

## Update

## Buy

Target Price: 10,50 EUR

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

**Kurs aktuell:** 7,40  
**Hoch** **Tief**  
**Kurs 52 W.:** 9,65 4,99  
**Marktkap. (Mio. EUR)** 59,94  
**Anzahl Aktien (in Mio.)** 8,1

## Aktionäre

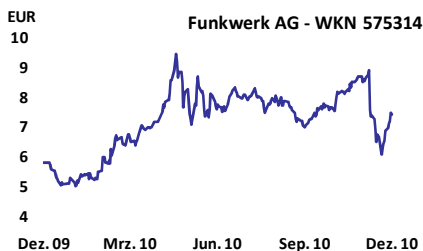
**Hörmann Holding GmbH & C** 52,83 %  
**LBBW Asset Management** 2,30 %  
**Streubesitz** 44,87 %

## Performance

**4 Wochen** -14,2%  
**13 Wochen** 1,4%  
**26 Wochen** -9,8%  
**52 Wochen** 27,6%  
**ld. Jahr** 43,7%

## Dividende

|       | in EUR | in %    |
|-------|--------|---------|
| 2007  | 0,35   | 32,10 % |
| 2008  | 0,25   | 25,00 % |
| 2009  | 0,00   | 0,00 %  |
| 2010e | 0,00   | 0,00 %  |
| 2011e | 0,00   | 0,00 %  |



Dr. Norbert Kalliwoda  
nk@kalliwoda.com

Phone: +49 69 97 20 58 53  
www.kalliwoda.com

## Funkwerk AG

## Nachholeffekte lassen kurzfristiges Wachstum erwarten

- Der Umsatz für das dritte Quartal lag mit 48,7 Mio. Euro unter dem Vorjahresbetrag von 54 Mio. Euro und damit hinter der Planung. Im 9-Monatszeitraum erreichte er einen Wert von 149,4 Mio. Euro und fiel somit um 11% gegenüber dem Vorjahreswert. In den ersten neun Monaten erzielte Funkwerk ein EBIT von -3,2 Mio. Euro.
- Der Geschäftsbereich Automotive Communication steuerte 22,7 Mio. Euro (15%) zum Gesamtumsatz bei und konnte als einziger Bereich ein Umsatzwachstum gegenüber dem Vorjahr verbuchen. Der umsatzstärkste Bereich Traffic & Control Communication trug 71,7 Mio. Euro (48%) bei und blieb damit hinter dem Vorjahreswert zurück. Die Segmentumsätze der Enterprise Communication mit 21,1 Mio. Euro (14% Anteil) und Security Communication mit 40,2 Mio. Euro (23% Anteil) fielen ebenfalls schwächer aus als die Vorjahreswerte.
- Erfreulich entwickelte sich das Ergebnis vor Zinsen und Steuern, der mit -3,2 Mio. Euro zwar negativ ausfiel, sich jedoch deutlich gegenüber dem Vorjahreswert (-15,5 Mio. Euro) verbesserte. Wir erwarten hier bis zum Jahresende eine Rückkehr in die schwarzen Zahlen. Auftragseingang und Auftragsbestand legten ebenfalls zu, um jeweils 2 Prozent gegenüber dem Vorjahreswert.
- Für das vierte und üblicherweise umsatzstärkste Quartal rechnen wir mit Nachholeffekten aus verzögerten Auftrags- und Projektvergaben aus dem dritten Quartal. Zusätzlich werden die bereits spürbaren Fixkostentlastungen zu positiven Ergebnissen beitragen. Insgesamt rechnen wir mit einem kurzfristigen Wachstum.
- Sich anbahnende Auftragseingänge aus den BRIC-Staaten für das umsatzstärkste Unternehmenssegment Traffic & Control Communication sowie die bevorstehende Marktdurchdringung des elektronischen Stellwerksystems Alister und des integrierten Informationssystems für die Schienenfahrzeugindustrie untermauern unsere Erwartungen. Wir haben unsere Schätzung leicht angepasst und behalten das Kursziel bei 10,50 Euro mit der Empfehlung zu „Kaufen“ bei.

| EUR m                | 2008   | 2009     | 2010E   | 2011E  | 2012E  |
|----------------------|--------|----------|---------|--------|--------|
| <b>Umsatzerlöse</b>  | 290,20 | 218,44   | 219,00  | 239,20 | 255,90 |
| <b>EBITDA</b>        | 28,81  | -11,07   | 13,70   | 23,80  | 31,90  |
| <b>EBIT</b>          | 13,23  | -42,30   | 1,40    | 7,50   | 14,10  |
| <b>Nettoergebnis</b> | 8,20   | -40,80   | -1,20   | 2,72   | 9,17   |
| <b>EPS</b>           | 1,02   | -5,06    | -0,14   | 0,35   | 1,15   |
| <b>BVPS</b>          | 16,07  | 11,05    | 11,08   | 11,48  | 12,05  |
| <b>CFPS</b>          | 2,95   | -1,19    | 1,38    | 2,36   | 3,35   |
| <b>RoE</b>           | 6,16 % | -45,79 % | -1,34 % | 2,94 % | 9,44 % |
| <b>RoS</b>           | 2,83 % | -18,68 % | -0,55 % | 1,14 % | 3,58 % |
| <b>EBIT margin</b>   | 4,56 % | -19,37 % | 0,64 %  | 3,14 % | 5,51 % |

