current securities act.

DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH as well as co-workers may hold positions in any securities mentioned in this study or in connected investments and may increase or sell their holdings in these securities or connected investments.

Possible conflicts of interest

Neither DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH nor any affiliated company

- a) hold an interest of 1 percent or more of the equity capital of the company being covered in this report;
- b) were involved in an emission of investments that is object of this study;
- c) hold a net-sale position of the shares of the analyzed business of at least 1 percent of the share capital;
- d) have serviced the analyzed investments based on any contract with the emitter on the stock exchange or in the market.

There is a contractual relationship only with the business of Funkwerk AG and DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH for the preparation of research studies.

Through the assumption of this document, the reader / recipient accepts the obligations in these 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 GmbH, 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.