

07. September 2009

Analyse

Coverage: Seit Q4/2006

**Events:**

06.11.2009 Zwischenbericht Q3  
November Eigenkapitalforum

**Index/Industry/Sector:**  
**Communications Equipment**

Germany

Small Caps

**Empfehlung:** Kaufen      **Fair Value (alt):** € 11.50  
**Fair Value (neu):** € 9.00      **Letzter Preis:** € 6.77

**Price/Volume/Chart**



Quelle: ThomsonReuters

**Auf zur zweiten Halbzeit**

- Wir rechnen in der zweiten Jahreshälfte mit einer Belebung des operativen Geschäfts. Durch die schwache Automobilkonjunktur und der negativen Entwicklung in wichtige Absatzmärkte wurde Funkwerk stark in Mitleidenschaft gezogen.
- Positive Impulse: Enterprise Communication schreibt wieder schwarze Zahlen. Darüber hinaus rechnen wir mit einer Stabilisierung des Geschäftsbereichs Traffic & Control Communication.
- Angesichts der schwachen Halbjahreszahlen haben wir unsere Prognosen für das Gesamtjahr zurückgenommen. Unser Kursziel beträgt 9 EUR.

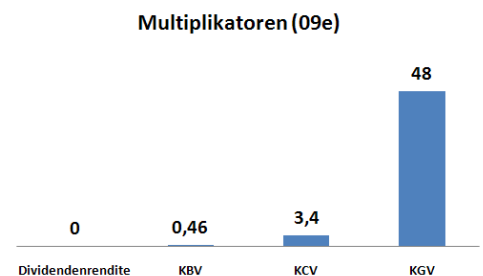
**SWOT**

- + hohe Eintrittsbarrieren
- + Leistungsspektrum
- + Restrukturierungsmaßnahmen
- + Osteuropa/Internationalisierung
- + Eigenkapitalquote/Bestandskraft
- - schwaches conj. Umfeld
- - Visibilitätät des Geschäftsverl.
- - Schwäche im Automobilsektor

**COMPANY DESCRIPTION**

Die Funkwerk AG ist ein führender Anbieter von Kommunikationssystemen für Fahrzeuge, Verkehrsbetriebe und Unternehmen. Die Funkwerk AG hat ihren Sitz in Köllda und beschäftigt 1567 Mitarbeiter. Die Unternehmensgeschichte reicht bis in das Jahr 1942 zurück. Die Gründung der Funkwerk AG und der anschließende Börsengang wurde 2000 vollzogen.

**Valuation**



**ANALYST**

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

See also  
Kalliwoda Recommendations  
on Terminal:

- Bloomberg
- Thomson Reuters
- JCF FactSet
- vwd group

Copyright © 2008 DR. KALLIWODA | RESEARCH

**Funkwerk AG**

Angaben in EUR	2006	2007	2008	2009E	2010E
Umsatzerlöse	241.75	290.60	290.20	275.60	283.87
Betriebsergebnis	10.1	14.4	13.2	2.1	8.1
Nettoergebnis	6.92	6.48	8.20	1.00	4.01
Ergebnis je Aktie	0.86	0.80	1.02	0.14	0.51
Dividende je Aktie	0.25	0.25	0.00	0.00	0.00
Eigenkapitalrendite	5.96 %	4.75 %	6.18 %	0.84 %	3.08 %

Price (curr)	6.77	Shares out (mln)	8.06
52W high	10.00	6M Avg Volume (Stck)	4864
52w low	3.38	Free Float (in %)	46.60 %
Market Cap (mln)	54.6	Weight in DaxSubsect. CT	11.09 %
Dividend	0.00	Kürzel	FEW
Accounting Stand.	IFRS	Marktsegment	Prime Standard
Web Page	www.funkwerk.com	WKN	575314

Source: DR. KALLIWODA | RESEARCH © 2009

## Inhaltsverzeichnis

<b>1</b>	<b>Unternehmensprofil</b> .....	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>Unternehmensentwicklung</b> .....	<b>4</b>
<b>3</b>	<b>Segmentergebnisse</b> .....	<b>5</b>
<b>4</b>	<b>Bewertung</b> .....	<b>5</b>
<b>5</b>	<b>Kennzahlen</b> .....	<b>6</b>
<b>6</b>	<b>Indikatoren</b> .....	<b>7</b>
<b>7</b>	<b>Finanzplanung</b> .....	<b>8</b>
<b>7.1</b>	<b>Bilanzen</b> .....	<b>8</b>
<b>7.2</b>	<b>Gewinn- und Verlustrechnung</b> .....	<b>9</b>
<b>8</b>	<b>Unternehmensbewertung</b> .....	<b>10</b>
<b>8.1</b>	<b>Discounted Cashflow Methode</b> .....	<b>10</b>
<b>8.2</b>	<b>Gewichteter Kapitalkostensatz (WACC)</b> .....	<b>11</b>
<b>8.3</b>	<b>Fair Value – Sensitivitäten</b> .....	<b>11</b>
<b>9</b>	<b>Peer Group Analyse</b> .....	<b>12</b>
<b>9.1</b>	<b>Bewertungsabschlag/-zuschlag</b> .....	<b>13</b>
<b>10</b>	<b>Kontakt</b> .....	<b>14</b>
<b>11</b>	<b>DISCLAIMER</b> .....	<b>15</b>