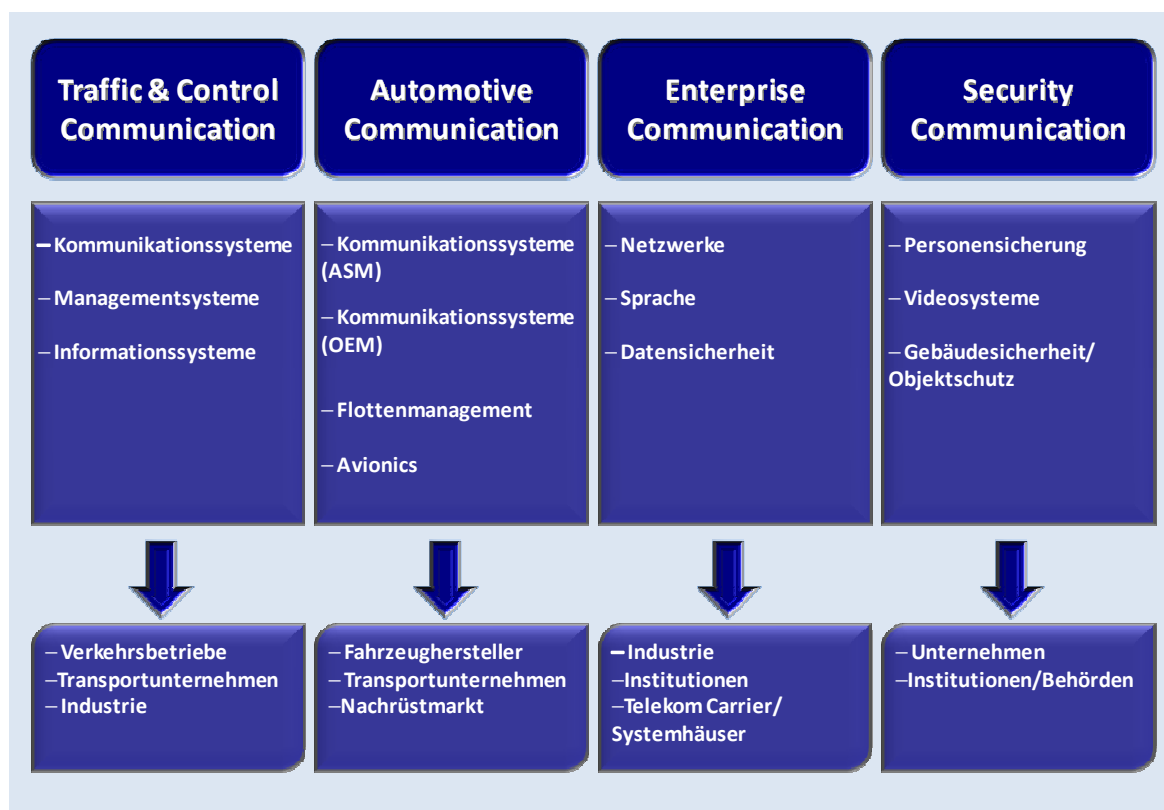
## Inhalt

|  |           |
|--|-----------|
| <b>1. Unternehmensprofil .....</b>         | <b>3</b>  |
| <b>2. Geschäftsentwicklung .....</b>       | <b>4</b>  |
| 2.1. Allgemeine Geschäftsentwicklung ..... | 4         |
| 2.2. Segmente .....                        | 4         |
| 2.3. Ausblick .....                        | 6         |
| <b>3. Aktie .....</b>                      | <b>7</b>  |
| <b>4. Finanzteil.....</b>                  | <b>8</b>  |
| 4.1. Gewinn- und Verlustrechnung .....     | 8         |
| 4.2. Bilanzen.....                         | 9         |
| 4.3. Kapitalflussrechnung.....             | 10        |
| <b>5. Bewertung .....</b>                  | <b>11</b> |
| 5.1. DCF-Modell .....                      | 11        |
| 5.2. WACC.....                             | 12        |
| 5.3. Fair Value – Sensitivitäten .....     | 12        |
| 5.4. Peer Group Analyse.....               | 13        |
| <b>6. Kontakt.....</b>                     | <b>14</b> |
| <b>7. DISCLAIMER.....</b>                  | <b>15</b> |

## 1. 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 über eindeutig abgrenzbare Geschäftseinheiten mit eigenen Produktsortiment und eigenen Zielgruppen sowie in allen Geschäftsfeldern über 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

## 2. Geschäftsentwicklung

### 2.1. Allgemeine Geschäftsentwicklung

Der Umsatz für das dritte Quartal lag mit 48,7 Mio. Euro unter dem Vorjahresbetrag von 54 Mio. Euro und damit hinter der Planung. Im 9-Monatszeitraum erreichte er einen Wert von 149,4 Mio. Euro und fiel somit um 11% gegenüber dem Vorjahreswert. Hier lasteten der politisch bedingte Stopp der Geschäftstätigkeiten in Algerien und der Entkonsolidierungseffekt auf den Zahlen.

Das EBITDA befand sich nach drei Quartalen des laufenden Geschäftsjahres im negativen Bereich bei -2,5 Mio. Euro. Dies entspricht jedoch einer Steigerung gegenüber dem Vorjahresbetrag, der mit -12,6 Mio. Euro deutlich schlechter ausgefallen war. In Q3 lag das EBITDA mit -0,43 Mio. Euro deutlich über dem Vorjahreswert (-7,1 Mio. Euro).

Rote Zahlen schrieb das Unternehmen für das EBIT sowohl im 3. Quartal mit -0,4 Mio. Euro als auch auf 9-Monatsbasis mit -3,2 Mio. Euro. Dennoch ist dies eine Verbesserung im Vergleich zu den Vorjahreswerten, die mit -9,6 Mio. Euro im 3. Quartal bzw. -15,5 Mio. Euro nach 9 Monaten darunter lagen. Erreicht wurde dies durch Entlastungen beim Personalaufwand und den sonstigen betrieblichen Aufwendungen. Der negative Wert ist hauptsächlich dem Geschäftsbereich Security Communication zuzuschreiben, dessen laufende Restrukturierungskosten, Aufwendungen für Kapazitätsanpassungen sowie verursachte Projektierungskosten aus den ersten beiden Quartalen zu Buche schlugen.

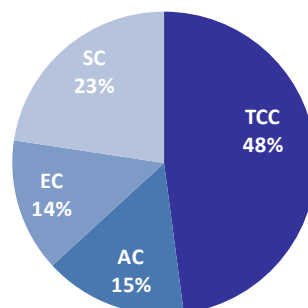
Der operative Cash Flow belief sich auf -10,0 Mio. Euro und blieb damit hinter der Planung zurück. Insgesamt verbesserte sich der Cash Flow aus der laufenden Geschäftstätigkeit gegenüber Q2 um 2,0 Mio. Euro und um 0,5 Mio. Euro zum Vorjahreswert. Die schwache Umsatzentwicklung im dritten Quartal sowie ein höherer Bedarf im Working Capital entsprachen nicht der Planvorgabe.

Der Auftragseingang mit 160,3 Mio. Euro (2009: 156,5 Mio. Euro) und der Auftragsbestand mit 103,0 Mio. Euro (2009: 101,3 Mio. Euro) fielen in der 9-Monatsperiode besser aus als im Vorjahr.

