


Update

BUY

Target Price: 10,50 EUR

Funkwerk AG

Schätzungen angepasst 

Nachhaltige Verbesserung der Ertragsituation erwartet

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

Kurs aktuell: 7,18
Hoch: 9,67 **Tief:** 4,89
Kurs 52 W.: 9,67 4,89
Marktkap. (Mio. EUR) 57,87
Anzahl Aktien (in Mio.) 8,06

Aktionäre

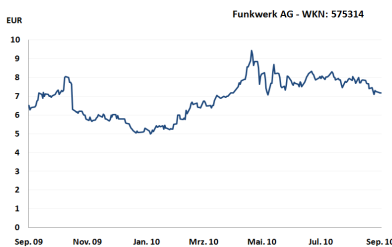
Hörmann Holding GmbH & Co.KG 52,83 %
Pohjola Asset Management 2,84 %
LBBW Asset Management 2,27 %
Carmignac Gestion 1,11 %
Universal-Investment 0,79 %
Streubesitz 40,16 %

Performance

4 Wochen 1,21 %
13 Wochen 2,86 %
26 Wochen 14,74 %
52 Wochen 14,74 %
lfd. Jahr 42,45 %

Dividende

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



- Die Ertragswende wurde mittlerweile erreicht, allerdings wird es unserer Ansicht nach noch einige Zeit dauern, bis wieder eine ansprechende Ergebnisqualität gezeigt werden kann. Das anvisierte mittelfristige Margenziel von 8 Prozent halten wir für erreichbar. Der größte Geschäftsbereich von Funkwerk, Traffic & Control Communication (TCC), ist im ersten Halbjahr wieder in die Erfolgsspur zurückgekehrt und lässt für die zweite Jahreshälfte ein weit überdurchschnittliches Wachstum erwarten.
- Im Geschäftsbereich Automotive Communication fokussiert sich Funkwerk auf Kommunikationssysteme in Fahrzeugen. Mit Car Infotainment und dem Technologietrend Internet im Auto zeichnen sich neue hervorragende Wachstumschancen für das Unternehmen ab. Voraussetzung für modernes „Car Infotainment“ ist eine stabile, sichere und ungestörte breitbandige Mobilfunkverbindung für Telefonie und Internet. Mit der weltweit einzigartigen, patentierten Verstärkertechnik sorgt Funkwerk für eine gleichbleibend gute Übertragung von Daten und Sprache im Fahrzeug und ist damit bestens aufgestellt.
- Mit der technologischen Ausrichtung auf zukunftssträchtige Marktsegmente hat sich Funkwerk auch beim Objektschutz, Video- und Sicherheitstechnik sowohl national als auch international mit Referenzprojekten positioniert. Zwar wies man auch im zweiten Quartal im Geschäftsbereich Security Communication einen Verlust aus, allerdings dürfte die Talsohle damit erreicht worden sein.
- Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung für die Aktie und belassen unser Kursziel bei 10,50 Euro. Wir sehen die Aussagen des Managements zur Auftragslage als ermutigend an. Auf der operativen Ebene ist die Nachfrageentwicklung in drei von vier Geschäftsbereichen zuletzt recht positiv verlaufen. Für das Geschäftsjahr 2010 hält das Management einen Umsatzanstieg gegenüber dem Vorjahr für möglich. Mittelfristig strebt der Konzern eine operative Marge von 8 Prozent an. Die Ziele halten wir insgesamt für realistisch und umsetzbar.

EUR m	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Umsatzerlöse	290,20	218,40	220,00	242,00	254,10
EBITDA	28,80	-11,00	15,80	26,90	31,70
EBIT	13,20	-42,20	3,50	10,40	13,90
Nettoergebnis	8,20	-40,70	0,90	5,62	9,43
EPS	1,02	-5,06	0,12	0,71	1,17
BVPS	16,07	11,05	11,32	12,10	12,29
CFPS	2,95	-1,18	1,64	2,74	3,14
RoE	6,18 %	-45,68 %	0,99 %	5,76 %	8,56 %
RoS	2,83 %	-18,64 %	0,41 %	2,32 %	3,71 %
EBIT margin	4,55 %	-19,32 %	1,59 %	4,30 %	5,47 %

Dr. Norbert Kalliwoda

Phone: +49 69 97 20 58 53

E-mail: nk@kalliwoda.com

www.kalliwoda.com

Inhalt

1	Einschätzung.....	3
2	Werttreiber	7
3	Geschäftsentwicklung	7
4	Finanzteil.....	10
5	Gewinn- und Verlustrechnung	10
6	Bilanzen.....	11
7	Kapitalflussrechnung	12
8	Bewertung	13
9	DCF-Modell	13
10	WACC.....	14
11	Fair Value – Sensitivitäten.....	14
12	Peer Group Analyse	15
13	Kontakt	16
14	DISCLAIMER	17

1 Einschätzung

Wir sehen die Aussagen des Managements zur Auftragslage als ermutigend an. Auf der operativen Ebene ist die Nachfrageentwicklung in drei von vier Geschäftsbereichen zuletzt recht positiv verlaufen. Für das Geschäftsjahr 2010 hält das Management einen Umsatzzanstieg gegenüber dem Vorjahr möglich. Mittelfristig strebt der Konzern eine operative Marge von 8 Prozent an. Die Ziele halten wir insgesamt für realistisch und umsetzbar.

