

20. November 2012

Europa | Deutschland | Communication

Update

KAUFEN

Kursziel: EUR 3,30

Überblick

Branche:	Communication Equipment
Land:	Deutschland
ISIN:	DE0005753149
Reuters:	FEWG.DE
Bloomberg:	FEW GR
Webseite:	www.funkwerk.com

Schlusskurs		2,84
	Hoch	Tief
Preis 52W:	5,40	2,03
Marktkap. (EUR Mio.)		23,01
Anzahl der Aktien (Mio.)		8,10

Aktionärsstruktur

Hörmann Funkwerk Holding	52,83%
Streubesitz	47,17%

Performance

4 Wochen	6,20%
13 Wochen	6,62%
26 Wochen	-6,59%
52 Wochen	-26,53%
Lfd. Jahr	3,01%

Dividende

	in EUR	in %
2008	0,25	8,80%
2009	0,00	0,00%
2010	0,00	0,00%
2011	0,00	0,00%

52-Wochen Chart



Analyst

Dr. Norbert Kalliwoda
Email: nk@kalliwoda.com
Phone: +49 69 97 20 58 53
www.kalliwoda.com

Funkwerk AG

Erneute Anpassung der Schätzungen

- Die 9M-Zahlen der Funkwerk wurden sehr stark von einmaligen Kosten beeinflusst. Der Umsatz lag bei EUR 98,2 Mio. und reduzierte sich im Vergleich zum Vorjahr um 4,4%. Die Gründe dafür waren eine deutlich schwächere Kundenaktivität, insbesondere im Q3/12, sowie gestiegener Wettbewerbsdruck in den beiden Geschäftsbereichen Traffic & Control Communication (TCC) und Security Communication (SC). Sowohl das EBIT (EUR -6,1 Mio.) als auch das Nettoergebnis (EUR -17 Mio.) blieben deutlich unter Vorjahr, was auf geringere Umsätze, Restrukturierungsaufwendungen und Verluste aus aufgegebenen Geschäftsbereichen zurückzuführen war.
- Ähnlich wie TCC, der in den 9M/12 als einziger profitabel blieb, verzeichnete der Bereich AC (Automotive Communication) infolge eines intensiveren Wettbewerbs einen deutlichen Rückgang der Segmentumsätze. Im Geschäftsbereich Security Communication (SC) stiegen hingegen die Erlöse von EUR 32,9 Mio. im Vorjahr auf EUR 36,8 Mio. (+11,7%), was vor allem aus einer steigenden Nachfrage nach TETRA-basierten Lösungen sowie IP-Systemen im Videobereich resultierte.
- Trotz eines deutlich höheren Nettoverlustes verbesserte sich der operative Cashflow von EUR -15,6 Mio. in den 9M/11 auf EUR -11,9 Mio. Der Grund dafür war ein Rückgang des Working Capital in Höhe von EUR 10 Mio. Während der Cashflow aus Investitionstätigkeit mit EUR 3,3 Mio. positiv war, betrug der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit EUR -5,5 Mio. Insgesamt reduzierte sich die Cashposition der Funkwerk in den 9M/12 um EUR 14,1 Mio. auf EUR 3,8 Mio. Ende September lag das Net gearing des Unternehmens bei 68,7%.
- Nach den sehr schwachen 9M-Zahlen haben wir unsere Schätzungen erneut reduziert, wodurch unser 12-Monats-Kursziel von EUR 4 auf nunmehr EUR 3,30 sinkt. Unsere Kaufempfehlung für die Aktie bleibt jedoch unverändert. Aus unserer Sicht werden sich die Ergebnisse der Funkwerk erst im H2/13 spürbar verbessern.

Key Figures

EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
Umsatz	290,20	218,44	168,64	164,57	142,35	145,20
EBITDA	29,61	-2,15	5,38	4,65	-0,84	6,71
EBIT	14,03	-13,60	-1,68	-3,15	-6,67	0,76
Nettoergebnis	8,20	-40,75	-24,88	-15,94	-18,21	-0,94
EPS	1,02	-5,06	-3,08	-1,98	-2,25	-0,12
BVPS	16,12	11,06	7,98	6,04	3,76	3,64
RoE	6,33%	-37,28%	-32,40%	-28,18%	-46,02%	-3,13%
EBIT-Marge	4,84 %	-6,22 %	-1,00 %	-1,92 %	-4,69 %	0,52 %
P/E	2,78x	neg	neg	neg	neg	neg
P/BVPS	0,18x	0,26x	0,36x	0,47x	0,76x	0,78x
EV/EBITDA	1,51x	neg	8,34x	9,64x	-53,59x	6,68x

Inhaltsverzeichnis

1	Unternehmensprofil	3
2	Bewertung	3
3	9M/12-Ergebnisse	4
4	Ausblick.....	7
5	Aktie und Aktionärsstruktur	9
6	Gewinn- und Verlustrechnung.....	10
7	Bilanz.....	11
8	Kapitalflussrechnung.....	12
9	Finanzkennzahlen.....	12

1 Unternehmensprofil

Die Funkwerk AG mit Sitz in Kölleda/Thüringen ist ein mittelständischer Technologiekonzern und spezialisiert auf lösungsorientierte Informations- und Kommunikationssysteme für die Zielgruppen Transport, Verkehr und Sicherheit. Der Funkwerk-Konzern verfügt mit den Geschäftsbereichen Traffic & Control Communication (Kommunikations-, Management- und Informationssysteme bspw. für Verkehrsbetriebe) und Security Communication (Personensicherung, Videosysteme und Gebäudesicherheit/Objektschutz z.B. für Behörden) über eindeutig abgrenzbare Geschäftseinheiten mit eigenem 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.