### 2.2. Segmente

#### Umsatzverteilung nach Segmenten

9M 2010



Quelle: Funkwerk AG

Der Geschäftsbereich Traffic & Control Communication steuerte im dritten Quartal einen Umsatz von 23,1 Mio. Euro zum Konzernumsatz bei. Das sind 4,7 Mio. Euro weniger als in 2009. Damit beträgt der Umsatz der ersten 9 Monate 71,7 Mio Euro und steuert trotz eines Rückgangs von 9% gegenüber dem Vorjahreszeitraum den größten Umsatzanteil des Unternehmens bei. Gegenüber dem Vorjahr trat ein Entkonsolidierungseffekt im Umfang von 5,4 Mio. Euro auf. Zudem verschiebt die Verzögerung des Rahmenvertrags eines westeuropäischen Bauunternehmens einen Umsatzerlös von über 5 Mio. Euro in die Folgeperioden. Für ein positives operatives Ergebnis von 1,7 Mio. Euro in der Neunmonatsperiode trug vor allem der Mobilfunk bei. Im Vorjahreszeitraum lag das Betriebsergebnis aufgrund hoher Restrukturierungsaufwendungen noch bei -3,2 Mio. Euro. Positive Ergebnisse anderer Produktgruppen werden für das vierte Quartal erwartet.

Der Geschäftsbereich Security Communication verbuchte im dritten Quartal Erlöse in Höhe von 11,1 Mio. Euro und liegt damit knapp unter dem Vorjahresbetrag von 11,2 Mio. Euro. Der Neunmonatsumsatz fiel um 20,7% gegenüber dem Vorjahr auf 34,2 Mio. Euro, was auf das politisch bedingte Ruhen der Algeriengeschäfte zurückzuführen ist. Nach einem Umsatz von 14 Mio. Euro im vergangenen Jahr, wurde in diesem Jahr mit 1,4 Mio. Euro deutlich weniger Erlöst.

Das EBITDA betrug im dritten Quartal -1,2 Mio. Euro, eine Verbesserung gegenüber der Vorjahresperiode um 4,7 Mio. Euro. Auf Neunmonatssicht belief sich das EBITDA auf -4,8 Mio. Euro, im Vorjahr waren es -8,4 Mio. Euro. Durch eine Neuausrichtung der Ablaufprozesse und eine Straffung der operativen Einheiten werden für das vierte Quartal Synergieeffekte und positive operative Ergebnisse erwartet.

Als einziger Geschäftsbereich verbuchte Automotive Communication eine Umsatzsteigerung für die vergangene Neunmonatsperiode. Der Umsatz konnte um 7,2% auf insgesamt 22,5 Mio. Euro gesteigert werden. Dass Funkwerk mit diesen Ergebnissen über den Planwerten lag, verdankt das Unternehmen u.a. den Produktgruppen OEM und der Avionik. Im dritten Quartal wurden insgesamt 7,4 Mio. Euro Erlöst, im Gegensatz zu 6,8 Mio. Euro im Vorjahresquartal. Durch geringere Aufwendungen an Personal- und Gemeinkosten hielt sich das operative Ergebnis für die ersten 9 Monate ausgeglichen bei -0,4 Mio. Euro. Gemessen zum Vorjahr, in dem ein operatives Ergebnis von Minus 4,9 Mio. Euro erzielt wurde, ist dies eine enorme Steigerung. Für das vierte Quartal erwartet das Unternehmen in diesem Geschäftsbereich eine stabile Umsatz- und Ergebnisentwicklung, gefolgt von einem positiven Trend in der Ausrüstung von Nutzfahrzeugen und PKWs, welcher das Wachstum ab 2011 zusätzlich unterstützen sollte.

Der positive Umsatztrend setzte sich im Geschäftsbereich Enterprise Communication weiterhin fort, allerdings etwas abgeschwächt. So belief sich der Umsatz im dritten Quartal dieses Jahres auf 7,1 Mio. Euro. Kumuliert für neun Monate ergaben sich Umsatzerlöse von 21,0 Mio. Euro, was einen Rückgang bedeutet (Vorjahr: 24,6 Mio. Euro). Funkwerk erzielte in den ersten neun Monaten ein positives EBITDA von 1,0 Mio. Euro. Dieser Wert liegt unter dem Vorjahresbetrag von 2,2 Mio. Euro, ist jedoch aufgrund eines einmaligen Lizenzverkaufes von 2,3 Mio. Euro mit diesem nicht vergleichbar. Für das Gesamtjahr wird aufgrund einer nachhaltigen Senkung der Fixkosten ein gefestigter Wachstumstrend erwartet, mit einem positiven operativen Ergebnis.

### 2.3.Ausblick

Nach erfolgreicher Fortführung von Restrukturierungsmaßnahmen (Konzentration der Geschäftsaktivitäten, Straffung der Organisation, Verbesserung der Kostenstruktur) im dritten Quartal sehen wir das Ziel der Rückkehr in die operative Gewinnzone für das Gesamtjahr 2010 weiter in Reichweite. Die Drosselung von Infrastrukturinvestitionen und Abrufe von Rahmenveträgen prägen das gesamtwirtschaftliche Umfeld und wirken hemmend auf eine langfristige Erholung. Belastend wirkt sich der politisch bedingte Stillstand der Geschäftsaktivitäten (Umfang 15 Mio. Euro) in Algerien aus. Gelingt es Funkwerk aus bereits laufenden Gesprächen positive Ergebnisse zur Fortsetzung des Projektes zu erlangen, um so das Working Capital von rund 8,5 Mio. Euro freisetzen zu können, dann ist dies ein weiterer Antrieb welcher einen positiven Beitrag leisten wird. Weitere 3,7 Mio. Euro an liquiden Mitteln stehen dem Unternehmen aktuell nicht zur Verfügung, da sie aus dem Algerienprojekt nicht transferierbar sind.

Für das vierte und üblicherweise umsatzstärkste Quartal rechnen wir mit Nachholeffekten aus verzögerten Auftrags- und Projektvergaben aus dem dritten Quartal. Fixkostenentlastungen versprechen bei erwarteten Umsatzsteigerungen in Q4 einen positiven Beitrag zum operativen Ergebnis und einer Rückkehr in die operative Gewinnzone.

