

31. August 2012

Europa | Deutschland | Communication

DR. KALLIWODA
RESEARCH GmbH

Update

KAUFEN

Kursziel: EUR 4,00

Überblick

Branche:	Technologie
Land:	Deutschland
Reuters:	FEWG.DE
WKN	575 314
Webseite:	funkwerk.com

Kurs aktuell:		2,72
	Hoch	Tief
Kurs 52 W.:	5,15	2,15
Marktkap. (Mio. CAD)		22,04
Anzahl Aktien (in Mio.)		8,06

Aktionärsstruktur

Streubesitz	47,17%
HÖRMANN Funkwerk Holding G	52,83%

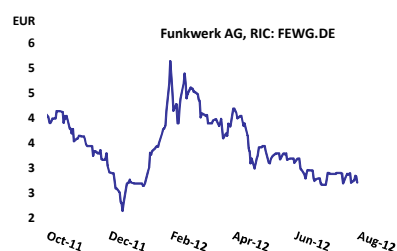
Performance

4 Wochen	-5,9%
13 Wochen	-18,8%
26 Wochen	-34,5%
52 Wochen	-35,2%
lfd. Jahr	-6,8%

Dividende

	EUR/Aktie	in %
2009	0,00	0%
2010	0,00	0%
2011	0,00	0%
2012	0,00	0%
2013e	0,00	0%

52-Wochen Chart



Analyst

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

Funkwerk AG

Schwache H1-Zahlen wegen Restrukturierung

- Im ersten Halbjahr 2012 lag der Umsatz der Funkwerk mit EUR 74,2 Mio. leicht unter Vorjahr (EUR 75,5 Mio.). Trotz einer deutlich verbesserten Kostenstruktur sank das EBIT von EUR -4,4 Mio. auf EUR -4,5 Mio., was auf eine Verringerung der Vorräte um EUR 2,3 Mio. infolge eines verbesserten Working-Capital-Managements zurückzuführen war. Aufgrund eines Gewinns aus aufgegebenen Geschäftsbereichen reduzierte sich der Nettoverlust von EUR -6,3 Mio. im H1/11 auf EUR -5,8 Mio.
- Das Umsatzwachstum wurde vom Segment Security Communication getrieben, welches insbesondere von einem Auftrag für die Ausstattung der neuen EZB-Zentrale in Frankfurt mit Videoüberwachungsanlagen profitierte. Dem gegenüber standen geringere Erlöse in den Geschäftsbereichen Traffic & Control Communication und Automotive Communication, welche vor allem auf die Veräußerung von Unternehmensteilen, die seit Juni 2011 durchgeführt wurde, zurückgingen.
- Aufgrund eines geringeren Nettoverlustes und eines Rückgangs der Working-Capital-Investitionen verbesserte sich der operative Cashflow von EUR -11,3 Mio. auf EUR -9,3 Mio. Zusammen mit einem Cashflow aus Investitions- und Finanzierungstätigkeit von EUR 5,3 Mio. bzw. EUR -9,4 Mio. führte dies zu einer Abnahme der Cash-Position im Vergleich zum Januar 2012 um EUR 13,4 Mio. auf EUR 4,5 Mio. Ende Juni 2012 lag die EK-Quote der Funkwerk bei 37,7% und das Net gearing bei 19,8%.
- Als Reaktion auf die Halbjahreszahlen haben wir unsere Schätzungen nach unten angepasst. Für das GJ 2012 gehen wir nun von einem negativen EBIT in Höhe von EUR 1,7 Mio. aus, womit wir vorsichtiger als die Unternehmensguidance sind. Unser neues 12-Monats-Kursziel beträgt EUR 4 (alt: EUR 4,72), entspricht aber einer Kaufempfehlung (alt: Akkumulieren). In der Zukunft sollte die Funkwerk von Investitionen in die Bahninfrastruktur sowie einer verstärkten Nachfrage nach Telematik- und „Connectivity“-Lösungen im Automobilbereich profitieren.

Key Figures

EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
Umsatz	290,20	218,44	168,64	164,57	164,90	180,89
EBITDA	29,61	-2,15	5,38	4,65	5,05	8,63
EBIT	14,03	-13,60	-1,68	-3,15	-1,71	1,22
Nettoergebnis	8,20	-40,75	-24,88	-15,94	-4,73	-0,62
EPS	1,02	-5,06	-3,08	-1,98	-0,58	-0,08
BVPS	16,12	11,06	7,98	6,04	5,42	5,35
RoE	6,33%	-37,28%	-32,40%	-28,18%	-10,21%	-1,42%
EBIT-Marge	4,84 %	-6,22 %	-1,00 %	-1,92 %	-1,04 %	0,67 %
P/E	2,70	neg	neg	neg	neg	neg
P/BVPS	0,17	0,25	0,34	0,45	0,51	0,51
EV/EBITDA	1,04	neg	5,72	6,61	6,09	3,56