Im Geschäftsfeld Enterprise Communication hat sich Funkwerk vom reinen Produkthersteller von Einzelgeräten zu einem lösungsorientierten Systemanbieter entwickelt und ist heute einer der führenden Anbieter von IP-basierten Netzwerkzugangs- und Sicherheitslösungen, hochintegrierten Telekommunikationskonzepten und Wireless LAN-Lösungen für Filialisten, den Mittelstand und Branchen wie ÖPNV, Healthcare, Transport und Logistik, Hotel & Gastronomie. Die Lösungen basieren im Wesentlichen auf den drei Kernkompetenzen Netzwerke, TK-Anlagen sowie Sicherheit und werden um Applikationen, Schnittstellen und anderen Kunden- oder Branchenspezifischen Erweiterungen von zertifizierten Technologiepartnern komplettiert. Gegenüber dem Vorjahresquartal stieg der Umsatz von 9,37 Mio. Euro auf 9,91 Mio. Euro an. Mit der eingeleiteten Exportoffensive und der Einführung der neuen IP-basierten Kommunikationsplattform Hybrid sollte der Auslandsumsatz bereits in der zweiten Jahreshälfte 2010 zulegen. Zudem hat man mit der Reduzierung der Produktvielfalt und der Konzentration auf Komplettlösungen die Basis für eine nachhaltige positive Ertragsentwicklung geschaffen. Das Betriebsergebnis vor Restrukturierungs- und Wertminderungsaufwendungen summierte sich im ersten Halbjahr 2010 auf 0,83 Mio. Euro. Die Marge lag damit bei 4,7 Prozent und damit unterhalb der angestrebten mittelfristigen Zielmarge von 8 Prozent für den Gesamtkonzern.

Der Geschäftsbereich Automotive Communication konnte im zweiten Quartal mit rund 0,3 Mio. Euro die Gewinnschwelle überschreiten. Gegenüber dem Vorjahr stieg der Umsatz um 6,6 Prozent von 6,72 Mio. Euro auf 8,01 Mio. Euro. Getragen wurde das Wachstum von der Zunahme des Geschäfts mit Funktranspondern im Produktbereich Avionik, während die Nachfrage im Produktbereich Telematik und Fahrzeugnachschrägung noch hinter den Erwartungen des Managements zurückgeblieben ist. Allerdings versprechen wir uns von den gewonnenen Ausschreibungen der Fahrzeugindustrie bei Nutzfahrzeugen und Personenfahrzeugen und von der neuen Produktgeneration ab 2011 eine spürbare Belebung. Im Geschäftsbereich Automotive Communication fokussiert sich Funkwerk auf Kommunikationssysteme in Fahrzeugen. Die Gesellschaft konzentriert sich dabei auf anspruchsvolle, stark wachsende Teilmärkte, um an den Entwicklungen überdurchschnittlich partizipieren zu können. Neben der Dynamik der Absatzmärkte ist daneben vor allem die Innovationskraft wichtigster Motor des organischen Wachstums. Mit Car-Infotainment und dem Technologietrend Internet und Auto zeichnen sich neue hervorragende Wachstumschancen für das Unternehmen ab. Voraussetzung für modernes „Car-Infotainment“ ist eine stabile, sichere und ungestörte breitbandige Mobilfunkverbindung für Telefonie und Internet. Mit der weltweit einzigartigen, patentierten Verstärkertechnik sorgt Funkwerk für eine gleichbleibend gute Übertragung von Daten und Sprache im Fahrzeug. Neben dem Verkehr auf der Straße konzentriert sich der Geschäftsbereich Automotive Communication ebenso auf Geräte für Klein- und Leichtflugzeuge und auf Sonderprojekte der Luft- und Raumfahrt.

Funkwerk zählt zu den Marktführern bei der Entwicklung und dem Einsatz mobiler Kommunikationslösungen für Fahrzeuge. Durch sein umfangreiches Know-how in der Hochfrequenztechnik und langjährigen Erfahrungen in elektrischem und mechanischem Design ist Funkwerk nach wie vor ein gefragter Partner der Automobilindustrie. Dies zeigen auch die gewonnenen Ausschreibungen, die ab 2011 umsatzwirksam werden. Das Unternehmen ist insgesamt bestens aufgestellt, um auch von den zukunftsweisenden Trends profitieren zu können. Wir rechnen damit, dass spätestens zum Ende des vierten Quartals eine nachhaltige Verbesserung der Ertragslage erkennbar sein wird.

Das negative Betriebsergebnis in Höhe von -1,5 Mio. Euro im zweiten Quartal war im Geschäftsfeld Security Communications nach wie vor nicht zufriedenstellend. Bedingt durch den Stopp der Großprojekte in Algerien war zwar damit zu rechnen, dass der Umsatz deutlich unter dem Vorjahresniveau fallen wird, allerdings hatten wir mit einer Ergebnisverschlechterung in diesem Ausmaß nicht gerechnet. Der Umsatz reduzierte sich gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 21,4 Prozent von 18,31 auf 14,39 Mio. Euro. Allerdings gibt es auch im Geschäftsfeld Security Communications erste Lichtblicke. So rechnet das Management bereits im Verlauf des Jahres mit einer Reduzierung der operativen Verlustsituation. Insbesondere die mit der Neuausrichtung und Integration des Geschäftsbereichs verbundenen Synergieeffekte soll zu einer sukzessiven Verbesserung der Ergebnissituation beitragen. Zusätzlich gibt es positive Impulse auf der Nachfrageseite. So stieg der Auftragseingang gegenüber dem Vorjahr im ersten Halbjahr um 13 Prozent auf 25,3 Mio. Euro. Der Bedarf an intelligenten Lösungen zum Schutz von Objekten, öffentlichen Plätzen dürfte nach wie vor stark wachsen. Die Funkwerk AG zählt nach wie vor zu den führenden Anbietern professioneller Sicherheitstechnik und spricht mit Industrie- und Energieunternehmen, Behörden und Organisationen mit Sicherheitsaufgaben (BOS), den öffentlichen Personennahverkehr, Bahnen und Flughäfen, Verkehrswege und Einrichtungen wie Justizvollzugsanstalten eine attraktive und kaufkräftige Zielgruppe an.