Trübend wirken sich folgende Punkte aus: zum Einen brachen die Auftragseingänge in der deutschen Industrie im September 2010 um -4% im Vergleich zum Vormonat ein. Das ist der stärkste Monatsrückgang seit Januar 2009. Laut Zahlen des Bundesministeriums für Wirtschaft und Technologie fielen vor allem Auslandsaufträge aus der Eurozone um -13,3% und trugen zu einem großen Teil bei. Im Gegensatz dazu sanken die Inlandsaufträge nur gering, um -0,6%. Zum anderen wirkt sich die Aufwertung des EURO negativ auf eine Erholung des wirtschaftlichen Umfelds aus.

Nachholeffekte aus der spätzyklischen Branche, in der die Funkwerk AG tätig ist und der Faktor, dass das vierte Quartal turnusgemäß das Umsatzstärkste ist, deuten für die kurze Frist auf ein günstiges Klima. Falls Finanzierungsschwierigkeiten auf Kundenseite nicht zum Ausbruch kommen, erwartet Funkwerk ein günstiges Wachstumsklima bis zur ersten Jahreshälfte 2011.

Im Geschäftsbereich Security Communication setzt das Unternehmen weiterhin zunehmend auf die Internationalisierung. Im Fokus liegt dabei die Erschließung von weltweiten Wachstumspotenzialen durch die neuen TETRA-Funkgeräte, der Videoüberwachung und im Objektschutz.

Ein deutlicheres Wachstum für den Bereich Automotive Communication wird ab 2012 erwartet. Der Auftragsgewinnung für die Ausrüstung von Nutzfahrzeugen und PKWs steht das Auslaufen von bestehenden Serienlieferungen gegenüber.

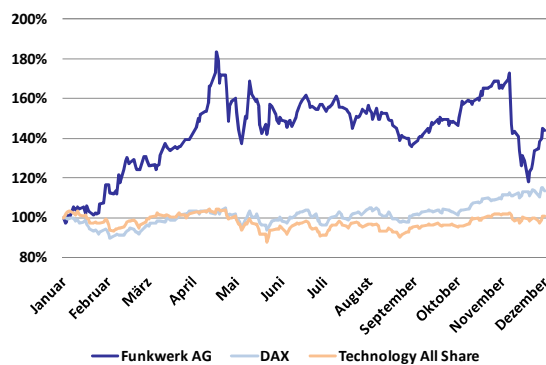
Die Stärkung des Vertriebs für Business-Gesamtlösungen und Systemlösungen im Bereich Enterprise Communication werden hier mittelfristig zum Wachstum beitragen.

Für ein langfristig stabiles Wachstumspotenzial im Bereich Traffic & Control Communication sprechen mehrere Punkte. Nachholeffekte bei den Investitionen versprechen eine Belebung des Geschäftes. Sehr positiv dürften sich anbahnende Auftragseingänge aus den BRIC-Staaten auswirken. Zudem steht die Marktdurchdringung des elektronischen Stellwerksystems Alister und des integrierten Informationssystems für die Schienenfahrzeugindustrie bevor.

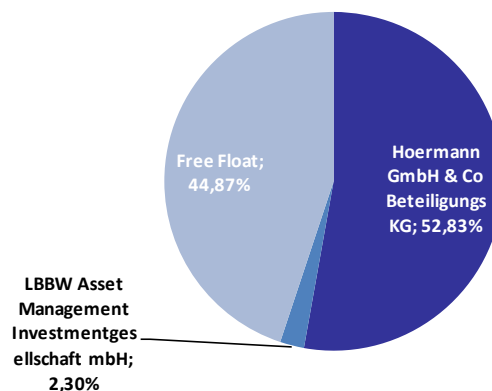
### 3. Aktie

Im Jahr 2010 übertrifft die Aktienperformance der Funkwerk AG den DAX sowie die Performance des Technology All Share. Nach einer zu Beginn starken Phase erreichte die Aktie ihren Höhepunkt am 20. April bei 9,44 Euro, was einer Performance von 83 Prozent entspricht. Nach einem starken Kursverlust im Monat November ist die Aktie zur Zeit wieder auf Erholungskurs. DAX und Technology All Share notieren jeweils nur leicht über ihrem Jahresanfangskurs. Aktuell notiert die Funkwerk-Aktie bei 7,40 Euro. Das ist eine Wertverbesserung von 43,7 Prozent seit Jahresbeginn.

#### Aktienkursverlauf 2010



#### Aktionärsstruktur



Quelle: Unternehmen

Die Aktionärsstruktur bleibt stabil. Seit unserem letzten Update ergaben sich keine nennenswerten Änderungen.