## 2 Unternehmensprofil

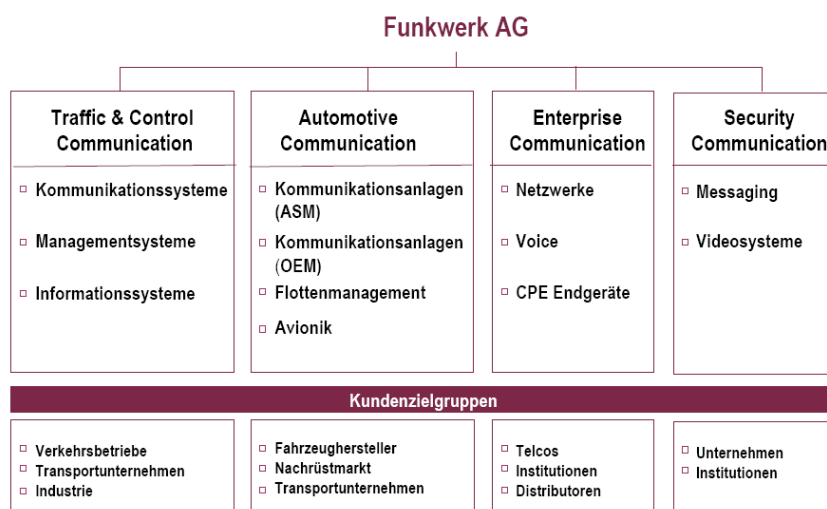
Die Funkwerk AG mit Sitz in Kölleda bei Erfurt beschäftigt rund 1600 Mitarbeiter und ist seit dem Jahr 2000 an der Börse Frankfurt im Prime Standard gelistet. Das Unternehmen ist ein führender Anbieter von Systemlösungen für Mobilfunk und Logistik. In diesen Märkten gehört Funkwerk zu den gefragtesten Lieferanten von Infrastruktur und Technologie. Zu den Kunden der Funkwerk AG zählen in erster Linie Bahnunternehmen, Fahrzeughersteller, Transport- und Logistikunternehmen. Funkwerk ist in vier Geschäftsbereiche gegliedert:

Der Geschäftsbereich Traffic & Control Communication, mit den Produktsegmenten Kommunikations-, Management- und Informationssysteme für Verkehrsbetriebe wie Bahnunternehmen und Flughäfen sowie Industrieunternehmen. Funkwerk bietet in diesem Geschäftsfeld innovative kommunikationstechnische Lösungen an, um betriebliche Abläufe im Verkehr, in der Logistik und in der Industrie zu rationalisieren.

Im Geschäftsbereich Automotive Communication entwickelt, fertigt und vertreibt die Gesellschaft Telekommunikations- und Telematikeinrichtungen für Personen- und Nutzfahrzeuge. Die Funkwerk-Produkte Compenser, Freisprechanlagen und KomBox optimieren dabei die Nutzungsmöglichkeit der öffentlichen Mobilfunknetze. Erstausrüstungsverträge bestehen mit namhaften Automobilherstellern der Premiumklasse, während Freisprechanlagen über den Nachrüstmarkt vertrieben werden. Durch die Integration von Kommunikationsanlagen mit Telematikfunktionen werden Lösungen für ein optimales Flottenmanagement vertrieben. Für den Markt der Allgemeinen Luftfahrt entwickelt, produziert und vermarktet das Unternehmen Avionikgeräte und Avioniksystemlösungen in den Bereichen Kommunikation, Navigation und Anzeige.

Der Geschäftsbereich Enterprise Communication ist positioniert als Komplettanbieter von Komponenten für unternehmensweite Kommunikations- und Netzwerklösungen. Das Leistungsportfolio umfasst IP-basierte Netzwerkzugangs- und Sicherheitslösungen via VPN sowie für Voice over IP, hochintegrierte modulare Telekommunikationslösungen auf ISDN/DSL-Basis sowie Wireless LAN-Lösungen für Firmen, Behörden, Organisationen und Carrier.

Im Geschäftsbereich Security Communication werden darüber hinaus intelligente Lösungen zum Schutz von Gebäuden, öffentlichen Plätzen und Personen entwickelt, gefertigt und vertrieben. Kunden aus der Industrie und Institutionen wie Justizvollzugsanstalten, Krankenhäusern und forensische Bereiche setzen auf die Technik von Funkwerk.



Quelle: Funkwerk AG

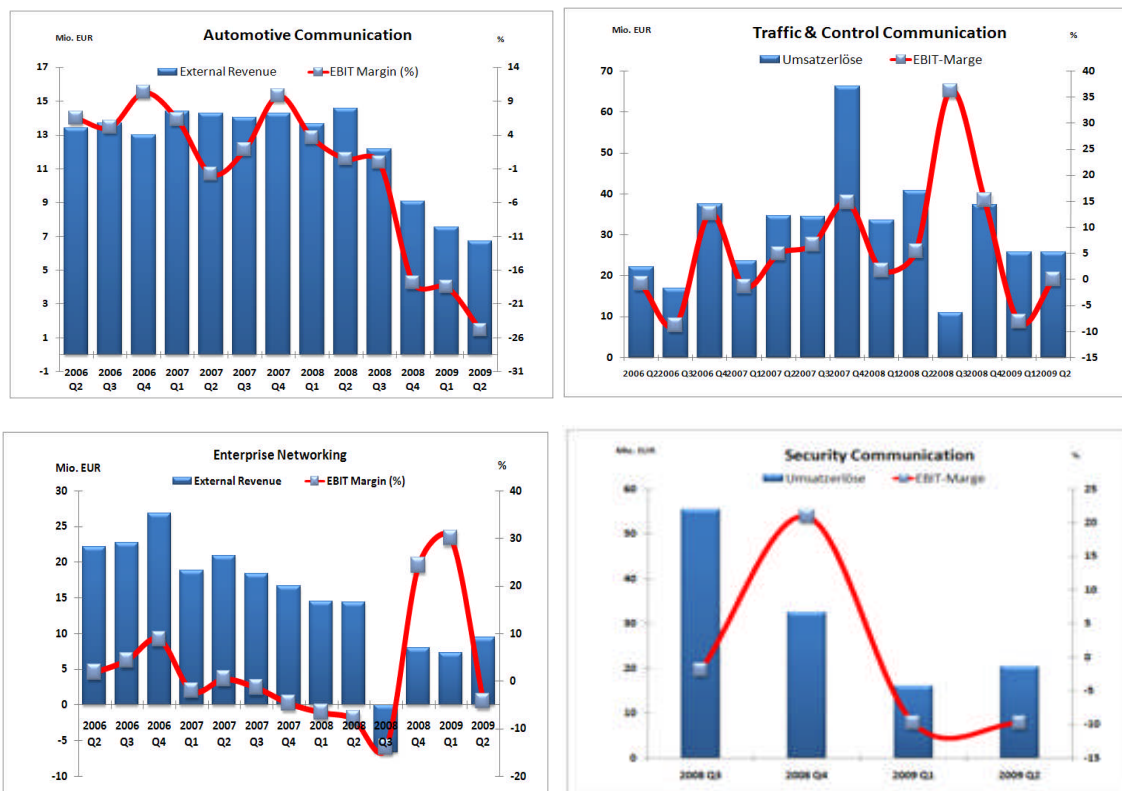
### 3 Unternehmensentwicklung

Entgegen unserer Erwartungen war auch das zweite Quartal besonders schwach. Mit der Vorlage des Halbjahresberichts mussten wir weitere Abschlüsse bei unserem Szenario berücksichtigen. Dabei haben wir die Umsatzerlöse für das laufende Geschäftsjahr von 284,4 Mio. EUR auf 275,6 Mio. EUR sowie das operative Betriebsergebnis von 5 Mio. EUR auf 2,1 Mio. EUR reduziert, sodass wir in Summe nur noch mit einem EPS von 0,14 EUR je Aktie (alt: 0,26 EUR) für dieses Jahr rechnen. Aufgrund des insgesamt nochmals enttäuschenden Quartals senken wir unser Kursziel von 11,50 EUR auf 9,00 EUR.