2 Bewertung

Wir haben die Funkwerk mithilfe unseres DCF-Modells bewertet, welches ein 12-Monats-Kursziel von EUR 3,30 ergibt. Auf dem aktuellen Marktniveau entspricht dies einem Upside von 16,2%.

DCF-Modell

WACC-Annahmen

Wachstumsannahmen

Langfristige Wachstumsrate	2,0%
Anpassungsphase (ab 2015)	5 Jahre
Umsatzwachstum am Anfang	9,0%
Margenentwicklung (p.a)	-1 BP

Eigenkapital

Risikoloser Zinssatz	2,2%
Marktrisikoprämie	6,0%
Beta	1,50

EK-Kosten 11,2%

Fremdkapital

Fremdkapitalkosten vor Steuern	6,0%
Steuersatz auf Zinsen	30,0%

Fremdkapitalkosten nach Steuern 4,2%

Eigenkapitalquote	70
Fremdkapitalquote	30
Gearing	42,9%

WACC 9,1%

Discounted Cash Flow Modell (Basis 11/2012)

in EUR Mo.	Phase 1								
	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Umsatz	142,35	145,20	158,70	172,99	187,69	202,33	213,26	220,72	225,13
(Veränd. ggü. Vj.)	-13,5%	2,0%	9,3%	9,0%	8,5%	7,8%	5,4%	3,5%	2,0%
Betriebsergebnis	-6,67	0,76	2,97	4,30	6,39	6,87	7,01	7,25	7,10
(Operative-Marge)	-4,5%	0,5%	1,8%	2,4%	3,3%	3,3%	3,2%	3,2%	3,1%
NOPLAT	-7,14	0,53	2,08	3,01	4,48	4,81	4,91	5,07	4,97
+ Abschreibungen	5,84	5,95	6,51	7,09	7,70	8,30	8,74	9,05	9,23
= Operativer Netto-Cashflow	-1,30	6,48	8,58	10,10	12,17	13,11	13,65	14,12	14,20
- Investitionen (CAPEX und WC)	0,05	1,56	-8,78	-9,37	-9,89	-10,31	-9,98	-9,60	-9,22
CAPEX	-0,70	1,20	-7,78	-8,41	-9,04	-9,64	-9,87	-9,98	-9,98
Working Capital	0,76	0,36	-0,99	-0,95	-0,85	-0,67	-0,11	0,38	0,76
Freier Cashflow (FCF)	-1,25	8,04	-0,19	0,73	2,28	2,79	3,67	4,52	4,98
Barwert der FCFs	-1,24	7,29	-0,16	0,56	1,59	1,79	2,15	2,43	2,45

BW der FCFs in offener Periode	16,87
BW des Endwerts	29,43
Unternehmenswert	46,30
+ Nettoliquidität / - Nettoschulden (30 September 2012)	-21,80
+ Investitionen / - Minderheiten	0,00
Wert des Eigenkapitals	24,50
Anzahl der Aktien (Mo.)	8,10
WACC	9,1%
Eigenkapitalkosten (COE)	11,2%
Fremdkapitalkosten v. St.	6,0%
Effektiver Steuersatz	30,0%
Fremdkapitalkosten n. St.	4,2%
Eigenkapitalquote	70,0%
Fremdkapitalquote	30,0%
Fairer Wert je Aktie in € (heute)	3,02
Fairer Wert je Aktie in € (in 12 Monaten)	3,30

Sensitivitätsanalyse		Terminal EBIT margin						
		0,1%	1,1%	2,1%	3,1%	4,1%	5,1%	6,1%
WACC	6,1%	-1,52	1,74	4,99	8,25	11,51	14,76	18,02
	7,1%	-1,33	1,10	3,52	5,95	8,37	10,80	13,23
	8,1%	-1,24	0,64	2,52	4,40	6,29	8,17	10,05
	9,1%	-1,20	0,30	1,80	3,30	4,80	6,30	7,80
	10,1%	-1,19	0,03	1,25	2,47	3,69	4,91	6,13
	11,1%	-1,20	-0,19	0,82	1,83	2,84	3,85	4,86

Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH

3 9M/12-Ergebnisse

Umsatz

Zwischen Januar und September 2012 erwirtschaftete die Funkwerk einen Umsatz aus fortgeführten Aktivitäten in Höhe von EUR 98,2 Mio. (9M/11: EUR 102,8 Mio.). Der Grund für den Umsatzrückgang in den 9M/12 waren eine schwache Kundennachfrage, insbesondere im Q3/12, sowie ein verstärkter Wettbewerbsdruck in den Geschäftsbereichen Traffic & Control Communication (TCC) und Security Communication (SC). Der Auftragseingang und -bestand verringerte sich im Jahresvergleich um 11,3% auf EUR 92,1 Mio. bzw. 9,6% auf EUR 88,5 Mio. Zwischen Januar und September 2012 gewannen TCC und SC neue Aufträge im Wert von EUR 51,2 Mio. bzw. EUR 38,3 Mio.

Auf der Ebene der einzelnen Geschäftsbereiche konnte im 9M/12 nur das Segment Security Communication (SC) seinen Umsatz steigern (+11,7% auf EUR 36,8 Mio.). Der Grund dafür waren insbesondere neue Aufträge für TETRA-basierte Kommunikationslösungen sowie eine steigende Nachfrage nach IP-Systemen im Videobereich. Hinsichtlich neuer Projekte konnte der Bereich in den 9M/12 unter anderem einen ersten Auftrag aus Russland für die Ausstattung von Binnenschiffen mit TETRA Security Anlagen gewinnen sowie einen Abrufauftrag für Platon-Kameras, die in den Niederlanden in der Verkehrstechnik eingesetzt werden.