Mit der technologischen Ausrichtung auf zukunftssträchtige Marktsegmente hat sich Funkwerk in einem Wachstumsmarkt für umfassenden Objektschutz, Video- und Sicherheitstechnik sowohl national als auch international mit Referenzprojekten positioniert. Künftig soll zudem das neue Produktportfolio von TETRA- und DECT-Funkgeräten für einen zusätzlichen Wachstumsschub sorgen. Hier ist inzwischen die Markteinführung mit den ersten Projektaufträgen gelungen. Für das laufende Geschäftsjahr 2010 rechnen wir zwar nicht damit, dass die aufgelaufenen Verluste aus dem ersten Halbjahr vollständig ausgeglichen werden können, allerdings versprechen wir uns von der organisatorischen Neuausrichtung und der damit verbundenen Kostenvorteile in Zukunft auch bei geringeren Erlösen bereits ein Überschreiten der Gewinnschwelle. Zudem dürfte neben der Neupositionierung auch die Markteinführung der neuen Funkgerätegenerationen und der angekündigte Marktzugang in das OEM-Geschäft mit großem Potential verbunden sein.

Anlageurteil

Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung für die Aktie und belassen das Kursziel bei 10,50 € Neben den Ergebnissen des Peer Group-Vergleichs und unseres DCF-Modells halten wir unsere Bewertung auch aufgrund des Substanzwertes für plausibel. Die künftige Entwicklung der Gesellschaft basiert dabei in den einzelnen Geschäftsfeldern auf folgenden Prämissen:

1. Die Markttrends im Geschäftsbereich Traffic & Control Communication lassen sich wie folgt skizzieren:

- Unterstützung durch die Wirkung europäischer Konjunkturprogramme (mit zeitlicher Verzögerung)
- Marktführerschaft bei Fahrgastinformationssystemen für Bahnbetrieben und bei Mobilfunk-Terminals
- Ausbau der internationalen Aktivitäten
- Markteinführung der GSM-R-Handfunkgeräte und Zulassung des innovativen elektronischen Stellwerks ALISTER
- hohe Nachfrage nach mobilen Informationssystemen für den Schienenverkehr

2. Die Markttrends im Geschäftsbereich Automotive Communication werden vor allem von der Automobilkonjunktur bestimmt.

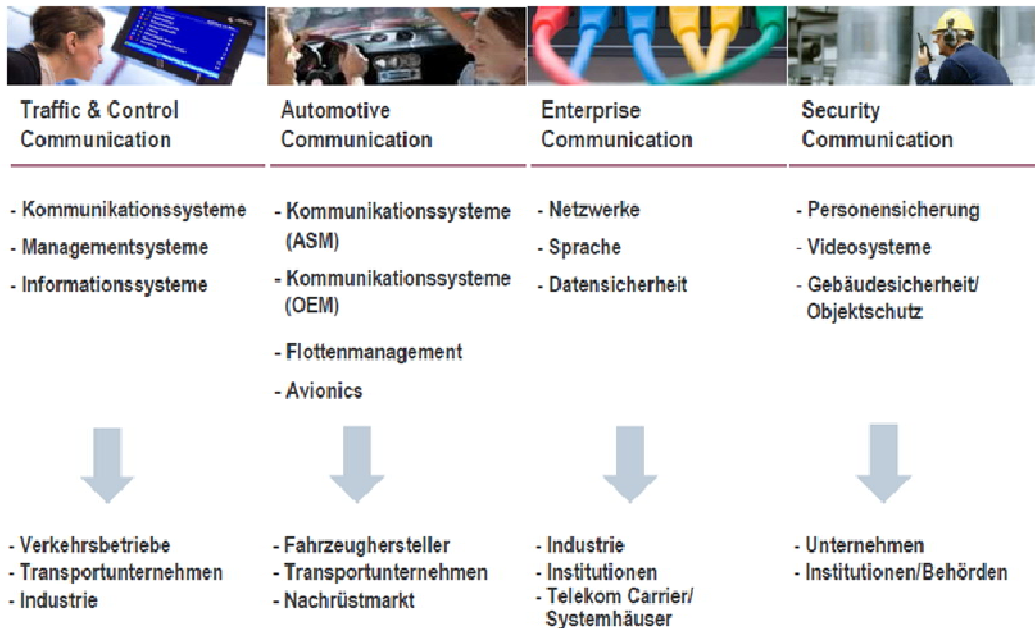
- Die staatlichen Förderprogramme sind zwar rückläufig, werden allerdings von einer belebenden Automobilnachfrage aus den Schwellenländern kompensiert.
- Chancen ergeben sich vor allem aus den gewonnenen Ausschreibungen, die ein weiteres Wachstum ab 2011 versprechen
- Trends: Car Infotainment sowie Internet + Auto
- Einführung neuer Produktgenerationen

3. Wachstumschancen im Bereich Security Communication versprechen wir uns von der Markteinführung der TETRA-Endgeräte und der steigenden Nachfrage nach intelligenten Sicherheitslösungen. Hier ist Funkwerk unseres Erachtens bestens positioniert.