Der Umsatz reduzierte sich im ersten Halbjahr gegenüber dem Vorjahr insgesamt um 13,3 Prozent auf 113,9 Mio. EUR. Die EBIT-Marge fiel dabei abermals von 0,9 Prozent auf -4,7 Prozent, da die Material- und Personalaufwendungen geringer als die Umsatzerlöse gefallen sind. Mit der Neuordnung der Geschäftsbereiche TCC, EC und SC kann ein Vorjahresvergleich auf Segmentebene nicht vorgenommen werden. Angesichts des zunehmenden Bedarfs an Ersatzinvestitionen und der Projektverschiebungen auf die zweite Jahreshälfte rechnet Funkwerk mit einer Belebung des Geschäfts bereits im laufenden dritten Quartal. Hinzu kommt, dass ein Großteil der Projekte erst im vierten Quartal abgerechnet wird und damit umsatz- und ergebniswirksam wird. Daraus leitet sich ab, dass das Unternehmen mit hohen Erwartungen an das zweite Halbjahr geht. Diese Hoffnungen basieren daneben auf öffentliche Konjunkturprogramme, von denen Funkwerk im Geschäftsbereich Traffic & Control Communication profitieren könnte.

Mit einer umfassenden Personal- und Kostenanpassung und einer tiefgreifenden Restrukturierung hat Funkwerk alle erforderlichen Schritte zügig in die Wege geleitet und umgesetzt. Dazu wurden Verlustquellen im Produktportfolio eliminiert. Es ist daher davon auszugehen, dass diese Maßnahmen dem Ergebnisverlauf zusätzliche positive Impulse verleihen.

## 4 Segmentergebnisse



## 5 Bewertung

Basierend auf den gegenwärtigen relativen Bewertungsansätzen (EV/EBIT, KGV) ist die Funkwerk AG durch die schwache erste Jahreshälfte auf 2009er Niveau ambitioniert bewertet. Bezieht man allerdings die Erholung im Geschäftsjahr 2010 in das Bewertungskalkül mit ein, so relativiert sich die hohe Bewertung der Funkwerk AG. Da wir davon ausgehen, dass im Geschäftsjahr 2010 keine weiteren Restrukturierungsaufwendungen anfallen werden und die Gesellschaft wieder in allen Geschäftsbereichen in die Gewinnzone zurückkehren wird, halten wir die Funkwerk AG nach wie vor als günstig bewertet. Unter Zugrundelegung unserer Schätzungen für das Geschäftsjahr 2010 notiert Funkwerk bei einem KGV von 13 und deutlich unterhalb des Substanzwertes. Mit einer Eigenkapitalquote von 60,9 Prozent und einem Working Capital von 68,8 Mio. EUR ist der Fortbestand des Unternehmens unseres Erachtens weiter ungefährdet. Das Auftragspolster verringerte sich zwar gegenüber dem Vorjahr um 31 Prozent von 127,9 Mio. EUR auf 97,5 Mio. Euro, allerdings rechnen wir bereits zum Jahresende mit einem leichten Anstieg des Auftragsbestandes.

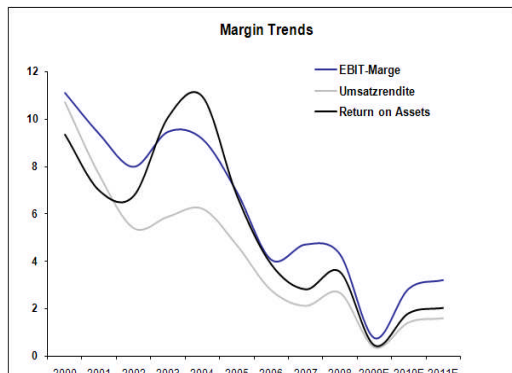
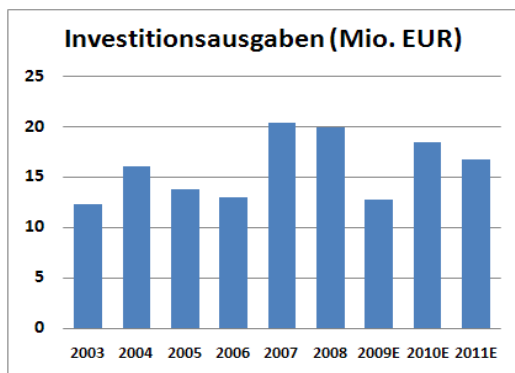
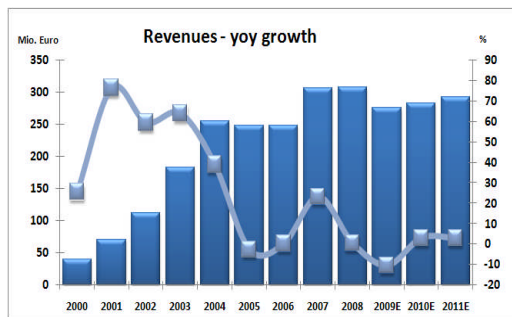
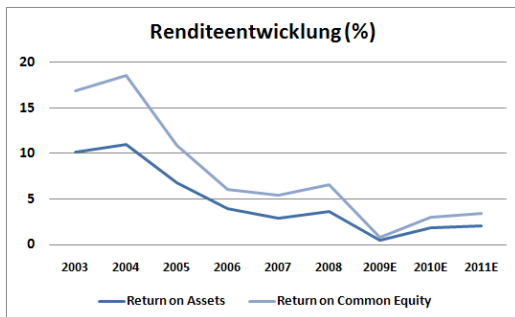
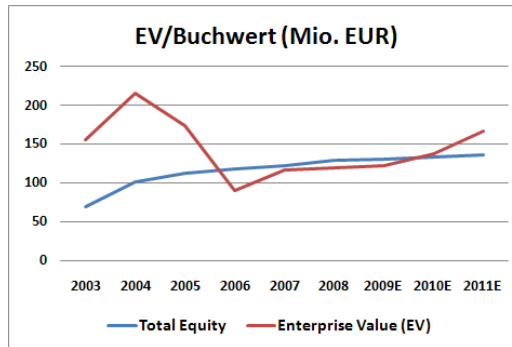
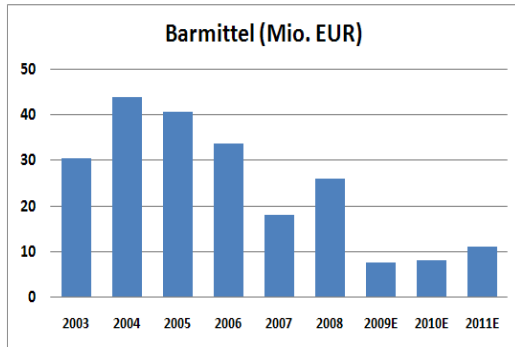
Unser Kursziel haben wir aufgrund der aktuellen Bewertungsrelationen und der Entwicklung im ersten Halbjahr leicht zurückgenommen. Das Kursziel fixieren wir auf 9,00 Euro. Während aus der relativen Bewertung kein Diskont hervorgeht, impliziert unser DCF-Modell ein Kurspotenzial von 34,5 Prozent. Unsere Empfehlung lautet daher nach wie vor auf „kaufen“.