## 4. Finanzteil

### 4.1. Gewinn- und Verlustrechnung

| Profit & Loss Statement                  |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Figures in EUR                           | Financial Year  |                 |                 |                 |                 |                 |
|  | 2007            | 2008            | 2009            | 2010E           | 2011E           | 2012E           |
| <b>Umsatzerlöse</b>                      | <b>290,6</b>    | <b>290,2</b>    | <b>218,4</b>    | <b>219,0</b>    | <b>239,2</b>    | <b>255,9</b>    |
| 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            | 12,9            | 12,0            | 13,5            |
| Gesamtleistung                           | 313,3           | 314,0           | 243,8           | 243,0           | 259,4           | 280,9           |
| Materialaufwand                          | -150,3          | -143,0          | -114,4          | -112,8          | -116,9          | -125,2          |
| Personalaufwand                          | -92,0           | -98,3           | -92,2           | -81,2           | -84,5           | -89,9           |
| Abschreibungen                           | -15,1           | -15,6           | -31,2           | -12,3           | -16,3           | -17,8           |
| sonstige betriebliche Aufwendungen       | -41,5           | -43,9           | -48,2           | -35,3           | -34,2           | -33,9           |
| <b>Betriebsergebnis</b>                  | <b>14,4</b>     | <b>13,2</b>     | <b>-42,2</b>    | <b>1,4</b>      | <b>7,5</b>      | <b>14,1</b>     |
| Finanzergebnis                           | -2,0            | -1,9            | -2,2            | -1,8            | -2,0            | -2,2            |
| Ergebnis vor Steuern                     | 12,5            | 11,3            | -44,4           | -0,4            | 5,5             | 11,9            |
| Ertragsteuern/sonstige Steuern           | -6,6            | -3,3            | 3,7             | -0,7            | -2,7            | -2,7            |
| Ergebnis vor Minderheiten                | 5,9             | 8,0             | -40,7           | -1,1            | 2,8             | 9,2             |
| Minderheiten                             | 0,6             | 0,2             | 0,0             | -0,1            | -0,1            | -0,1            |
| <b>Ergebnis</b>                          | <b>6,48</b>     | <b>8,20</b>     | <b>-40,70</b>   | <b>-1,20</b>    | <b>2,72</b>     | <b>9,12</b>     |
| Ergebnis je Aktie                        | 0,80            | 1,02            | -5,06           | -0,14           | 0,35            | 1,14            |
| <b>Profit &amp; Loss (Year on Year)</b>  |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
| <b>Umsatzerlöse</b>                      |                 | <b>-0,14</b>    | <b>-24,74</b>   | <b>0,27</b>     | <b>9,22</b>     | <b>6,98</b>     |
| Bestandsveränderungen                    |                 | 180,95          | -137,29         | -72,73          | -483,33         | -165,22         |
| andere aktivierte Eigenleistungen        |                 | 34,07           | -12,30          | -1,87           | 0,00            | -4,76           |
| sonstige betriebliche Erträge            |                 | 11,46           | -28,57          | 3,20            | -6,98           | 12,50           |
| Gesamtleistung                           |                 | 0,22            | -22,36          | -0,33           | 6,75            | 8,29            |
| Materialaufwand                          |                 | -4,83           | -20,00          | -1,40           | 3,63            | 7,10            |
| Personalaufwand                          |                 | 6,85            | -6,21           | -11,93          | 4,06            | 6,39            |
| Abschreibungen                           |                 | 3,31            | 100,00          | -60,58          | 32,52           | 9,20            |
| sonstige betriebliche Aufwendungen       |                 | 5,78            | 9,79            | -26,76          | -3,12           | -0,88           |
| <b>Betriebsergebnis</b>                  |                 | <b>-8,59</b>    | <b>-419,70</b>  | <b>-103,32</b>  | <b>435,71</b>   | <b>88,00</b>    |
| Finanzergebnis                           |                 | 0,00            | 0,00            | 0,00            | 0,00            | 0,00            |
| Ergebnis vor Steuern                     |                 | 0,00            | 0,00            | 0,00            | 0,00            | 0,00            |
| Ertragsteuern/sonstige Steuern           |                 | -50,00          | -212,12         | -118,92         | 285,71          | 0,00            |
| Ergebnis vor Minderheiten                |                 | 36,05           | -608,75         | -97,30          | -356,36         | 227,02          |
| Minderheiten                             |                 | -66,67          | -100,00         |                 | 0,00            | 0,00            |
| <b>Ergebnis</b>                          |                 | <b>26,54</b>    | <b>-596,34</b>  | <b>-97,05</b>   | <b>-326,67</b>  | <b>235,37</b>   |
| <b>Profit &amp; Loss (% of Revenues)</b> |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
| <b>Umsatzerlöse</b>                      | <b>100,00 %</b> | <b>100,00 %</b> | <b>100,00 %</b> | <b>100,00 %</b> | <b>100,00 %</b> | <b>100,00 %</b> |
| Bestandsveränderungen                    | -0,72 %         | -2,03 %         | 1,01 %          | 0,27 %          | -0,96 %         | 0,59 %          |
| andere aktivierte Eigenleistungen        | 3,13 %          | 4,20 %          | 4,90 %          | 4,79 %          | 4,39 %          | 3,91 %          |
| sonstige betriebliche Erträge            | 5,40 %          | 6,03 %          | 5,72 %          | 5,89 %          | 5,02 %          | 5,28 %          |
| Gesamtleistung                           | 107,81 %        | 108,20 %        | 111,63 %        | 110,96 %        | 108,44 %        | 109,77 %        |
| Materialaufwand                          | -51,71 %        | -49,28 %        | -52,38 %        | -51,51 %        | -48,87 %        | -48,93 %        |
| Personalaufwand                          | -31,66 %        | -33,87 %        | -42,22 %        | -37,08 %        | -35,33 %        | -35,13 %        |
| Abschreibungen                           | -5,20 %         | -5,38 %         | -14,29 %        | -5,62 %         | -6,81 %         | -6,96 %         |
| sonstige betriebliche Aufwendungen       | -14,28 %        | -15,13 %        | -22,07 %        | -16,12 %        | -14,30 %        | -13,25 %        |
| <b>Betriebsergebnis</b>                  | <b>4,97 %</b>   | <b>4,55 %</b>   | <b>-19,32 %</b> | <b>0,64 %</b>   | <b>3,14 %</b>   | <b>5,51 %</b>   |
| Finanzergebnis                           | -0,67 %         | -0,65 %         | -1,01 %         | -0,82 %         | -0,83 %         | -0,85 %         |
| Ergebnis vor Steuern                     | 4,29 %          | 3,89 %          | -20,33 %        | -0,18 %         | 2,31 %          | 4,66 %          |
| Ertragsteuern/sonstige Steuern           | -2,27 %         | -1,14 %         | 1,69 %          | -0,32 %         | -1,13 %         | -1,06 %         |
| Ergebnis vor Minderheiten                | 2,02 %          | 2,76 %          | -18,64 %        | -0,50 %         | 1,18 %          | 3,60 %          |
| Minderheiten                             | 0,21 %          | 0,07 %          | 0,00 %          | -0,05 %         | -0,04 %         | -0,04 %         |
| <b>Ergebnis</b>                          | <b>2,23 %</b>   | <b>2,83 %</b>   | <b>-18,64 %</b> | <b>-0,55 %</b>  | <b>1,14 %</b>   | <b>3,56 %</b>   |