Unternehmensprofil

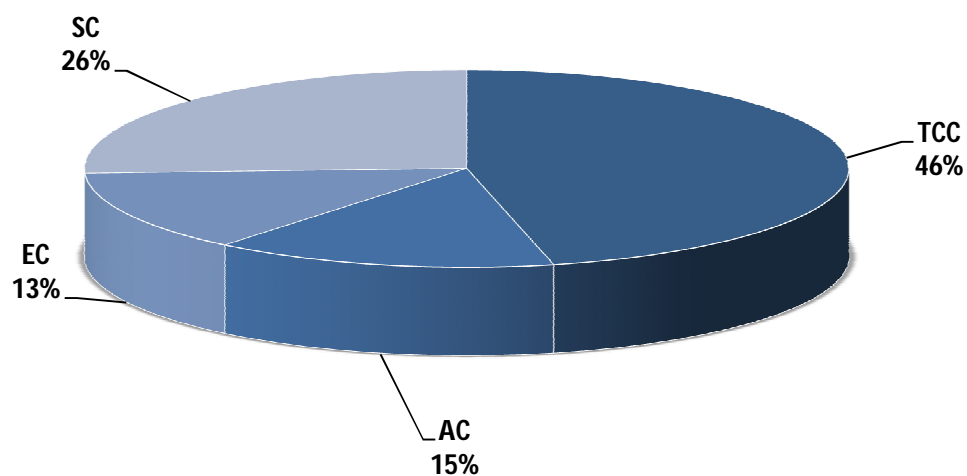
Die Funkwerk AG ist ein mittelständischer Technologiekonzern und spezialisiert auf lösungsorientierte Informations- und Kommunikationssysteme für die Zielgruppen Transport, Verkehr, Fahrzeuge, Sicherheit und Datennetz. Der Funkwerkkonzern verfügt mit den Geschäftsbereichen Traffic & Control Communications, Automotive Communications, Security Communications und Enterprise Communications eindeutig abgrenzbare Geschäftseinheiten mit eigenen Produktsortiment und eigenen Zielgruppen 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: Funkwerk AG

Umsatzanteile der Geschäftsbereiche



2 Werttreiber

Daneben sprechen folgende Aspekte für das Unternehmen:

- Die Gesellschaft agiert als Technologieführer in wesentlichen Bereichen ihres Tätigkeitsspektrums
- Die Kostensenkungsmaßnahmen wird die Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmens 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
- 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.

3 Geschäftsentwicklung

Die Mitte August vorgelegten Zahlen für die erste Jahreshälfte 2010 lagen sowohl umsatz- als auch ergebnisseitig oberhalb unserer Einschätzung.

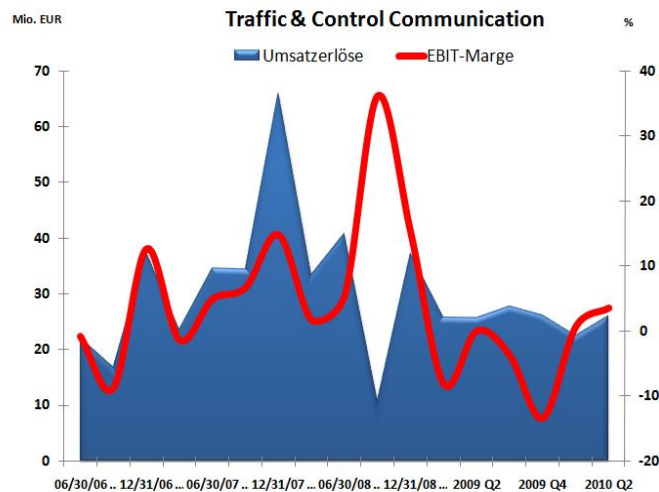
Insgesamt erzielte der Konzern im ersten Halbjahr ein operatives Ergebnis von -2,03 Mio. Euro nach einem Fehlbetrag von -5,5 Mio. Euro in der ersten Jahreshälfte 2009.

Dabei konnte der größte Geschäftsbereich Traffic & Control Communication auch im zweiten Quartal an den positiven Trend der vergangenen Quartale anknüpfen und den Umsatz gegenüber dem Vorjahr von 25,64 auf 26,1 Mio. Euro und die operative Marge von 0 Prozent auf 3,53 Prozent steigern. Dabei dürfte das Ende der Fahnenstange noch nicht erreicht sein. Das Unternehmen rechnet mit einer weiteren Belebung des Geschäfts mit Kommunikations-, Management- und Informationssystemen für Verkehrsbetriebe und verweist hier auf die starke Zunahme der Auftragseingänge, die gegenüber dem Vorjahr um 30 Prozent zunahmen und sich per Ende Juni auf 59,5 Mio. Euro bezifferten.

Im Geschäftsfeld Traffic & Control Communication bietet Funkwerk für Verkehrsbetriebe, Transportunternehmen und Industrie innovative Lösungen, um betriebliche Abläufe mittels professioneller Kommunikations-, Management- und Informationssysteme zu rationalisieren, zu automatisieren sowie einen steigenden Sicherheitsbedarf zu bedienen.