Die weiteren Geschäftsbereiche der Funkwerk, Traffic & Control Communication (TCC) und Automotive Communication (AC), verzeichneten allesamt Umsatzrückgänge. Im Segment TCC gingen die Erlöse um 22% auf EUR 57 Mio. zurück und im AC um 20,4% auf EUR 14,7 Mio. Zum 1 Oktober 2012 wurde die Funkwerk Dabendorf in Zossen, in der die Aktivitäten des Bereichs AC gebündelt waren, entkonsolidiert. Die Tochtergesellschaft wurde ohne ihre Immobilien in Zossen sowie die Funkwerk eurotelematik in Ulm für einen niedrigen einstelligen Millionen-Euro-Betrag veräußert.

Ähnlich wie in den anderen Bereichen wirkte sich im Segment TCC ein erhöhter Preisdruck auf die Auftragslage und die Deckungsbeiträge aus. Zudem führten Verzögerungen bei der Zulassung des neuen SIL-4-Stellwerkssystems Alister durch das Eisenbahnbundesamt zur Abtretung vom Folgeprojekt mit der Deutschen Bahn AG, wodurch sich der Auftragseingang bzw. -bestand um EUR 2,9 Mio. reduzierte und die Funkwerk eine Anzahlung für den Auftrag vom GJ 2011 rückerstatten musste.

9M/2012 ggü. Vorjahr

in EUR Mio.	9M 2012	9M 2011	Veränd. (%)
Umsatz	98,17	102,70	-4,4%
EBITDA	-2,20	-0,13	1607,8%
EBITDA-Marge	-2,2%	-0,1%	
EBIT (vor Restr.aufwand)	-6,12	-3,79	61,2%
EBIT-Marge	-6,2%	-3,7%	
Nettoergebnis	-16,95	-6,76	150,9%
Umsatzrendite	-17,3%	-6,6%	

Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

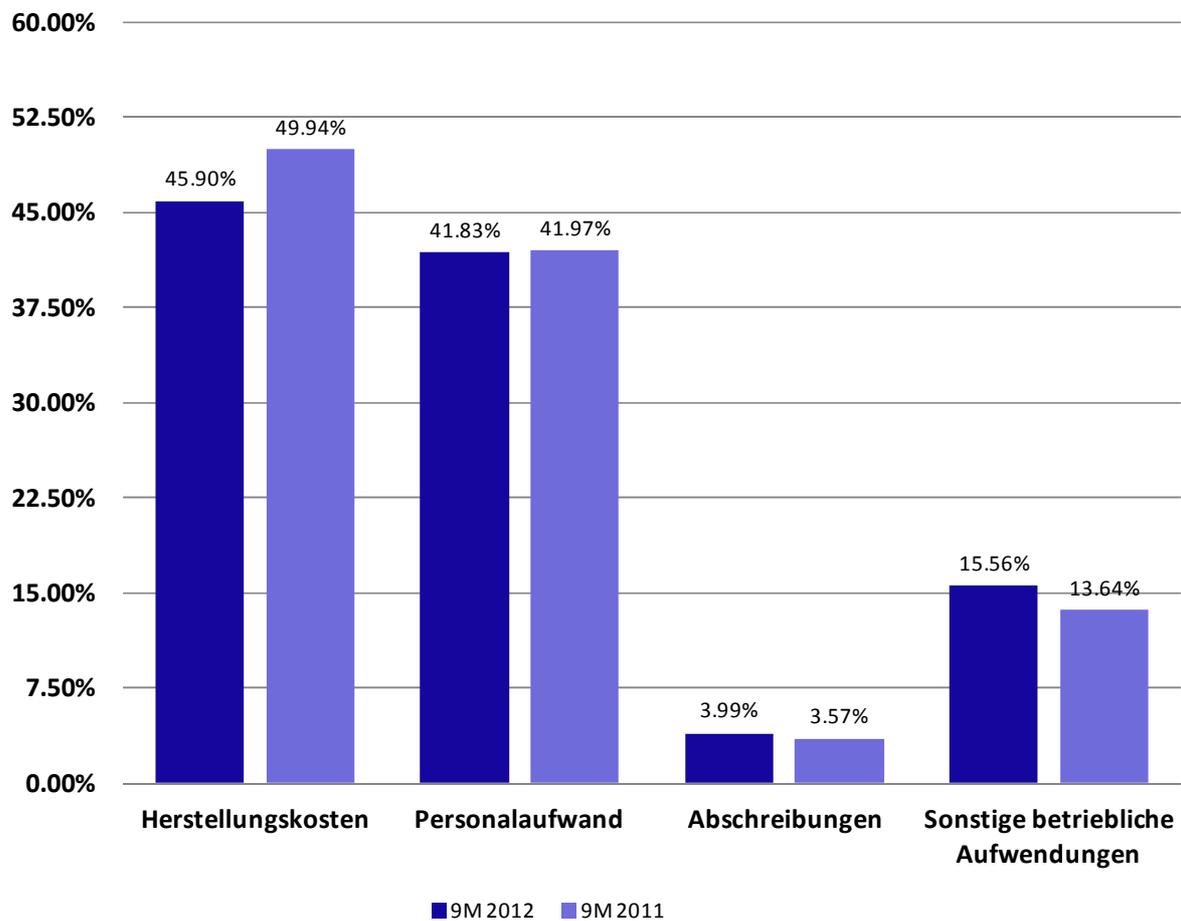
Umsatz und EBIT-Margen nach Segmenten 9M/12 ggü. 9M/11