Dr. Kalliwoda | Research © 2010



## 4.2. Bilanzen

| Bilanzen   |                |              |              |              |              |              |
|--|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Figures in EUR                                   | Financial Year |              |              |              |              |              |
|  | 2007           | 2008         | 2009         | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
| <b>Aktiva</b>                                    |                |              |              |              |              |              |
| <i>Kurzfristige Vermögenswerte</i>               |                |              |              |              |              |              |
| Vorräte  | 51,7           | 46,2         | 42,6         | 45,1         | 38,3         | 44,9         |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen       | 46,3           | 50,7         | 25,3         | 26,6         | 32,8         | 36,9         |
| Forderungen aus in Arbeit befindlichen Projekten | 19,0           | 18,6         | 15,2         | 16,5         | 18,4         | 18,9         |
| Forderungen ggü nahestehenden Unternehmen        | 1,8            | 0,6          | 0,7          | 0,6          | 0,6          | 0,6          |
| übrige Steuerforderungen                         | 8,0            | 4,4          | 4,0          | 4,3          | 3,5          | 3,7          |
| 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         | 15,0         | 15,3         |
| <b>Summe kurzfristige Vermögenswerte</b>         | <b>150,0</b>   | <b>152,9</b> | <b>114,3</b> | <b>111,1</b> | <b>113,7</b> | <b>125,9</b> |
| <i>Langfristige Vermögenswerte</i>               |                |              |              |              |              |              |
| Immaterielle Vermögenswerte                      | 45,6           | 47,5         | 32,9         | 34,7         | 36,9         | 38,1         |
| Sachanlagen                                      | 19,0           | 19,1         | 16,8         | 15,3         | 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          | 2,5          | 2,6          | 2,3          |
| <b>Summe langfristige Vermögenswerte</b>         | <b>77,3</b>    | <b>67,1</b>  | <b>53,5</b>  | <b>53,7</b>  | <b>58,4</b>  | <b>61,3</b>  |
| <b>Bilanzsumme</b>                               | <b>227,3</b>   | <b>220,0</b> | <b>167,8</b> | <b>164,8</b> | <b>172,1</b> | <b>187,2</b> |
| <i>Eigenkapital</i>                              |                |              |              |              |              |              |
| Gezeichnetes Kapital                             | 8,1            | 8,1          | 8,1          | 8,1          | 8,1          | 8,1          |
| Kapitalrücklage                                  | 62,6           | 63,0         | 63,3         | 63,4         | 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        | -20,3        | -17,6        | -13,0        |
| 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          |
| <b>Summe Eigenkapital</b>                        | <b>123,8</b>   | <b>129,5</b> | <b>89,1</b>  | <b>89,3</b>  | <b>92,5</b>  | <b>97,1</b>  |
| <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          | 0,8          | 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          |
| <b>Summe langfristiges Fremdkapital</b>          | <b>27,0</b>    | <b>17,0</b>  | <b>13,7</b>  | <b>12,7</b>  | <b>12,2</b>  | <b>13,4</b>  |
| <i>Kurzfristiges Fremdkapital</i>                |                |              |              |              |              |              |
| Verbindlichkeiten ggü Kreditinstituten           | 2,1            | 0,3          | 2,3          | 4,6          | 5,5          | 5,9          |
| Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen | 28,4           | 33,7         | 23,3         | 22,2         | 23,5         | 25,8         |
| 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          | 1,6          | 3,4          | 3,6          |
| Sonstige Rückstellungen                          | 9,7            | 10,8         | 11,3         | 11,7         | 11,0         | 13,3         |
| Abgrenzungsposten Investitionszuschüsse          | 0,3            | 0,2          | 0,4          | 0,4          | 0,4          | 0,5          |
| Finanzielle Verbindlichkeiten                    | 27,7           | 21,1         | 17,5         | 16,9         | 19,2         | 21,2         |
| <b>Summe kurzfristige Fremdkapital</b>           | <b>76,5</b>    | <b>73,5</b>  | <b>65,0</b>  | <b>62,8</b>  | <b>67,3</b>  | <b>76,7</b>  |
| <b>Bilanzsumme</b>                               | <b>227,3</b>   | <b>220,0</b> | <b>167,8</b> | <b>164,8</b> | <b>172,1</b> | <b>187,2</b> |