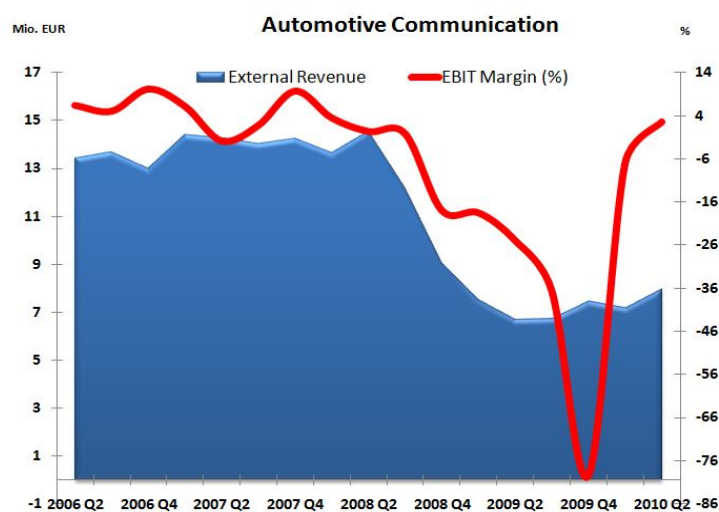
Mit seinen technischen Lösungen ist Funkwerk in vielen Bereichen international führend, zum Beispiel als Anbieter von mobilen Fahrgastinformationssystemen sowie beim Zugfunk.

Bei den Bahnen nimmt der Zugfunk innerhalb des Betriebsdienstes eine immer wichtigere Stellung ein. Denn er sichert die Kommunikation der mobilen mit der stationären Infrastruktur im Bahnverkehr. In Europa ist es der Funkwerk AG mittlerweile gelungen den Marktanteil bei professionellen Funkausrüstungen auf über 50 Prozent zu steigern. Damit ist Funkwerk inzwischen die Nummer eins für den digitalen Mobilfunkstandard GSM-R.

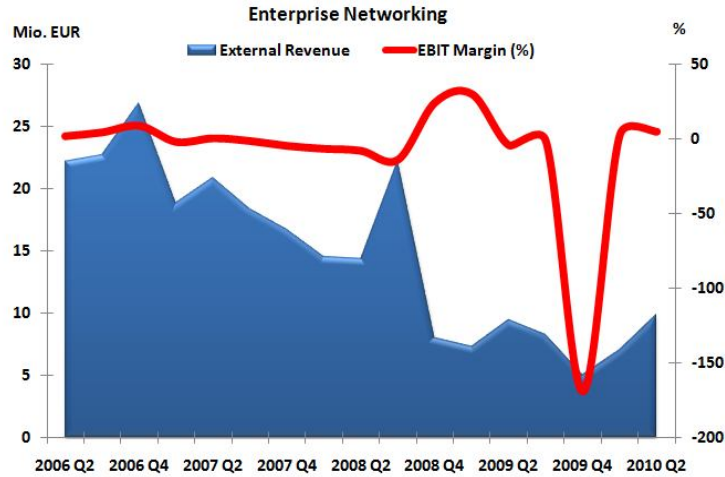


Quelle: Unternehmen; Dr. Kalliwoda Research GmbH

Im Geschäftsbereich Automotive Communication entwickelt, fertigt und vertreibt die Gesellschaft Telekommunikations- und Telematikeinrichtungen für Personen- und Nutzfahrzeuge. Der Geschäftsbereich Automotive Communication (AC) hat im zweiten Quartal die Gewinnschwelle überschritten. Getragen wurde die positive Geschäftsentwicklung vom OEM-Geschäft für die Automobilindustrie als auch die erfreuliche Entwicklung mit Funktranspondern im Produktbereich Avionik. Im zweiten Quartal erzielte man Umsatzerlöse in Höhe von 8,0 Mio. Euro. Gegenüber dem Vorjahr konnten die Erlösen damit um über 19,4 Prozent zulegen. Für die zweite Jahreshälfte erwartet die Gesellschaft die Fortsetzung des positiven Trends.

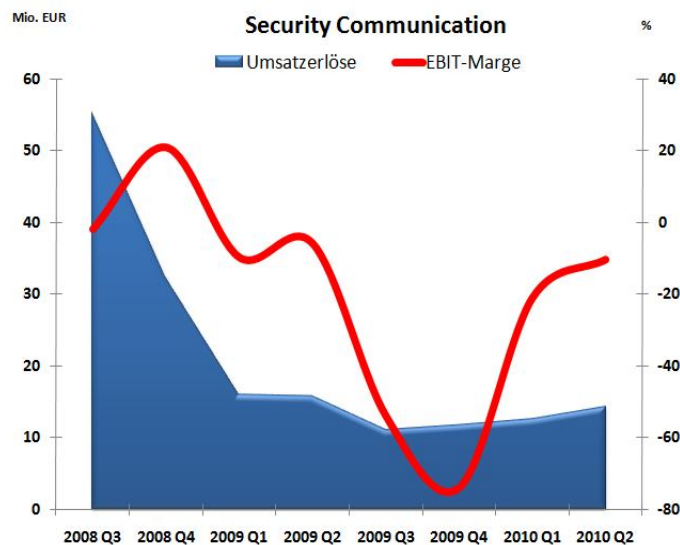


Enterprise Communication (EC) ist das dritte Geschäftsfeld von Funkwerk. Das Geschäftsfeld Enterprise Communication (EC) entwickelt sich trotz starken Wettbewerbsdrucks stabil. Bei einem Quartalsumsatz von 6,91 Mio. Euro (2009: 9,37 Mio. Euro) erzielte EC ein Betriebsergebnis von 0,48 Mio. Euro (2009: -0,38 Mio. Euro).



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 öffentlichen Personennahverkehr, Bahnen und Flughäfen, Verkehrswege und Einrichtungen wie Justizvollzugsanstalten und Forensiken.