## 6 Kennzahlen

Kennzahlen - Funkwerk AG					
Aktienkursbezogene Kennzahlen (EUR)		GuV-Kennzahlen (EUR, M)		Bewertungskennzahlen	
Letzter Kurs	6.77	Umsatzerlöse, LFI:	57.2	Curr P/E Normalized, LFY:	7.48
Datum	27.08.2009	Umsatzerlöse, LTM:	303.68	Curr EV/Tot Revenue (LFI/LTM):	0.17
Kurs - 52 W Hoch:	10	Umsatzerlöse, LFY:	307.76	Curr EV/EBITDA (LFI/LTM):	2.09
Datum (Hoch)	19.08.2008	EBITDA, LFI:	66.9	Curr EV/EBIT (LFI/LTM):	2.5
Kurs - 52 Wochentief:	3.38	EBITDA, LTM:	25.19	Curr Mkt Cap (m):	54.56
Datum (Tief)	03.04.2009	EBITDA, LFY:	28.81	(+) Tot Debt Cap, LFI (m):	3.2
Kurs % 1-Tag:	-0.66%	EBIT, LFI:	-2.99	(-) Cash & Equiv, LFI (m):	-11.12
Kurs % 4-Wochen:	16.28%	EBIT, LTM:	10.2	(=) Curr EV, LFI (m):	57.59
Kurs % 13-Wochen:	36.36%	EBIT, LFY:	13.22	Curr EV/Tot Revenue (LFY):	0.11
Kurs % 26-Wochen:	53.06%	LFI:	-3.2	Curr EV/EBITDA (LFY):	1.21
Kurs % 52-Wochen:	-16.67%	LTM:	8.42	Curr EV/EBIT (LFY):	1.45
Kurs % Chg YTD:	35.14%	LFY:	11.29	Curr Mkt Cap (m):	54.56
10 Day Avg tgl Vol (M):	0	Nettoergebnis, LTM:	-2.39	(+) Tot Debt Cap, LFY (m):	0.39
(M):	0.15	Nettoergebnis, LFY:	5.87	(-) Cash & Equiv, LFY (m):	-26.01
Beta 2Yr (monatlich)	1.61	LTM:	7.98	(=) Curr EV, LFY (m):	34.83
Kennzahlen je Aktie		Profitabilität - Margen (%)		Deckungsgrade	
Ergebnis je Aktie LFY	1	LTM:	52.88	Quick Ratio, LFY:	1.45
Umsatzerlöse je Aktie, LFY	37.66	LFY:	52.88	Curr Ratio, LFI:	2
Tot Cash je Aktie, LFY:	3.23	EBITDA Marge, LTM:	9.36	Curr Ratio, LFY:	2.08
Cash Flow je Aktie, LFY:	2.88	EBITDA Marge, LFY:	9.36	LT Debt/Tot Eqty, LFI:	0.03
Buchwert je Aktie, LFI:	15.51	LFI:	-4.9	LT Debt/Tot Assets, LFI:	0.11
Buchwert je Aktie, LFY:	16.07	LTM:	4.3	Tot Debt/Tot Eqty, LFI:	0.66
Wachstumsraten (%)		Renditekennzahlen (%)		Mitarbeiter	
Umsatz, %Yr/Yr, LFI:	-18.1	ROC Tot LT Cap, LFI:	-1.71	Anzahl der Mitarbeiter	1,567
Umsatz, %Yr/Yr, LTM:	0.45	ROC Tot LT Cap, LTM:	5.38	Umsatzerlöse/Mitarbeiter, LFI:	36,505.00
Umsatz, %Yr/Yr, LFY:	0.46	ROC Tot LT Cap, LFY:	5.38	Umsatzerlöse/Mitarbeiter, LTM:	174,528.16
Wachstumsrate:	10.86	ROE Comm Eqty, LFI:	-1.92	Umsatzerlöse/Mitarbeiter, LFY:	183,189.29
EPS, %Yr/Yr, LFI:	-	ROE Comm Eqty, LTM:	6.49	Nettoergebnis/Mitarbeiter, LFI:	-1,553.00
EPS, %Yr/Yr, LTM:	24.77	ROE Comm Eqty, LFY:	6.49	Nettoergebnis/Mitarbeiter, LTM:	3,372.41
EPS, %Yr/Yr, LFY:	28.22	ROA Tot Assets, LFI:	-1.16	Nettoergebnis/Mitarbeiter, LFY:	4,760.60