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

### 4.3. Kapitalflussrechnung

| Kapitalflussrechnung - PSI AG   |               |               |                |               |               |               |               |
|---|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Zahlenangaben in TEUR   | Geschäftsjahr |               |                |               |               |               |               |
|   | 2007          | 2008          | 2009           | 2010e         | 2011e         | 2012e         | 2013e         |
| <b>1. Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit</b>                                       |               |               |                |               |               |               |               |
| Konzernergebnis vor Ertragsteuern   | 2.941         | 5.280         | 6.945          | 9.534         | 13.780        | 16.820        | 19.290        |
| Abschreibung auf immaterielle Vermögenswerte  | 1.498         | 992           | 1.758          | 1.950         | 1.911         | 2.048         | 2.049         |
| Abschreibung auf Sachanlagen  | 1.458         | 1.617         | 1.873          | 1.873         | 1.989         | 1.890         | 1.968         |
| Aufwendungen aus Anlageabgängen   | 22            | 33            | 28             | 28            | 30            | 28            | 29            |
| Zinserträge   | -459          | -682          | -437           | -707          | -801          | -807          | -871          |
| Zinsaufwendungen  | 1.583         | 1.632         | 1.758          | 2.014         | 2.154         | 2.265         | 2.422         |
| Fremdwährungsgewinne / -verluste  | 63            | -148          | 1              | 63            | 50            | -103          | -10           |
| Sonstige zahlungsunwirksame Erträge / Aufwendungen  | -1.336        | 0             | -166           | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>Brutto Cashflow</b>  | <b>5.770</b>  | <b>8.724</b>  | <b>11.760</b>  | <b>14.755</b> | <b>19.112</b> | <b>22.143</b> | <b>24.877</b> |
| <u>Veränderung des Working Capitals</u>   |               |               |                |               |               |               |               |
| Veränderung der Vorräte   | 747           | 712           | 2.260          | -284          | -144          | -163          | -34           |
| Veränderung der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen                                | -5.587        | -4.225        | -10.198        | -2.288        | -2.752        | -2.989        | -3.351        |
| Veränderung der sonstigen Vermögenswerte  | -1.203        | 1.136         | -824           | 718           | -99           | -357          | 28            |
| Veränderung der Rückstellungen  | -990          | -1.286        | -1.503         | 347           | -328          | 578           | 1.098         |
| Veränderung der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen                          | 1.058         | -12           | 2.291          | -3.342        | -604          | -811          | 53            |
| Veränderung der sonstigen Verbindlichkeiten   | 3.478         | 5.705         | 1.269          | -1.336        | -1.787        | -829          | -788          |
| Gezahlte Zinsen   | -96           | -90           | -161           | -96           | -100          | -132          | -119          |
| Gezahlte Ertragsteuern  | -137          | -771          | -493           | -1.140        | -2.756        | -5.046        | -5.787        |
| <b>Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit</b>  | <b>3.040</b>  | <b>9.893</b>  | <b>4.401</b>   | <b>7.334</b>  | <b>10.542</b> | <b>12.394</b> | <b>15.976</b> |
| <b>2. Cashflow aus der Investitionstätigkeit</b>  |               |               |                |               |               |               |               |
| Auszahlungen für Investitionen in immaterielle Vermögenswerte                             | -176          | -338          | -477           | -428          | -475          | -474          | -498          |
| Auszahlungen für Investitionen in Sachanlagen   | -1.415        | -1.792        | -2.394         | -2.931        | -3.566        | -3.476        | -3.767        |
| Auszahlungen für Investitionen in Finanzanlagen   | -20           | 0             | -77            | -100          | -110          | -142          | -153          |
| Einzahlungen aus Abgängen von immateriellen Vermögenswerten                               | 0             | 0             | 0              | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Einzahlungen aus Abgängen von Sachanlagen   | 28            | 0             | 0              | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Einzahlungen aus Abgängen von Finanzanlagen   | 1.632         | 20            | 0              | 79            | 104           | 112           | 146           |
| Auszahlungen für Investitionen in Tochterunternehmen, abzüglich erworbener Zahlungsmittel | 0             | -3.098        | -13.350        | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Erhaltene Zinsen  | 457           | 682           | 429            | 523           | 545           | 499           | 522           |
| <b>Cashflow aus der Investitionstätigkeit</b>   | <b>506</b>    | <b>-4.526</b> | <b>-15.869</b> | <b>-2.857</b> | <b>-3.503</b> | <b>-3.481</b> | <b>-3.750</b> |
| <b>3. Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit</b>   |               |               |                |               |               |               |               |
| Veränderung des Gezeichneten Kapitals   | 0             | 0             | 3.046          | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Auszahlungen für den Erwerb eigener Aktien  | 0             | -701          | -1             | -1.100        | 0             | 0             | 0             |
| Veränderung der Kapitalrücklage   | 0             | 0             | 6.001          | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Einzahlungen aus der Aufnahme von kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten                   | 62            | 36            | -463           | -926          | 463           | -232          | 116           |
| Dividendenausschüttung  | 0             | 0             | 0              | -3.202        | -5.512        | -5.887        | -6.752        |
| <b>Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit</b>  | <b>62</b>     | <b>-665</b>   | <b>8.583</b>   | <b>-5.228</b> | <b>-5.049</b> | <b>-6.119</b> | <b>-6.636</b> |
| <b>4. Finanzmittelfonds am Ende der Periode</b>   |               |               |                |               |               |               |               |
| Zahlungswirksame Veränderungen der Finanzmittelfonds                                      | 3.608         | 4.702         | -2.885         | -751          | 1.991         | 2.794         | 5.590         |
| Cashflows zu Beginn der Periode   | 15.340        | 18.948        | 23.650         | 20.765        | 20.014        | 22.005        | 24.799        |
| <b>Cashflows am Ende der Periode</b>  | <b>18.948</b> | <b>23.650</b> | <b>20.765</b>  | <b>20.014</b> | <b>22.005</b> | <b>24.799</b> | <b>30.389</b> |

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

## 5. Bewertung

### 5.1.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 01.12.2010 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 3,0 Prozent p.a. kalkulieren.

#### / Discounted Cash Flow-Modell (Basis 12/2010)

| (Mio. EUR)                            | Phase 1        |                |                |                |                |
|---------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                                       | 2010E          | 2011E          | 2012E          | 2013E          | 2014E          |
| <b>Umsatz</b>                         | <b>219,000</b> | <b>239,200</b> | <b>255,900</b> | <b>268,695</b> | <b>282,130</b> |
| Veränderungsrate                      | 0%             | 9%             | 7%             | 5%             | 5%             |
| <b>EBIT</b>                           | <b>1,400</b>   | <b>7,500</b>   | <b>14,100</b>  | <b>13,395</b>  | <b>14,065</b>  |
| Veränderungsrate                      | -103%          | 436%           | 88%            | -5%            | 5%             |
| Marge                                 | 0,6%           | 3,1%           | 5,5%           | 5,0%           | 5,0%           |
| Zins- u. Beteiligungsergebnis         | -1,800         | -1,980         | -2,178         | -1,800         | -1,900         |
| <b>EBT ex. Zinsergebnis</b>           | <b>-0,400</b>  | <b>5,520</b>   | <b>11,922</b>  | <b>11,595</b>  | <b>12,165</b>  |
| operativer Steueraufwand              | -0,700         | -2,700         | -2,700         | -3,768         | -3,954         |
| Steuerquote (ex. Zinsergebnis)        | -175,0%        | 48,9%          | 22,6%          | 32,5%          | 32,5%          |
| Abschreibungen imm. Verm. u. Sachanl. | 12,300         | 16,300         | 17,800         | 18,300         | 18,500         |
| Abschreibungsquote (% Umsatz)         | 5,6%           | 6,8%           | 7,0%           | 6,8%           | 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%          | -6,1%          | -5,9%          | -4,6%          | -6,6%          |
| <b>Free Cash-Flow</b>                 | <b>-9,700</b>  | <b>6,120</b>   | <b>8,622</b>   | <b>11,427</b>  | <b>5,911</b>   |
| Veränderungsrate                      | 88%            | -163%          | 41%            | 33%            | -48%           |
| Free-Cash-Flow-Marge                  | -4,4%          | 2,6%           | 3,4%           | 4,3%           | 2,1%           |

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

## 5.2. WACC

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.

### //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 | 79 |

Gearing 132,3%

**WACC 6,76%**

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 Betafaktor zur Ermittlung des unternehmensspezifischen Risikos orientiert sich an der Wertentwicklung des Referenzindex DAX.