Diese Kompetenz im Geschäftsbereich SC werden in die vier Produktgruppen Videosysteme, Objektschutz, Personensicherung und Funkgeräte unterteilt. Das Ergebnis wird nach wie vor von den Restrukturierungskosten und dem Stillstand eines Großprojekts in Algerien belastet. Bei einem rückläufigen Umsatz (14,39 Mio. Euro gegenüber 18,31 Mio. Euro in 2009) konnte auch im zweiten Quartal nur ein Verlust eingefahren werden. Allerdings rechnet das Management damit, dass damit die Spitze erreicht sei und mit der Neuausrichtung und der Restrukturierung eine stabile, tendenziell steigende Geschäftsentwicklung mit einer sukzessiven Verbesserung der Ergebnissituation zu rechnen ist.



4 Finanzteil

5 Gewinn- und Verlustrechnung

Profit & Loss Statement						
Figures in EUR	Financial Year					
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Umsatzerlöse	290,6	290,2	218,4	220,0	242,0	254,1
Bestandsveränderungen	-2,1	-5,9	2,2	0,6	-2,3	1,5
andere aktivierte Eigenleistungen	9,1	12,2	10,7	10,5	10,5	10,0
sonstige betriebliche Erträge	15,7	17,5	12,5	14,4	12,3	13,5
Gesamtleistung	313,3	314,0	243,8	245,5	262,5	279,1
Materialaufwand	-150,3	-143,0	-114,4	-113,5	-115,7	-123,4
Personalaufwand	-92,0	-98,3	-92,2	-84,2	-86,3	-92,5
Abschreibungen	-15,1	-15,6	-31,2	-12,3	-16,5	-17,8
sonstige betriebliche Aufwendungen	-41,5	-43,9	-48,2	-32,0	-33,6	-31,5
Betriebsergebnis	14,4	13,2	-42,2	3,5	10,4	13,9
Finanzergebnis	-2,0	-1,9	-2,2	-1,8	-2,0	-2,2
Ergebnis vor Steuern	12,5	11,3	-44,4	1,7	8,4	11,7
Ertragsteuern/sonstige Steuern	-6,6	-3,3	3,7	-0,7	-2,7	-2,7
Ergebnis vor Minderheiten	5,9	8,0	-40,7	1,0	5,7	9,0
Minderheiten	0,6	0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Ergebnis	6,48	8,20	-40,70	0,90	5,62	8,92
Ergebnis je Aktie	0,80	1,02	-5,06	0,12	0,71	1,12

Profit & Loss (Year on Year)

Umsatzerlöse		-0,14	-24,74	0,73	10,00	5,00
Bestandsveränderungen	180,95		-137,29	-72,73	-483,33	-165,22
andere aktivierte Eigenleistungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
sonstige betriebliche Erträge	0,00	0,00	0,00	15,20	-14,58	9,76
Gesamtleistung	0,22	-22,36	0,70	6,92	6,32	6,32
Materialaufwand	-4,83	-20,00	-0,79	1,94	6,66	6,66
Personalaufwand	6,85	-6,21	-8,68	2,49	7,18	7,18
Abschreibungen	3,31	100,00	-60,58	34,15	7,88	7,88
sonstige betriebliche Aufwendungen	5,78	9,79	-33,61	5,00	-6,25	-6,25
Betriebsergebnis	-8,59	-419,70	-108,29	197,14	33,65	33,65
Finanzergebnis	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ergebnis vor Steuern	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ertragsteuern/sonstige Steuern	-50,00	-212,12	-118,92	285,71	0,00	0,00
Ergebnis vor Minderheiten	36,05	-608,75	-102,46	472,00	57,73	57,73
Minderheiten	-66,67	-100,00		0,00	0,00	0,00
Ergebnis	26,54	-596,34	-102,21	524,44	58,75	58,75

Profit & Loss (% of Revenues)

Umsatzerlöse	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
Bestandsveränderungen	-0,72 %	-2,03 %	1,01 %	0,27 %	-0,95 %	0,62 %
andere aktivierte Eigenleistungen	3,13 %	4,20 %	4,90 %	4,77 %	4,34 %	4,13 %
sonstige betriebliche Erträge	5,40 %	6,03 %	5,72 %	6,55 %	5,08 %	5,58 %
Gesamtleistung	107,81 %	108,20 %	111,63 %	111,59 %	108,47 %	115,33 %
Materialaufwand	-51,71 %	-49,28 %	-52,38 %	-51,59 %	-47,81 %	-50,99 %
Personalaufwand	-31,66 %	-33,87 %	-42,22 %	-38,27 %	-35,66 %	-38,22 %
Abschreibungen	-5,20 %	-5,38 %	-14,29 %	-5,59 %	-6,82 %	-7,36 %
sonstige betriebliche Aufwendungen	-14,28 %	-15,13 %	-22,07 %	-14,55 %	-13,88 %	-13,02 %
Betriebsergebnis	4,97 %	4,55 %	-19,32 %	1,59 %	4,30 %	5,74 %
Finanzergebnis	-0,67 %	-0,65 %	-1,01 %	-0,82 %	-0,82 %	-0,90 %
Ergebnis vor Steuern	4,29 %	3,89 %	-20,33 %	0,77 %	3,48 %	4,84 %
Ertragsteuern/sonstige Steuern	-2,27 %	-1,14 %	1,69 %	-0,32 %	-1,12 %	-1,12 %
Ergebnis vor Minderheiten	2,02 %	2,76 %	-18,64 %	0,45 %	2,36 %	3,73 %
Minderheiten	0,21 %	0,07 %	0,00 %	-0,05 %	-0,04 %	-0,04 %
Ergebnis	2,23 %	2,83 %	-18,64 %	0,41 %	2,32 %	3,69 %