	9M 2012	9M 2011		9M 2012	9M 2011
Traffic & Control Communication			Security Communication		
Umsatz EUR Mio.	57,01	73,07	Umsatz EUR Mio.	36,78	32,91
Anteil am Gesamtumsatz	58,1%	71,1%	Anteil am Gesamtumsatz	37,5%	32,0%
EBIT-Marge (vor Restr.aufwend.)	2,5%	8,7%	EBIT-Marge (vor Restr.aufwend.)	-17,4%	-12,8%
Automotive Communication			Funkwerk AG (nach Konsolidierung)		
Umsatz EUR Mio.	14,67	18,42	Gesamtumsatz	98,17	102,70
Anteil am Gesamtumsatz	14,9%	17,9%	Veränd. ggü. Vj	-4,4%	
EBIT-Marge (vor Restr.aufwend.)	-50,6%	-16,1%			

Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

Rentabilität

Anteil am Umsatz 9M/12 ggü. 9M/11



Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

In den 9M/12 lag das EBIT vor Restrukturierungsaufwendungen bei EUR -6,1 Mio., nach EUR -3,8 Mio. im Vorjahr. Die Gründe dafür waren einerseits ein Rückgang des Bestandes an fertigen und unfertigen Erzeugnissen von EUR -2,3 Mio., und andererseits ein höherer Anteil der Abschreibungen und sonstigen betrieblichen Aufwendungen. Das Nettoergebnis, welches sich von EUR -6,8 Mio. im Vorjahr auf EUR -17 Mio. verschlechterte, wurde zusätzlich negativ beeinflusst von höheren Restrukturierungskosten (EUR 1,9 Mio. vs. EUR 0,6 Mio. in den 9M/12) und einem Verlust aus aufgegebenen Geschäftsbereichen (Funkwerk Dabedorf GmbH) in Höhe von EUR 6,9 Mio.

Bilanz und Cashflow

Ende September 2012 waren die wichtigsten Bilanzpositionen der Funkwerk (1) Eigenkapital in Höhe von EUR 31,7 Mio. (2) Vorräte von EUR 28,2 Mio. sowie (3) Forderungen aus Lieferungen und Leistungen im Wert von EUR 20,1 Mio. Ende des Q3/12 hatte die Funkwerk zinstragende

Verbindlichkeiten im Wert von EUR 29,1 Mio. (davon EUR 12,9 Mio. an langfristigen Pensionsverpflichtungen) sowie liquide Mittel (Cash plus kurzfristige finanzielle Vermögenswerte) von EUR 7,3 Mio. Damit lag die Nettoverschuldung bei EUR 21,8 Mio.

Trotz des hohen Nettoverlustes verbesserte sich der operative Cashflow von EUR –15,6 Mio. in den 9M/11 auf EUR –11,9 Mio. Der Grund dafür war ein Cashzufluss aus dem Working Capital von EUR 10 Mio. Im Unterschied zum 9M/11 fiel der Cashflow aus Investitionstätigkeit mit EUR 3,3 Mio. positiv aus, da die Funkwerk Zuflüsse aus Unternehmensverkäufen in Höhe von EUR 8,7 Mio. verbuchte.

Aufgrund der planmäßigen Rückzahlung einer kurzfristigen Kreditlinien, die die Funkwerk zur Finanzierung ihrer operativen Tätigkeit in Anspruch nehmen musste, war jedoch der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit mit EUR –5,5 Mio. deutlich negativ. Insgesamt reduzierten sich die liquiden Mittel zwischen Dezember 2011 und September 2012 von EUR 18 Mio. auf EUR 3,8 Mio.

4 Ausblick

Im Jahr 2011 hat die Funkwerk ein Restrukturierungsprogramm eingeführt, das in 2012 fortgesetzt wurde. Dadurch soll das Unternehmen effizienter werden, seine Ertragskraft steigern und sich auf seine Kernbereiche fokussieren. Neben der Veräußerung bzw. Aufgabe bestimmter Bereiche soll unter anderem ein neues, einheitliches ERP-System eingeführt und das Working-Capital-Management verbessert werden.

Nach sehr schwachen 9M-Zahlen hat die Funkwerk ihre Guidance für das Gesamtjahr 2012 nach unten korrigiert. Das Management geht nun von einem Umsatz zwischen EUR 143 und 147 Mio. sowie einem negativen EBIT vor Restrukturierungsaufwendungen im unteren einstelligen Bereich aus (zuvor: ausgeglichenes bzw. leicht negatives EBIT). Wir sind aufgrund der Euro-Schuldenkrise und der schwächelnden Konjunktur, die vor allem Auswirkungen auf das Investitionsverhalten der öffentlichen Auftraggeber hat, mit unseren Schätzungen konservativer (Umsatz: EUR 142,4 Mio.. EBIT: EUR -6,7 Mio.).

Für das Geschäftsjahr 2013 geht die Funkwerk von einem vergleichbaren Umsatz zum GJ 2012 und einem positiven EBIT aus. Unsere Prognose lautet EUR 145,2 Mio. beim Umsatz (+2% im Vergleich zum Vorjahr) bzw. EUR 0,8 Mio. (0,5% Marge) beim EBIT.

Da einerseits die Anforderungen an die Leistungsfähigkeit der Verkehrsinfrastruktur zunehmen, andererseits aber auch der Bedarf an Sicherheitslösungen steigt, sollte die Funkwerk unserer Meinung nach in den nächsten Jahren von ihrer starken Marktposition insbesondere in den beiden Bereichen Bahntechnik und Sicherheitstechnik profitieren. Aufgrund effizienterer Fertigungsprozesse und einer anpassungsfähigeren Personalstruktur sollte das Unternehmen zukünftig in der Lage sein, flexible Kleinserien zu produzieren.