Quelle: Dr Kalliwoda Research GmbH, Thomson Reuters

## 7 Indikatoren



## 8 Finanzplanung

### 8.1 Bilanzen

Bilanzen/Planbilanzen																		
	2006			2007			2008			2009E			2010E			2011E		
	Mio. Euro	Anteil	Δ %	Mio. Euro	Anteil	Δ %	Mio. Euro	Anteil	Δ %	Mio. Euro	Anteil	Δ %	Mio. Euro	Anteil	Δ %	Mio. Euro	Anteil	Δ %
<b>Aktiva</b>																		
<i>Kurzfristige Vermögenswerte</i>																		
Vorräte	36.4	20		51.7	23	42	46.2	21	-11	51.3	24	11	54.4	25	6	57.6	26	6
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	44.1	24		46.3	20	5	50.7	23	10	46.7	22	-8	54.1	25	16	52.1	24	-4
Forderungen aus in Arbeit befindlichen Projekten	10.1	5		19.0	8	89	18.6	8	-2	22.6	11	22	16.5	7	-27	18.4	8	12
Forderungen ggü nahestehenden Unternehmen	1.4	1		1.8	1	29	0.6	0	-66	0.6	0	-3	0.6	0	0	0.6	0	0
übrige Steuerforderungen	7.6	4		8.0	4	4	4.4	2	-45	4.3	2	-2	4.5	2	5	3.5	2	-22
Sonstige Vermögenswerte	2.4	1		5.0	2	106	6.4	3	29	6.7	3	5	6.8	3	1	6.9	3	1
Wertpapiere	1.5	1		0.5	0	-66	0.6	0	23	0.8	0	25	0.9	0	13	1.1	0	22
Zahlungsmittel, Zahlungsmitteläquivalente	32.2	17		17.7	8	-45	25.4	12	43	7.7	4	-70	8.2	4	6	11.1	5	35
<b>Summe kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>135.8</b>	<b>73</b>		<b>150.0</b>	<b>66</b>	<b>10</b>	<b>152.9</b>	<b>69</b>	<b>2</b>	<b>140.7</b>	<b>66</b>	<b>-8</b>	<b>146.0</b>	<b>66</b>	<b>4</b>	<b>151.3</b>	<b>69</b>	<b>4</b>
<i>Langfristige Vermögenswerte</i>																		
Immaterielle Vermögenswerte	25.8	14		45.6	20	77	47.5	22	4	50.4	24	6	48.7	22	-3	49.3	22	1
Sachanlagen	17.5	9		19.0	8	8	19.1	9	1	19.4	9	1	20.1	9	4	19.7	9	-2
Ausleihungen	0.3	0		0.0	0	-100	0.0	0		0.0	0		0.0	0		0.0	0	
übrige Finanzanlagen	0.1	0		0.2	0	100	0.1	0	-50	2.3	1		2.3	1	0	2.3	1	0
Latente Steuern	7.3	4		12.5	5	71	0.4	0	-97	0.6	0	62	2.8	1	367	4.0	2	43
<b>Summe langfristige Vermögenswerte</b>	<b>51.0</b>	<b>27</b>		<b>77.3</b>	<b>34</b>	<b>52</b>	<b>67.1</b>	<b>31</b>	<b>-13</b>	<b>72.7</b>	<b>34</b>	<b>8</b>	<b>73.9</b>	<b>34</b>	<b>2</b>	<b>75.3</b>	<b>34</b>	<b>2</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>186.8</b>	<b>100</b>		<b>227.3</b>	<b>100</b>	<b>22</b>	<b>220.0</b>	<b>100</b>	<b>-3</b>	<b>213.4</b>	<b>100</b>	<b>-3</b>	<b>219.9</b>	<b>100</b>	<b>3</b>	<b>226.6</b>	<b>100</b>	<b>3</b>
<i>Eigenkapital</i>																		
Gezeichnetes Kapital	8.0	4		8.1	4	1	8.1	4	0	8.1	4	0	8.1	4	0	8.1	4	0
Kapitalrücklage	60.6	32		62.6	28	3	63.0	29	1	63.2	30	0	63.2	29	0	63.2	29	0
Gewinnrücklagen	34.5	18		38.2	17	11	38.2	17	0	38.2	18	0	38.2	17	0	38.2	17	0
Eigene Anteile	-1.1			-1.1	0		-1.1	0		-1.0	-6		-0.3	-70		0.0		-100
Bilanzgewinn	15.5	8		15.5	7	-0	21.7	10	40	22.2	10	2	24.2	11	9	26.5	12	10
Minderheitsanteile	0.2	0		0.6	0	200	0.0	0	-100	0.0	0		0.0	0		0.0	0	
Währungsposten	0.0	0		-0.1	-0		-0.4	-0	300	-0.2	-0	-50	0.2	0		0.6	0	200
<b>Summe Eigenkapital</b>	<b>117.8</b>	<b>63</b>		<b>123.8</b>	<b>54</b>	<b>5</b>	<b>129.5</b>	<b>59</b>	<b>5</b>	<b>130.5</b>	<b>61</b>	<b>1</b>	<b>133.6</b>	<b>61</b>	<b>2</b>	<b>136.6</b>	<b>62</b>	<b>2</b>
<i>Langfristiges Fremdkapital</i>																		
Pensionsverpflichtungen	7.0	4		10.9	5	56	12.6	6	16	12.8	6	1	13.1	6	2	13.4	6	2
Abgrenzungsposten Investitionszusch.	0.9	0		1.4	1	45	1.4	1	0	1.4	1	4	1.4	1	0	1.4	1	0
Latente Steuern	10.5	6		14.7	6	40	3.0	1	-80	0.9	0	-70	1.0	0	11	0.0	0	-100
Verbindlichkeiten ggü Kreditinstituten	0.1	0		0.1	0	0	0.0	0	-100	0.0	0		0.0	0		0.0	0	
<b>Summe langfristiges Fremdkapital</b>	<b>18.5</b>	<b>10</b>		<b>27.0</b>	<b>12</b>	<b>46</b>	<b>17.0</b>	<b>8</b>	<b>-37</b>	<b>15.1</b>	<b>7</b>	<b>-11</b>	<b>15.5</b>	<b>7</b>	<b>3</b>	<b>14.8</b>	<b>7</b>	<b>-5</b>
<i>Kurzfristiges Fremdkapital</i>																		
Verbindlichkeiten ggü Kreditinstituten	0.1	0		2.1	1		0.3	0	-86	7.9	4		8.1	4	3	8.4	4	3
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	22.0	12		28.4	12	29	33.7	15	19	25.6	12	-24	33.1	15	29	29.4	13	-11
Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	1.8	1		6.2	3	248	3.8	2	-39	3.3	2	-13	3.8	2	15	4.2	2	11
Verbindlichkeiten ggü nahestehenden Unternehmen	0.1	0		0.4	0	300	0.1	0	-75	0.1	0	0	0.1	0	0	0.1	0	0
Steuerverbindlichkeiten	3.0	2		1.7	1	-43	3.5	2	106	3.1	1	-11	3.2	1	3	3.4	2	6
Sonstige Rückstellungen	5.8	3		9.7	4	67	10.8	5	11	8.8	4	-19	9.0	4	3	9.0	4	0
Abgrenzungsposten Investitionszuschüsse	0.6	0		0.3	0	-50	0.2	0	-33	0.2	0	5	0.2	0	5	0.2	0	5
Finanzielle Verbindlichkeiten	17.1	9		27.7	12	62	21.1	10	-24	18.9	9	-10	13.3	6	-30	20.5	9	54
<b>Summe kurzfristige Fremdkapital</b>	<b>50.4</b>	<b>27</b>		<b>76.5</b>	<b>34</b>	<b>52</b>	<b>73.5</b>	<b>33</b>	<b>-4</b>	<b>67.9</b>	<b>32</b>	<b>-8</b>	<b>70.9</b>	<b>32</b>	<b>4</b>	<b>75.2</b>	<b>34</b>	<b>6</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>186.8</b>	<b>100</b>		<b>227.3</b>	<b>100</b>	<b>22</b>	<b>220.0</b>	<b>100</b>	<b>-3</b>	<b>213.4</b>	<b>100</b>	<b>-3</b>	<b>219.9</b>	<b>100</b>	<b>3</b>	<b>226.6</b>	<b>103</b>	<b>3</b>

Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH © 2009

## 8.2 Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn - und Verlustrechnung																	
	2006		2007			2008			2009E			2010E			2011E		
	Mio. Euro	Anteil	Mio. Euro	Anteil	Δ %	Mio. Euro	Anteil	Δ %	Mio. Euro	Anteil	Δ %	Mio. Euro	Anteil	Δ %	Mio. Euro	Anteil	Δ %
Umsatzerlöse	241.8	100	290.6	100	20	290.2	100	-0	275.6	100	-5	283.9	100	3	292.4	100	3
Bestandsveränderungen	1.6		-2.1	-1		-5.9	-2	181	-1.8	-1	-69	0.6	0		-2.3	-1	
andere aktivierte Eigenleistungen	7.7		9.1	3	18	12.2	4	34	8.5	3	-30	8.5	3	0	8.5	3	0
sonstige betriebliche Erträge	6.9	3	15.7	5	128	17.5	6	11	8.0	3	-54	15.4	5	93	12.3	4	-20
<b>Gesamtleistung</b>	<b>257.9</b>	<b>107</b>	<b>313.3</b>	<b>108</b>	<b>21</b>	<b>314.0</b>	<b>108</b>	<b>0</b>	<b>290.3</b>	<b>105</b>	<b>-8</b>	<b>308.4</b>	<b>109</b>	<b>6</b>	<b>310.9</b>	<b>110</b>	<b>1</b>
Materialaufwand	-133.2	-55	-150.3	-52	13	-143.0	-49	-5	-130.0	-47	-9	-138.9	-49	7	-139.3	-49	0
Personalaufwand	-71.5	-30	-92.0	-32	29	-98.3	-34	7	-104.0	-38	6	-102.3	-36	-2	-104.6	-37	2
Abschreibungen	-12.5	-5	-15.1	-5	20	-15.6	-5	3	-17.2	-6	10	-19.3	-7	12	-18.4	-6	-5
sonstige betriebliche Aufwendungen	-30.6	-13	-41.5	-14	35	-43.9	-15	6	-37.0	-13	-16	-39.8	-14	8	-39.2	-14	-2
<b>Betriebsergebnis</b>	<b>10.1</b>	<b>4</b>	<b>14.4</b>	<b>5</b>	<b>43</b>	<b>13.2</b>	<b>5</b>	<b>-9</b>	<b>2.1</b>	<b>1</b>	<b>-84</b>	<b>8.1</b>	<b>3</b>	<b>284</b>	<b>9.4</b>	<b>3</b>	<b>16</b>
<i>Rohergebnis-Marge (in %)</i>	51.6 %		56.1 %			58.9 %			58.2 %			59.7 %			58.7 %		
<i>EBITDA-Marge (in %)</i>	9.4 %		10.2 %			9.9 %			7.0 %			9.6 %			9.5 %		
<i>EBIT-Marge (in %)</i>	4.2 %		5.0 %			4.5 %			0.8 %			2.8 %			3.2 %		
Finanzergebnis	-0.3	-0	-2.0	-1	654	-1.9	-1	-3	-2.0	-1	5	-2.2	-1	10	-2.4	-1	10
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>9.8</b>	<b>4</b>	<b>12.5</b>	<b>4</b>	<b>27</b>	<b>11.3</b>	<b>4</b>	<b>-9</b>	<b>0.1</b>	<b>0</b>	<b>-99</b>	<b>5.9</b>	<b>2</b>		<b>7.0</b>	<b>2</b>	<b>19</b>
Ertragsteuern/sonstige Steuern	-2.8	-1	-6.6	-2	136	-3.3	-1		1.0	0		-1.8	-1		-2.2	-1	27
<b>Ergebnis vor Minderheiten</b>	<b>7.0</b>	<b>3</b>	<b>5.9</b>	<b>2</b>	<b>-16</b>	<b>8.0</b>	<b>3</b>	<b>36</b>	<b>1.1</b>	<b>0</b>	<b>-86</b>	<b>4.1</b>	<b>1</b>	<b>273</b>	<b>4.7</b>	<b>2</b>	<b>15</b>
Minderheiten	-0.1	-0	0.6	0		0.2	0		-0.1	-0		-0.1	-0	0	-0.1	-0	0
<b>Konzernergebnis</b>	<b>6.9</b>	<b>3</b>	<b>6.5</b>	<b>2</b>	<b>-6</b>	<b>8.2</b>	<b>3</b>	<b>27</b>	<b>1.0</b>	<b>0</b>	<b>-88</b>	<b>4.0</b>	<b>1</b>	<b>301</b>	<b>4.6</b>	<b>2</b>	<b>16</b>
<i>Ergebnis je Aktie (unverwässert) reported</i>	0.86		0.80		-7	1.02		28	0.14		-87	0.51		273	0.59		15
<i>Ergebnis je Aktie (verwässert) reported</i>	0.84		0.78		-7	1.00		28	0.12		-88	0.49		320	0.57		16

Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH © 2009

## 9 Unternehmensbewertung

### 9.1 Discounted Cashflow Methode

Für die Ermittlung des Fair Values wurde ein dreistufiges Discounted Cashflow Modell sowie die Marktdaten der Peergroup-Unternehmen herangezogen. Als Datenbasis für die Bewertungen wurden die Konzernabschlüsse verwendet. Dem unterjährigen Bewertungsstichtag wurde durch die Abzinsung der operativen Free Cashflows auf den Bewertungsstichtag Rechnung getragen. Als Bewertungsstichtag wurde der 01.08.2009 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.