## 5.3. Fair Value – Sensitivitäten

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 10,52. Er ist damit um 41,4 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 7,40). Die Modifikation der Aktionsparameter im Terminal Value sind der nachstehenden Sensitivitätsanalyse zu entnehmen. Diese zeigt die Variabilität unseres hergeleiteten fairen Wertes.

| Sensitivitätsanalyse je Aktie |      | Diskontierungszinssatz |              |              |             |             |
|-------------------------------|------|------------------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| (EUR)                         |      | 6,26%                  | 6,51%        | 6,76%        | 7,01%       | 7,26%       |
| β = 0,95                      |      |                        |              |              |             |             |
| Wachstum                      | 2,0% | 10,35                  | 9,72         | 9,15         | 8,64        | <b>8,18</b> |
|                               | 2,5% | 11,17                  | 10,42        | 9,76         | <b>9,17</b> | 8,64        |
|                               | 3,0% | 12,25                  | 11,32        | <b>10,52</b> | 9,82        | 9,21        |
|                               | 3,5% | 13,71                  | <b>12,53</b> | 11,53        | 10,67       | 9,92        |
|                               | 4,0% | <b>15,82</b>           | 14,21        | 12,89        | 11,79       | 10,85       |

| Sensitivitätsanalyse |      | Marktkapitalisierung |               |              |              |              |
|----------------------|------|----------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| (Mio. EUR)           |      | 6,26%                | 6,51%         | 6,76%        | 7,01%        | 7,26%        |
| β = 0,95             |      |                      |               |              |              |              |
| Wachstum             | 2,0% | 83,41                | 78,32         | 73,77        | 69,67        | <b>65,97</b> |
|                      | 2,5% | 90,04                | 83,99         | 78,65        | <b>73,90</b> | 69,65        |
|                      | 3,0% | 98,70                | 91,27         | <b>84,83</b> | 79,18        | 74,20        |
|                      | 3,5% | 110,50               | <b>100,97</b> | 92,90        | 85,97        | 79,95        |
|                      | 4,0% | <b>127,52</b>        | 114,53        | 103,89       | 95,01        | 87,48        |

## 5.4. 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 - Peer Group             |           |       |         |       |       |       |            |       |
|------------------------------------|-----------|-------|---------|-------|-------|-------|------------|-------|
| Peer Group                         | EV/EBITDA |       | EV/EBIT |       | KGV   |       | EBIT-Marge | KBV   |
|                                    | 2010E     | 2011E | 2010E   | 2011E | 2010E | 2011E | 2010E      | 2009  |
| ADVA AG                            | 8,5       | 7,0   | 20,9    | 11,6  | 30,1  | 16,9  | 3,9%       | 2,47  |
| ascom                              | 6,6       | 6,3   | 8,7     | 8,3   | 14,5  | 13,5  | 8,4%       | 2,53  |
| Euromicron                         | 6,8       | 6,2   | 8,0     | 7,2   | 8,4   | 7,7   | 10,1%      | 1,20  |
| INIT Innovation in Traffic Systems | 7,1       | 6,4   | 8,0     | 7,4   | 12,1  | 11,2  | 20,1%      | 3,58  |
| InTiCa Systems                     | 4,6       | 3,8   | 19,5    | 11,7  | 100,0 | 12,5  | 4,6%       | 0,78  |
| Kapsch                             | 11,0      | 7,0   | 12,8    | 7,7   | 19,2  | 11,4  | 14,8%      | 4,88  |
| OHB Technology                     | 7,1       | 5,6   | 10,7    | 8,1   | 19,3  | 14,7  | 5,4%       | 2,98  |
| Median                             | 7,1       | 6,3   | 10,7    | 8,1   | 19,2  | 12,5  | 0,1        | 2,5   |
| Funkwerk AG                        | 4,3       | 2,5   | 42,5    | 7,9   | neg.  | 21,2  | 0,6%       | 0,7   |
| Discount (-)/Premium (+)           | -38,4     | -60,4 | 295,7   | -1,9  |       | 69,2  |            | -73,4 |

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

## 6. 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

Mail: ir@funkwerk.de

|   |   |  |
|---|---|--|
| <b>DR. KALLIWODA</b><br>RESEARCH GmbH                                 |   | Rüsterstraße 4a<br>60325 Frankfurt<br>Tel.: 069-97 20 58 53<br>www.kalliwoda.com   |
| Primary Research   Fair Value Analysis   International Roadshows      |   |  |
| Head:<br><b>Dr. Norbert Kalliwoda</b><br>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 |
| <b>Michael John</b><br>E-Mail: mj@kalliwoda.com                       | Dipl.-Ing. (Aachen)   | <u>Sectors:</u> Chemicals, chemical engineering, basic metals, renewable energies, laser/physics                             |
| <b>Dr. Thomas Krassmann</b><br>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.  |
| <b>Maximilian F. Kaessens</b><br>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  |
| <b>Dr. Christoph Piechaczek</b><br>E-Mail: cp@kalliwoda.com           | Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke.                         | <u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical  |
| <b>Kolja Schick – Freiherr von Flotow</b><br>E-Mail: ks@kalliwoda.com | Dipl.-Kaufmann, (University of Frankfurt/Main).   | <u>Sectors:</u> Consumers, Automotives, Automotive Suppliers, Mechanical Engineering   |
| <b>Dr. Erik Schneider</b><br>E-Mail: es@kalliwoda.com                 | Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg.                                 | <u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical  |
| <b>David Schreindorfer</b><br>E-Mail: ds@kalliwoda.com                | MBA, Economic Investment Management; Univ. Frankfurt/ Univ. Iowa (US).                          | <u>Sectors:</u> IT/Logistics; Quantitative Modelling   |
| <b>Hellmut Schaarschmidt;</b><br>E-Mail: hs@kalliwoda.com             | Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt/Main.  | <u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities  |
| <b>Nele Rave</b><br>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**  
**Factset**

Analysts of this research:

Dr .Norbert Kalliwoda, CEFA



## 7. DISCLAIMER

|                      |  |                   |
|----------------------|--|-------------------|
| <b>KAUFEN:</b>       | Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens 10 % aufweisen     | <b>BUY</b>        |
| <b>AKKUMULIEREN:</b> | Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 5% und 10% aufweisen     | <b>ACCUMULATE</b> |
| <b>HALTEN:</b>       | Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 5% und - 5% aufweisen    | <b>HOLD</b>       |
| <b>REDUZIEREN:</b>   | Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen - 5% und - 10% aufweisen | <b>REDUCE</b>     |
| <b>VERKAUFEN:</b>    | Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens - 10 % aufweisen   | <b>SELL</b>       |

### 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 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 for 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.