Unsere Schätzungen 2012E-14E

Unsere Schätzungen 2012E - 2014E

in EUR Mio.	2012E		2013E		2014E	
	neu	alt	neu	alt	neu	alt
Umsatz	142,35	164,90	145,20	180,89	158,70	197,72
EBITDA	-0,84	5,05	6,71	8,63	9,47	11,57
EBITDA-Marge	-0,6%	3,1%	4,6%	4,8%	6,0%	5,9%
EBIT (vor Restr.aufwand)	-6,67	-1,71	0,76	1,22	2,97	3,47
EBIT-Marge	-4,7%	-1,0%	0,5%	0,7%	1,9%	1,8%
Nettoergebnis	-18,21	-4,73	-0,94	-0,62	0,54	0,89
Umsatzrendite	-12,8%	-2,9%	-0,6%	-0,3%	0,3%	0,5%

Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH

Umsatzschätzungen nach Geschäftsbereichen 2012E-14E

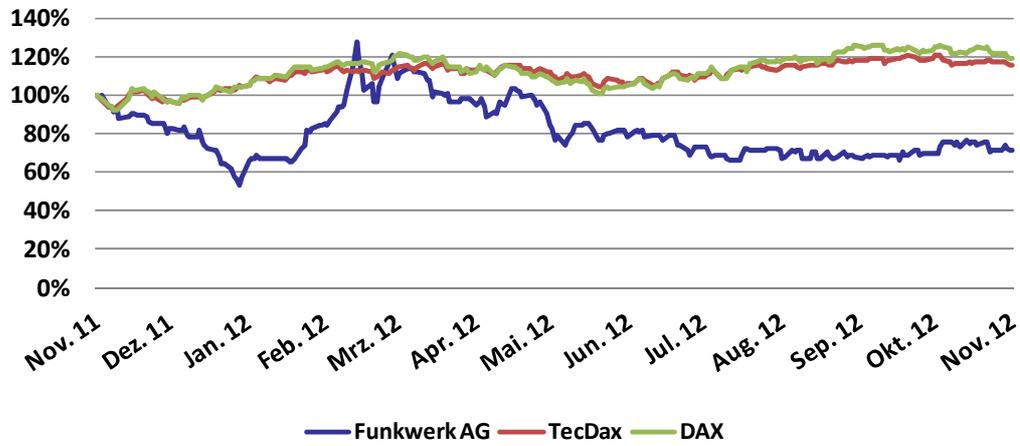
Umsatzschätzungen nach Segmenten 2012E-2014E

in EUR Mio.	2012E	2013E	2014E
Traffic & Control Communication	75,45	76,81	83,80
Veränd. ggü. Vj	-24,0%	1,8%	9,1%
Anteil am Gesamtumsatz	53,0%	52,9%	52,8%
Security Communication	68,33	69,70	76,18
Veränd. ggü. Vj	45,0%	2,0%	9,3%
Anteil am Gesamtumsatz	48,0%	48,0%	48,0%
Konsolidierung	-1,42	-1,31	-1,27
Gesamtumsatz	142,35	145,20	158,70

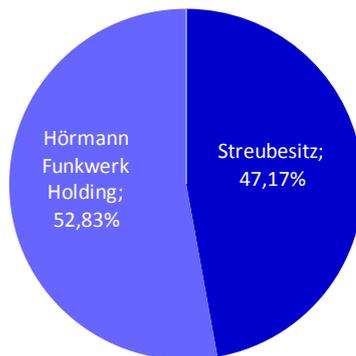
Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH

5 Aktie und Aktionärsstruktur

Entwicklung des Aktienkurses



Aktionärsstruktur



6 Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung - Funkwerk AG						
	Geschäftsjahr					
in EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
Umsatzaufteilung						
Traffic & Control Communication	122,59	105,37	102,65	99,22	75,45	76,81
Automotive Communication	49,48	28,49	30,54	25,58	0,00	0,00
Enterprise Communication	30,26	29,70	28,31	27,77	0,00	0,00
Security Communication	87,87	54,89	49,47	47,11	68,33	69,70
Konsolidierung	0,00	0,00	-42,33	-35,11	-1,42	-1,31
Umsatzerlöse	290,20	218,44	168,64	164,57	142,35	145,20
Bestandsveränderungen	-5,98	2,22	0,44	-1,94	0,28	0,63
Aktiviere Eigenleistungen	12,24	10,65	7,35	5,64	5,64	5,64
Gesamtleistung	296,47	231,31	176,43	168,27	148,28	151,47
Herstellungskosten	-143,02	-114,45	-90,25	-83,82	-71,47	-73,01
Rohergebnis	153,45	116,86	86,18	84,45	76,81	78,46
Sonstige betriebliche Erträge	17,56	12,49	6,84	6,66	3,66	3,73
Personalaufwand	-97,53	-92,21	-63,36	-62,49	-59,31	-60,44
Abschreibungen	-15,58	-11,45	-7,06	-7,80	-5,84	-5,95
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-43,86	-39,28	-24,28	-23,97	-21,99	-15,05
Betriebsergebnis	14,03	-13,60	-1,68	-3,15	-6,67	0,76
Wertminderungen	0,00	-19,79	-11,25	-5,28	0,00	0,00
Restrukturierungskosten	-0,81	-8,86	-2,00	-4,69	-2,20	0,00
Finanzergebnis	-1,93	-2,21	-1,67	-2,22	-1,60	-2,10
Ergebnis vor Steuern (und Minderheitsanteilen)	11,29	-44,45	-16,61	-15,34	-10,47	-1,34
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-2,84	4,23	-6,09	-3,61	-0,73	0,40
Sonstige Steuern	-0,47	-0,52	0,00	0,00	0,00	0,00
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	0,00	0,00	-2,18	3,01	-7,00	0,00
Minderheitenbeteiligungen	0,22	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	8,20	-40,75	-24,88	-15,94	-18,21	-0,94
EPS	1,02	-5,06	-3,08	-1,98	-2,25	-0,12
DPS	0,25	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Veränderung ggü. Vorjahr						
Umsatzerlöse	n.a.	-24,73%	-22,80%	-2,41%	-13,50%	2,00%
Gesamtleistung	n.a.	-21,98%	-23,73%	-4,62%	-11,88%	2,15%
Herstellungskosten	n.a.	-19,98%	-21,14%	-7,13%	-14,73%	2,15%
Rohergebnis	n.a.	-23,84%	-26,26%	-2,00%	-9,05%	2,15%
Sonstige betriebliche Erträge	n.a.	-28,87%	-45,20%	-2,76%	-45,00%	2,00%
Personalaufwand	n.a.	-5,45%	-31,29%	-1,38%	-5,08%	1,90%
Abschreibungen	n.a.	-26,53%	-38,34%	10,53%	-25,18%	2,00%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	n.a.	-10,44%	-38,18%	-1,28%	-8,26%	-31,58%
Betriebsergebnis	n.a.	-196,88%	-87,62%	87,28%	111,69%	-111,35%
Wertminderungen	n.a.	#DIV/0!	-43,16%	-53,08%	-100,00%	n.a.
Restrukturierungskosten	n.a.	995,67%	-77,39%	134,18%	-53,12%	n.a.
Finanzergebnis	n.a.	14,12%	-24,16%	32,52%	-27,83%	31,25%
Ergebnis vor Steuern (und Minderheitsanteilen)	n.a.	-493,71%	-62,64%	-7,63%	-31,73%	-87,18%
Steuern vom Einkommen und Ertrag	n.a.	-249,01%	-244,08%	-40,73%	-79,69%	-154,95%
Sonstige Steuern	n.a.	10,13%	-100,00%	n.a.	n.a.	n.a.
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	n.a.	n.a.	n.a.	-237,88%	-332,56%	n.a.
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	n.a.	-597,05%	-38,95%	-35,94%	14,22%	-94,84%
EPS	n.a.	-596,08%	-39,13%	-35,71%	13,50%	-94,84%
DPS	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Anteil am Umsatz						
Umsatzerlöse	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
Gesamtleistung	175,80 %	137,16 %	104,62 %	99,78 %	87,93 %	89,82 %
Herstellungskosten	-84,81 %	-67,87 %	-53,52 %	-50,93 %	-50,21 %	-50,28 %
Rohergebnis	90,99 %	69,30 %	51,10 %	51,32 %	53,96 %	54,04 %
Sonstige betriebliche Erträge	10,41 %	7,41 %	4,06 %	4,04 %	2,57 %	2,57 %
Personalaufwand	-57,83 %	-54,68 %	-37,57 %	-37,97 %	-41,66 %	-41,62 %
Abschreibungen	-9,24 %	-6,79 %	-4,19 %	-4,74 %	-4,10 %	-4,10 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-26,01 %	-23,29 %	-14,40 %	-14,57 %	-15,45 %	-10,36 %
Betriebsergebnis	8,32 %	-8,06 %	-1,00 %	-1,92 %	-4,69 %	0,52 %
Wertminderungen	0,00 %	-11,73 %	-6,67 %	-3,21 %	0,00 %	0,00 %
Restrukturierungskosten	-0,48 %	-5,26 %	-1,19 %	-2,85 %	-1,55 %	0,00 %
Finanzergebnis	-1,15 %	-1,31 %	-0,99 %	-1,35 %	-1,12 %	-1,45 %
Ergebnis vor Steuern (und Minderheitsanteilen)	6,70 %	-26,36 %	-9,85 %	-9,32 %	-7,36 %	-0,92 %
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-1,68 %	2,51 %	-3,61 %	-2,19 %	-0,51 %	0,28 %
Sonstige Steuern	-0,28 %	-0,31 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	0,00 %	0,00 %	-1,29 %	1,83 %	-4,92 %	0,00 %
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	4,86 %	-24,17 %	-14,75 %	-9,69 %	-12,79 %	-0,65 %

Dr. Kalliwoda | Research © 2012

7 Bilanz

Bilanz - Funkwerk AG						
in EUR Mio.	Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
Aktiva						
Zahlungsmittel	25,37	22,14	12,06	17,42	0,85	7,14
Vorräte	46,19	42,57	43,56	35,61	29,68	29,62
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	50,70	25,28	27,63	33,99	23,40	23,27
Forderungen aus Projekten	18,61	15,21	8,02	4,73	7,83	7,99
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	9,35	8,03	4,54	2,66	2,30	2,35
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	0,64	0,95	3,97	12,00	10,38	10,58
Assets aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	2,10	0,08	0,00	14,63	0,00	0,00
Summe kurzfristige Vermögenswerte	152,96	114,26	99,77	121,05	74,44	80,95
Sachanlagen	19,15	16,80	14,22	12,25	10,30	10,80
Sonstige immaterielle Vermögenswerte	28,43	13,62	16,39	9,46	16,00	8,35
Goodwill	19,07	19,27	19,27	15,14	5,43	5,43
Anlagen at-equity	0,00	1,53	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstige langfristige Vermögenswerte	0,13	0,07	0,04	0,00	0,00	0,00
Latente Steuern	0,37	2,30	0,00	0,00	0,00	0,00
Summe langfristige Vermögenswerte	67,14	53,59	49,93	36,86	31,73	24,57
Aktiva	220,10	167,85	149,69	157,91	106,17	105,52
Passiva						
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	33,73	23,26	29,37	27,94	18,60	18,50
Sonstige Verbindlichkeiten	28,49	27,72	26,50	26,75	23,14	23,60
Abgegrenzte Investitionszuwendungen	0,18	0,40	0,14	0,09	0,08	0,08
Finanzverbindlichkeiten	0,34	2,26	0,42	12,89	12,39	11,89
Rückstellungen	10,77	11,29	14,32	11,53	9,98	10,17
Pensionsrückstellungen	0,00	0,00	0,00	15,66	0,00	0,00
Kurzfristige Verbindlichkeiten	73,51	64,94	70,75	94,85	64,17	64,24
Langfristige Bankverbindlichkeiten	0,03	0,02	0,01	0,00	0,00	0,00
Leasingverbindlichkeiten	12,64	13,02	12,53	12,82	11,09	11,31
Latente Investitionszuwendungen	1,36	0,75	0,87	0,52	0,45	0,46
Latente Steuerverbindlichkeiten	3,01	0,00	1,07	1,07	0,00	0,00
Langfristige Verbindlichkeiten	17,04	13,79	14,48	14,41	11,54	11,77
Summe Verbindlichkeiten	90,55	78,73	85,23	109,25	75,71	76,01
Summe Eigenkapital	129,55	89,10	64,46	48,66	30,45	29,51
Minderheitenanteile	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
Passiva	220,10	167,85	149,69	157,91	106,17	105,52