#### Entity Approach

**Bewertungsstichtag**  
**01.08.2009**

#### 3-Phasen-Modell

**Wachstum im Terminal**  
**Value 3 Prozent**

/ Discounted Cash Flow-Modell (Basis 8/2009)						
(Mio. EUR)	2009E	2010e	Phase 1			
			2011e	2012e	2013e	2014e
<b>Umsatz</b>	<b>275.600</b>	<b>283.868</b>	<b>292.384</b>	<b>298.232</b>	<b>304.196</b>	<b>310.280</b>
Veränderungsrate	-	3%	3%	2%	2%	2%
<b>EBIT</b>	<b>2.100</b>	<b>8.068</b>	<b>9.384</b>	<b>9.666</b>	<b>9.182</b>	<b>9.641</b>
Veränderungsrate	-	284%	16%	3%	-5%	5%
Marge	0,8%	2,8%	3,2%	3,2%	3,0%	3,1%
Zins- u. Beteiligungsergebnis	-2.000	-2.200	-2.420	-2.100	-1.800	-1.900
<b>EBT ex. Zinsergebnis</b>	<b>0.100</b>	<b>5.868</b>	<b>6.964</b>	<b>7.566</b>	<b>7.382</b>	<b>7.741</b>
operativer Steueraufwand	1.000	-1.760	-2.228	-2.459	-2.399	-2.516
Steuerquote (ex. Zinsergebnis)	-1000,0%	30,0%	32,0%	32,5%	32,5%	32,5%
Abschreibungen imm. Verm. u. Sachanl.	17.200	19.300	18.400	16.300	17.300	18.400
Abschreibungsquote (% Umsatz)	6,2%	6,8%	6,3%	5,5%	5,7%	5,9%
Veränderung langf. Rückstellungen	0.200	0.300	0.300	0.300	0.300	0.300
Anteil Umsatz	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
CF-Geschäftsbedarf (Veränderung WC)	-1.200	-1.300	-2.100	-2.100	-2.800	-3.000
Working-Capital-Ratio (%Umsatz)	-0,4%	-0,5%	-0,7%	-0,7%	-0,9%	-1,0%
Sachanlageinvestitionen	-12.700	-18.400	-16.700	-8.900	-14.100	-14.000
Investitionsquote (% Umsatz)	-4,6%	-6,5%	-5,7%	-3,0%	-4,6%	-4,5%
Sonstige Anpassungen	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>Free Cash-Flow</b>	<b>4.600</b>	<b>4.008</b>	<b>4.636</b>	<b>10.707</b>	<b>5.683</b>	<b>6.925</b>

## 9.2 Gewichteter Kapitalkostensatz (WACC)

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

Anpassungen des Fremdkapitals an den gegenwärtigen Marktzins wurden nicht getätigt. Die risikofreie Rendite basiert auf der Durchschnittsrendite 30jähriger Bundesanleihen (Quelle: Börse Stuttgart). Die Ermittlung der Risikoprämie folgt dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) und deckt insbesondere die systematischen Risiken (Marktrisikoprämie bzw. unternehmensspezifisches Risiko) ab. Die Marktrisikoprämie in unserem Modell basiert auf anerkannten Studien. Die aus dem universitären Bereich ermittelten Marktrisikoprämien schwanken je nach Markt, Betrachtungsperioden und Methodik in aller Regel zwischen 5 und 8 Prozent. Der von uns verwendete Betawert zur Ermittlung des unternehmensspezifischen Risikos, orientiert sich an der Wertentwicklung des Referenzindex DaxSubsektor Communications Technology.

## 9.3 Fair Value – Sensitivitäten

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 9,11. Er ist damit um 34,6 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 6,77). Die Modifikation der Aktionsparameter im Terminal Value sind der nachstehenden Sensitivitätsanalyse zu entnehmen. Diese zeigt die Variabilität unseres hergeleiteten fairen Wertes unter verschiedenen Szenarien. Die aufgezeigte Bewertungsbreite schwankt zwischen 7,68 Euro und 11,60 Euro.

WACC - Prämissen	
<b>Wachstumsprämissen</b>	
Langfristiges Wachstum / Inflationsrate	3.0%
Angleichungsphase (ab 2015)	10 Jahre
Anfangswachstum des Umsatzes	2.0%
Margenentwicklung (p.a.)	+1 BP
<b>Eigenkapitalkosten</b>	
Langfristiger risikoloser Zinssatz	4.5%
Risikoprämie Markt / Aktienmarktrendite	5.0%
Beta des Unternehmens (Näherung)	1.62
<b>Eigenkapitalkostensatz</b>	<b>12.6%</b>
<b>Fremdkapitalkosten</b>	
Fremdkapitalkostensatz (vor St.)	6.5%
Steuersatz auf Fremdkapitalzinsen	25.0%
<b>Fremdkapitalkostensatz (nach St.)</b>	<b>4.9%</b>
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	
Wert des Fremdkapitals	59
Gearing	136.1%
<b>WACC</b>	<b>8.15%</b>

Sensitivitätsanalyse je Aktie

(EUR)		Diskontierungszinssatz				
β = 1.62		7.65%	7.90%	8.15%	8.40%	8.65%
Wachstum	2.0%	9.19	8.76	8.37	8.01	<b>7.68</b>
	2.5%	9.62	9.14	8.71	<b>8.31</b>	7.94
	3.0%	10.14	9.60	<b>9.11</b>	8.66	8.26
	3.5%	10.78	<b>10.15</b>	9.59	9.09	8.63
	4.0%	<b>11.60</b>	10.85	10.19	9.61	9.08

Sensitivitätsanalyse Marktkapitalisierung

(Mio.EUR)		Diskontierungszinssatz				
β = 1.62		7.65%	7.90%	8.15%	8.40%	8.65%
Wachstum	2.0%	74.06	70.64	67.49	64.59	<b>61.90</b>
	2.5%	77.51	73.68	70.18	<b>66.98</b>	64.04
	3.0%	81.70	77.34	<b>73.40</b>	69.82	66.55
	3.5%	86.90	<b>81.84</b>	77.31	73.24	69.55
	4.0%	<b>93.53</b>	87.49	82.16	77.43	73.20

## 10 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 im DaxSubsektor Communication Technology gelistet 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.