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

6 Bilanzen

Bilanzen						
Figures in EUR	Financial Year					
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Aktiva						
<i>Kurzfristige Vermögenswerte</i>						
Vorräte	51,7	46,2	42,6	45,2	37,9	46,3
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	46,3	50,7	25,3	27,4	33,4	36,9
Forderungen aus in Arbeit befindlichen Projekten	19,0	18,6	15,2	16,5	18,4	18,5
Forderungen ggü nahestehenden Unternehmen	1,8	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6
übrige Steuerforderungen	8,0	4,4	4,0	4,5	3,5	3,5
Sonstige Vermögenswerte	5,0	6,4	3,4	3,9	4,0	4,5
Wertpapiere	0,5	0,6	1,0	0,9	1,1	1,1
Zahlungsmittel, Zahlungsmitteläquivalente	17,7	25,4	22,2	13,2	16,8	15,5
Summe kurzfristige Vermögenswerte	150,0	152,9	114,3	112,2	115,7	126,9
<i>Langfristige Vermögenswerte</i>						
Immaterielle Vermögenswerte	45,6	47,5	32,9	34,7	36,9	37,5
Sachanlagen	19,0	19,1	16,8	15,4	17,7	19,7
Ausleihungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
übrige Finanzanlagen	0,2	0,1	1,5	1,2	1,2	1,2
Latente Steuern	12,5	0,4	2,3	2,8	2,6	2,3
Summe langfristige Vermögenswerte	77,3	67,1	53,5	54,1	58,4	60,7
Bilanzsumme	227,3	220,0	167,8	166,3	174,1	187,6
<i>Eigenkapital</i>						
Gezeichnetes Kapital	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1
Kapitalrücklage	62,6	63,0	63,3	63,2	63,2	63,2
Gewinnrücklagen	38,2	38,2	38,2	38,2	38,2	38,2
Eigene Anteile	-1,1	-1,1	-1,1	-0,3	0,0	0,0
Bilanzgewinn	15,5	21,7	-19,1	-18,2	-12,6	-8,1
Minderheitsanteile	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsposten	-0,1	-0,4	-0,3	0,2	0,6	0,6
Summe Eigenkapital	123,8	129,5	89,1	91,2	97,5	102,0
<i>Langfristiges Fremdkapital</i>						
Pensionsverpflichtungen	10,9	12,6	13,0	11,9	12,2	13,4
Abgrenzungsposten Investitionszusch.	1,4	1,4	0,7	0,0	0,0	0,0
Latente Steuern	14,7	3,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten ggü Kreditinstituten	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe langfristiges Fremdkapital	27,0	17,0	13,7	11,9	12,2	13,4
<i>Kurzfristiges Fremdkapital</i>						
Verbindlichkeiten ggü Kreditinstituten	2,1	0,3	2,3	5,7	5,9	6,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	28,4	33,7	23,3	19,0	20,9	24,4
Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	6,2	3,8	7,3	5,3	4,2	6,3
Verbindlichkeiten ggü nahestehenden Unternehmen	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Steuerverbindlichkeiten	1,7	3,5	2,9	3,2	3,4	3,4
Sonstige Rückstellungen	9,7	10,8	11,3	12,0	11,0	12,3
Abgrenzungsposten Investitionszuschüsse	0,3	0,2	0,4	0,4	0,4	0,5
Finanzielle Verbindlichkeiten	27,7	21,1	17,5	17,5	18,5	19,2
Summe kurzfristige Fremdkapital	76,5	73,5	65,0	63,2	64,4	72,2
Bilanzsumme	227,3	220,0	167,8	166,3	174,1	187,6

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

7 Kapitalflussrechnung

Cash Flow Statement						
Figures in EUR	Financial Year					
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Cashflow aus lfd. Geschäftstätigkeit						
Jahresergebnis	6,5	8,2	-40,7	0,9	5,6	8,9
Abschreibungen	15,1	15,6	31,2	12,3	16,5	17,8
Sonstige nicht zahlungswirksame Veränderungen	0,9	-7,9	1,8	1,5	1,5	1,5
Gewinn/Verlust aus dem Abgang des AV	0,6	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Zu-/Abnahme Vorräte, Forderungen und sonstige Vermögensw.	-8,9	8,8	29,8	-7,6	5,1	-9,0
Zu-/Abnahme Forderungen aus LuL	3,0	-2,9	0,0	-2,1	-6,0	-3,5
Veränderung der sonstigen Schulden	3,4	4,5	-14,1	-4,3	-6,4	3,5
Veränderungen übriges Nettovermögen/Sonstiges	-5,5	-0,8	-0,8	-0,6	0,6	-4,4
Cashflow aus lfd. Geschäftstätigkeit	15,0	26,8	7,2	0,1	16,9	14,8
Auszahlungen für Investitionen in das SAV	-20,4	-20,7	-14,3	-11,2	-14,5	-15,0
Einzahlungen aus dem Abgang von SAV	0,1	0,0	2,2	0,0	0,0	0,0
Ein-/Auszahlungen für Konsolidierungskreisänderungen	-9,3	6,1	-0,2	0,0	0,0	0,0
Zu-/Abfluss aus investiver Tätigkeit	-29,6	-14,6	-12,3	-11,2	-14,5	-15,0
Einzahlung aus der Aufnahme von Schulden	2,2	0,0	1,9	3,4	5,4	5,9
Auszahlung für die Tilgung von Schulden	-0,7	-1,9	0,0	-1,2	-2,2	-3,0
Einstellung in die Kapitalrücklagen	1,0	0,0				
Auszahlung Ausgleichsansprüche an Minderheitsgesellschafter	-0,7	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Ausschüttungen	-2,8	-2,0	0,0	0,0	-2,0	-4,0
Zu-/Abfluss aus Finanzierungstätigkeit	-1,0	-4,5	1,9	2,2	1,2	-1,1
Zahlungswirksame Veränderungen (Gesamt)	-15,5	7,7	-3,2	-8,9	3,6	-1,3
Zahlungsmittel zum 1.1.	33,8	18,3	25,3	22,1	13,2	16,8
Veränderungen aus Konsolidierungskreisänd.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Veränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zahlungsmittel zum 31.12.	18,3	26,0	22,1	13,2	16,8	15,5