Dr. Kalliwoda | Research © 2012

8 Kapitalflussrechnung

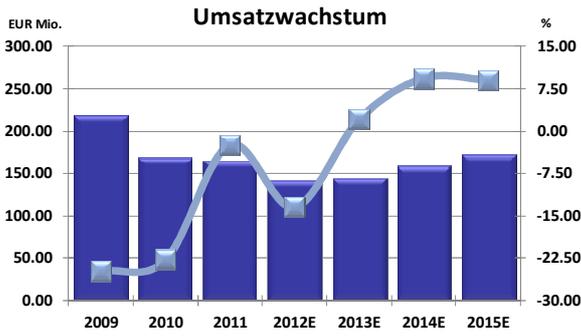
Kapitalflussrechnung - Funkwerk AG						
in EUR Mio.	Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	8,20	-40,75	-24,88	-15,94	-18,21	-0,94
Abschreibungen	15,58	11,45	7,06	7,80	5,84	5,95
Veränderung des Working Capital	0,64	19,13	1,70	-1,47	0,76	0,36
Sonstiges	2,07	17,39	20,49	3,68	-2,62	0,20
Operativer Cashflow netto	26,49	7,21	4,36	-5,93	-14,24	5,57
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-14,60	-12,35	-12,59	-0,51	-0,70	1,20
Freier Cashflow	11,89	-5,14	-8,23	-6,44	-14,94	6,77
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-4,25	1,91	-1,85	12,33	-1,64	-0,48
Veränderung der Cash-Position	7,64	-3,22	-10,09	5,90	-16,58	6,29
Cash zu Beginn der Periode	17,73	25,37	22,14	12,06	17,42	0,85
Cash am Ende der Periode	25,37	22,14	12,06	17,95	0,85	7,14

Dr. Kalliwoda | Research © 2012

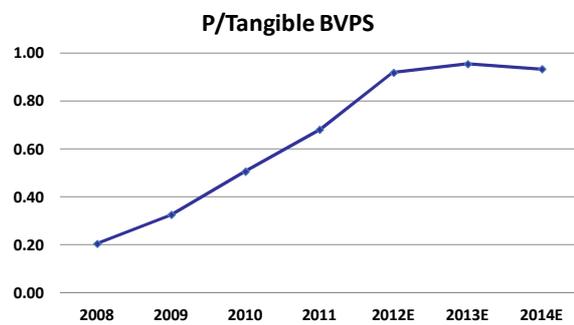
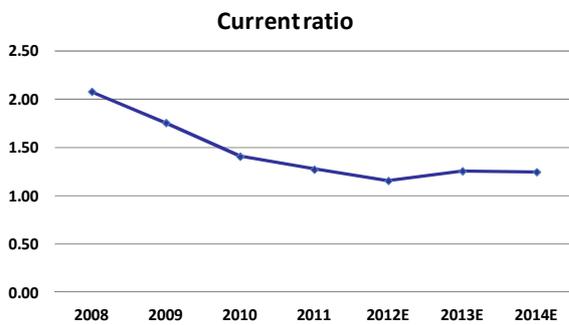
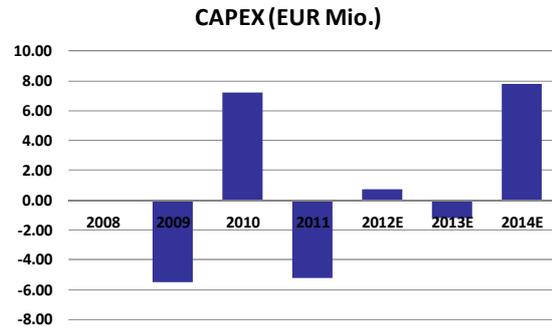
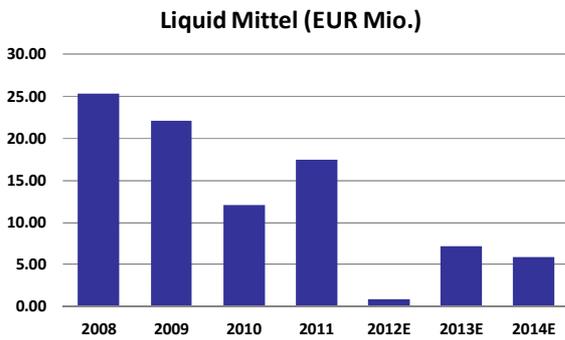
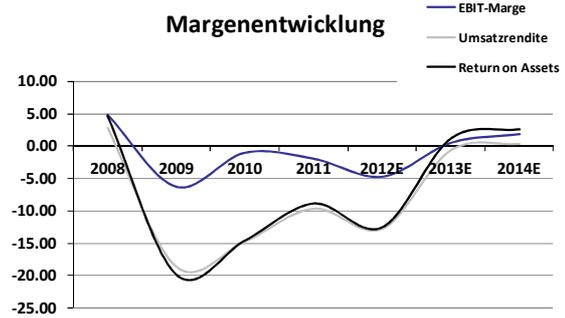
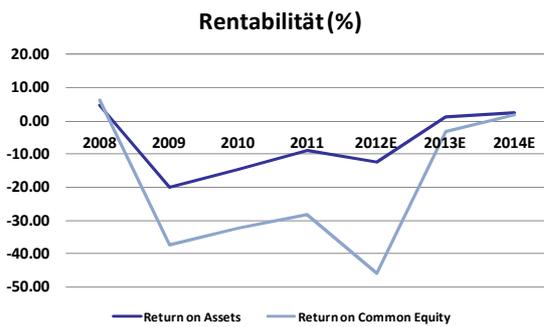
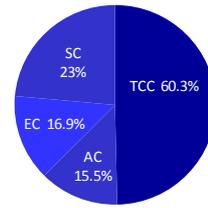
9 Finanzkennzahlen