Peer Group - Communications Equipment/Technology										
Mio. € bzw. € per share	Price	Market Cap.	Enterprise Value	Total Equity	Revenues		EBIT		EPS	
					2008	2009E	2008	2009E	2008	2009E
ADVA AG	2.17	100.14	82.68	98.00	217.67	226.00	-7.04	-1.61	-0.19	0.02
CeoTronics	2.65	17.49	19.03	12.91	21.32	18.80	2.79	2.00	0.28	0.20
Euromicron	13.37	60.20	57.88	72.70	167.25	198.00	16.00	17.60	1.78	1.99
IVU Traffic	1.17	20.73	21.09	19.38	34.68	35.10	1.26	1.24	0.07	0.09
InTiCa Systems	3.00	12.07	17.02	21.48	28.30	24.90	-3.77	-0.80	-0.79	-0.18
OHB Technology	8.00	118.89	83.86	72.35	240.67	294.55	18.71	22.26	0.61	0.73
Smarteq	0.58	61.35	74.62	26.87	87.90	74.10	-0.67	-7.80	-0.01	-0.08
Funkwerk	6.77	54.56	57.59	125.00	290.20	274.60	13.22	3.25	1.02	0.14

Quellen: DR. KALLIWODA | RESEARCH, Thomson Reuters

## 10.1 Bewertungsabschlag/-zuschlag

Multiples - Peergroup - Communications Technology								
in Mio. € bzw. in € je Aktie	EV/Umsatz		EV/EBIT		KGV		EBIT-Margin	
	2008	2009E	2008	2009E	2008	2009E	2008	2009E
ADVA AG	0.38	0.37	-11.74	-51.35	-11.42	108.50	-3.23	-0.71
CeoTronics	0.89	1.01	6.82	9.52	9.46	13.25	13.09	10.64
Euromicron	0.35	0.29	3.62	3.29	7.51	6.72	9.57	8.89
IVU Traffic	0.61	0.60	16.74	17.01	16.71	13.00	3.63	3.53
InTiCa Systems	0.60	0.68	-4.51	-21.28	-3.80	-16.67	-13.32	-3.21
OHB Technology	0.35	0.28	4.48	3.77	13.11	10.96	7.77	7.56
Smarteq	0.85	1.01	-111.37	-9.57	-58.00	-7.25	-0.76	-10.53
<b>Median</b>	0.60	0.60	3.62	3.29	7.51	10.96	3.63	3.53
<b>Mittelwert</b>	0.58	0.61	5.43	9.94	8.60	5.45	2.39	2.31
Funkwerk AG	0.20	0.21	4.36	17.72	6.64	48.36	4.56	1.18
Premium (+)/Discount (-)	-65.49	-65.43	-19.76	78.32	-11.64	341.26		

DR. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2009

## 11 Kontakt

Funkwerk AG

Im Funkwerk 5  
D-99625 Kölldeda/Thüringen

Telefon: + 49 (0) 3635 / 600 – 346  
Telefax: + 49 (0) 3635 / 600 – 507  
Head of IR: Herr Jörg Reichenbach  
Internet: ir@funkwerk.com

<b>DR. KALLIWODA   RESEARCH</b> GmbH Primary Research   Fair Value Analysis   International Roadshows		Unterlindau 22 60323 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 www.kalliwoda.com
<b>Head:</b> <b>Dr. Norbert Kalliwoda</b> E-Mail: <a href="mailto:nk@kalliwoda.com">nk@kalliwoda.com</a>	CEFA-Analyst; University of Frankfurt Economics; Dipl.-Kfm.	<u>Sectors:</u> IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials
<b>Michael John</b> E-Mail: <a href="mailto:mj@kalliwoda.com">mj@kalliwoda.com</a>	Dipl.-Ing. (Aachen)	<u>Sectors:</u> Chemicals, chemical engineering, basic metals, renewable energies, laser/physics
<b>Dr. Thomas Krassmann</b> E-Mail: <a href="mailto:tk@kalliwoda.com">tk@kalliwoda.com</a>	Dipl.-Geologist, M.Sc.; University of Göttingen & Rhodes University, South Africa;	<u>Sectors:</u> Raw Materials, Mining, Precious Metals, Gem stones.
<b>Wolfgang Neuner</b> E-Mail: <a href="mailto:wn@kalliwoda.com">wn@kalliwoda.com</a>	MBA (Candidate 2009 Uni. Iowa (US)) and Dipl.-Kfm. (Major Finance and Monetary Economics 2009).	<u>Sectors:</u> Banks, Financial Services, Real Estates - REITS.
<b>Dr. Christoph Piechaczek</b> E-Mail: <a href="mailto:cp@kalliwoda.com">cp@kalliwoda.com</a>	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
<b>Dr. Erik Schneider</b> E-Mail: <a href="mailto:es@kalliwoda.com">es@kalliwoda.com</a>	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
<b>David Schreindorfer</b> E-Mail: <a href="mailto:ds@kalliwoda.com">ds@kalliwoda.com</a>	MBA, Economic Investment Management; Univ. Frankfurt/ Univ. Iowa (US).	<u>Sectors:</u> IT/Logistics; Quantitative Modelling
<b>Hellmut Schaarschmidt;</b> E-Mail: <a href="mailto:hs@kalliwoda.com">hs@kalliwoda.com</a>	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt.	<u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
<b>Nele Rave</b> E-Mail: <a href="mailto:nr@kalliwoda.com">nr@kalliwoda.com</a>	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



## 12 DISCLAIMER

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