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 01.09.2010 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 9/2010)					
(Mio. EUR)	Phase 1				
	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Umsatz	220,000	242,000	254,100	266,805	280,145
Veränderungsrate	1%	10%	5%	5%	5%
EBIT	3,500	10,400	13,900	13,205	13,865
Veränderungsrate	-108%	197%	34%	-5%	5%
Marge	1,6%	4,3%	5,5%	4,9%	4,9%
Zins- u. Beteiligungsergebnis	-1,800	-1,980	-2,178	-1,800	-1,900
EBT ex. Zinsergebnis	1,700	8,420	11,722	11,405	11,965
operativer Steueraufwand	-0,700	-2,700	-2,700	-3,707	-3,889
Steuerquote (ex. Zinsergebnis)	41,2%	32,1%	23,0%	32,5%	32,5%
Abschreibungen imm. Verm. u. Sachanl.	12,300	16,500	17,800	18,300	18,500
Abschreibungsquote (% Umsatz)	5,6%	6,8%	7,0%	6,9%	6,6%
Veränderung langf. Rückstellungen	-1,100	0,300	1,300	0,500	0,500
Anteil Umsatz	-0,5%	0,1%	0,5%	0,2%	0,2%
CF-Geschäftsbedarf (Veränderung WC)	-8,600	1,200	-4,700	-2,800	-2,800
Working-Capital-Ratio (%Umsatz)	-3,9%	0,5%	-1,8%	-1,0%	-1,0%
Investitionen	-11,200	-14,500	-15,000	-12,400	-18,500
Investitionsquote (% Umsatz)	-5,1%	-6,0%	-5,9%	-4,6%	-6,6%
Sonstige Anpassungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Free Cash-Flow	-7,600	9,220	8,422	11,298	5,777

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)	0,95
Eigenkapitalkostensatz	9,3%

Fremdkapitalkosten

Fremdkapitalkostensatz (vor St.)	6,5%
Steuersatz auf Fremdkapitalzinsen	25,0%
Fremdkapitalkostensatz (nach St.)	4,9%

Wert des Eigenkapitals	60
Wert des Fremdkapitals	72
Gearing	121,0%
WACC	6,85%

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 10,57. Er ist damit um 47,2 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 7,18). 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 = 0,95	Diskontierungszinssatz				
		6,35%	6,60%	6,85%	7,10%	7,35%
Wachstum	2,0%	10,45	9,86	9,34	8,86	8,43
	2,5%	11,19	10,49	9,88	9,34	8,85
	3,0%	12,14	11,30	10,57	9,93	9,36
	3,5%	13,44	12,37	11,46	10,68	10,00
	4,0%	15,28	13,85	12,67	11,68	10,83

Sensitivitätsanalyse Marktkapitalisierung

(Mio.EUR)	β = 0,95	Diskontierungszinssatz				
		6,35%	6,60%	6,85%	7,10%	7,35%
Wachstum	2,0%	84,20	79,49	75,25	71,43	67,96
	2,5%	90,15	84,59	79,66	75,25	71,30
	3,0%	97,88	91,11	85,20	80,01	75,40
	3,5%	108,31	99,72	92,40	86,09	80,57
	4,0%	123,17	111,65	102,13	94,12	87,29

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	0.78	0.69	79.43	17.33	147.67	24.61	0.98	0.31
CeoTronics	1.61	1.63	14.15	13.86	11.74	10.99	11.38	
Euromicron	0.62	0.57	10.15	6.63	14.86	10.40	6.11	1.10
IVU Traffic	0.36	0.36	-71.12	33.44	-19.45	-35.67	-0.51	0.13
InTiCa Systems	1.04	0.85	-83.21	13.41	-21.67	15.00	-1.25	1.08
OHB Technology	0.73	0.49	10.11	8.67	15.07	20.67	7.23	1.79
Smarteq	2.49		-6.14		-6.50		-40.56	
Median	0.78	0.63	10.11	13.63	11.74	12.99	0.98	1.08
Mittelwert	1.09	0.76	-23.98	17.97	0.11	4.28	-2.37	0.88
Funkwerk AG	0.23	0.22	-3.75	10.48	-2.61	29.92	-6.23	0.70
Premium (+)/Discount (-)	-78.56	-71.29		-41.72		130.22		-35.19

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
Maximilian F. Kaessens E-Mail: mk@kalliwoda.com	Bachelor of Science in Business Administration (Babson College (05/2012), Babson Park, MA (US))	<u>Sectors:</u> Financials, Real Estate
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.
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.