Geschäftsjahr	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
Bruttomarge	51,76%	50,52%	48,84%	50,19%	51,80%	51,80%	51,80%	51,80%
EBITDA-Marge	10,20%	-0,98%	3,19%	2,82%	-0,59%	4,62%	5,97%	6,58%
EBIT-Marge	4,73%	-5,88%	-0,95%	-1,87%	-4,50%	0,50%	1,80%	2,40%
Umsatzrendite	2,77%	-17,62%	-14,10%	-9,47%	-12,28%	-0,62%	0,33%	0,78%
Return on equity (ROE)	6,33%	-37,28%	-32,40%	-28,18%	-46,02%	-3,13%	1,80%	4,55%
Return on assets (ROA)	4,60%	-19,87%	-14,62%	-8,92%	-12,58%	1,10%	2,53%	3,24%
Return on capital employed (ROCE)	7,17%	-11,96%	-2,91%	-6,17%	-17,00%	1,28%	4,84%	6,62%
Nettoverschuldung (in EUR Mio.)	-12,99	-7,78	-3,07	11,95	12,25	5,48	6,26	6,14
Net gearing	-10,03%	-8,74%	-4,76%	24,55%	40,23%	18,56%	20,84%	19,51%
Eigenkapitalquote	58,86%	53,08%	43,06%	30,81%	28,69%	27,97%	27,10%	26,79%
Current ratio	2,08	1,76	1,41	1,28	1,16	1,26	1,25	1,25
Quick ratio	1,04	0,74	0,62	0,67	0,54	0,64	0,62	0,62
Net interest cover	7,26	-6,16	-1,01	-1,42	-4,17	0,36	1,35	1,87
Nettoverschuldung/EBITDA	-0,44	3,62	-0,57	2,57	-14,65	0,82	0,66	0,54
Tangible BVPS	13,74	8,67	5,59	4,16	3,09	2,97	3,04	3,21
Capex/Sales	n.a	2,52%	-4,30%	3,17%	-0,49%	0,82%	-4,90%	-4,86%
Working capital/Sales	21,05%	17,83%	15,93%	13,19%	14,72%	14,18%	13,60%	13,03%
EV/Sales	0,15	0,21	0,27	0,27	0,31	0,31	0,28	0,26
EV/EBITDA	1,51	-20,86	8,34	9,64	-53,59	6,68	4,73	3,93
EV/EBIT	3,19	-3,30	-26,62	-14,21	-6,71	59,16	15,10	10,42
P/Tangible BVPS	0,21	0,33	0,51	0,68	0,92	0,96	0,93	0,88
P/E	2,78	-0,56	-0,92	-1,43	-1,26	-24,48	42,86	16,45
P/FCF	1,93	-4,47	-2,79	-3,56	-1,54	3,39	-29,21	183,29

Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH



Umsatzaufteilung 2011



Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH		Rüsterstraße 4a 60325 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
Dr. Peter Arendarski E-Mail: pa@kalliwoda.com	Senior-Analyst, Msc & Ph.D in Finance (Poznan Univers. of Economics), CFA Level 3 Candidate	<u>Sectors:</u> Technology, Raw Materials, Banks & Insurances, Financial-Modelling (Quant., Buyside)
Patrick Bellmann E-Mail: pb@kalliwoda.com	Junior-Analyst; WHU - Otto Beisheim School of Management, Vallendar (2012)	<u>Sectors:</u> Support Research and Quantitative Approach
Andreas Braun E-Mail: rb@kalliwoda.com	Junior-Analyst; University of Frankfurt/Main (2012)	<u>Sectors:</u> Support Research and Quantitative Approach
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
Adrian Kowollik E-Mail: ak@kalliwoda.com	Dipl.-Kfm.; Humboldt-Universität zu Berlin, CFA Candidate	<u>Sectors:</u> Media, Internet, Gaming, Technology, Eastern European stocks
Dr. Christoph Piechaczek E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
Hellmut Schaarschmidt; E-Mail: hs@kalliwoda.com	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt/Main.	<u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
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
Nele Rave E-Mail: nr@kalliwoda.com	Lawyer; Native Speaker, German School London,	<u>Legal adviser</u>

Also view Sales and Earnings Estimates:
DR. KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of Bloomberg, Thomson Reuters, vwd group and Factset

Analyst of this research:
Dr., Norbert Kalliwoda,
CEFA



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

Additional Disclosure/Erklärung

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

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

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

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

Mögliche Interessenskonflikte

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

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

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

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

DISCLAIMER

The information and opinions in this analysis were prepared by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH. The information herein is believed by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH to be reliable and has been obtained from public sources believed to be reliable. With the exception of information about DR. KALLIWODA | RESEARCH 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.