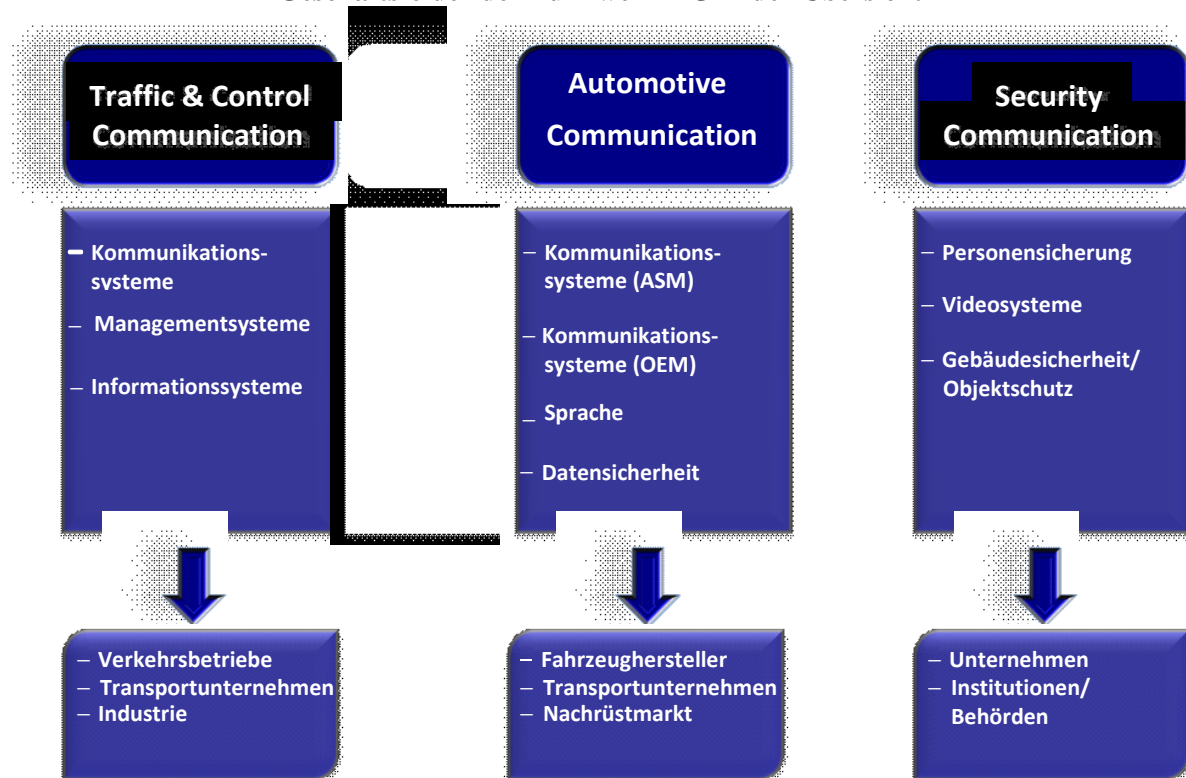
Inhaltsverzeichnis

1	Unternehmensprofil	3
2	Bewertung	4
3	H1/12-Ergebnisse.....	5
4	Ausblick.....	8
5	Aktie und Aktionärsstruktur	10
6	Gewinn- und Verlustrechnung.....	11
7	Bilanz.....	12
8	Kapitalflussrechnung.....	13
9	Finanzkennzahlen.....	13

1 Unternehmensprofil

Die Funkwerk AG ist ein mittelständischer Technologiekonzern und spezialisiert auf lösungsorientierte Informations- und Kommunikationssysteme für die Zielgruppen Transport, Verkehr, Fahrzeuge, Sicherheit und Datennetze. Der Funkwerk-Konzern verfügt mit den Geschäftsbereichen Traffic & Control Communication, Automotive Communication und Security Communication 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.

Geschäftsfelder der Funkwerk AG in der Übersicht



Quelle: Unternehmen

2 Bewertung

Wir haben die Funkwerk mithilfe unseres DCF-Modells bewertet, welches ein 12-Monats-Kursziel von EUR 4,00 ergibt. Auf dem aktuellen Marktniveau entspricht dies einem Upside von 45,4%.

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 08/2012)

in EUR Mio.	Phase 1								
	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Umsatz	164,90	180,89	197,72	215,51	233,83	252,07	265,68	274,98	280,48
(Veränd. ggü. Vj.)	0,2%	9,7%	9,3%	9,0%	8,5%	7,8%	5,4%	3,5%	2,0%
Betriebsergebnis	-1,71	1,22	3,47	5,10	6,96	7,22	7,60	7,58	7,46
(Operative-Marge)	-1,0%	0,7%	1,7%	2,3%	2,9%	2,8%	2,8%	2,7%	2,6%
NOPLAT	-2,07	0,85	2,43	3,57	4,87	5,06	5,32	5,31	5,22
+ Abschreibungen	6,76	7,42	8,11	8,84	9,59	10,33	10,89	11,27	11,50
= Operativer Netto-Cashflow	4,69	8,27	10,53	12,40	14,46	15,39	16,21	16,58	16,72
- Investitionen (CAPEX und WC)	-6,47	-10,04	-10,68	-11,39	-12,03	-12,57	-12,24	-11,86	-11,46
CAPEX	-7,48	-9,04	-9,77	-10,56	-11,34	-12,08	-12,38	-12,51	-12,52
Working Capital	1,01	-1,01	-0,91	-0,83	-0,69	-0,48	0,13	0,65	1,06
Freier Cashflow (FCF)	-1,77	-1,78	-0,15	1,01	2,42	2,82	3,97	4,72	5,26
Barwert der FCFs	-1,72	-1,57	-0,12	0,75	1,65	1,77	2,28	2,48	2,54

BW der FCFs in offener Periode	8,06
BW des Endwerts	30,10
Unternehmenswert	38,16
+ Nettoliquidität / - Nettoschulden (30 Juni 2012)	-8,47
+ Investitionen / - Minderheiten	0,00
Wert des Eigenkapitals	29,69
Anzahl der Aktien (Mio.)	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)	3,67
Fairer Wert je Aktie in € (in 12 Monaten)	4,00

Sensitivitätsanalyse		Terminal EBIT margin						
		-0,4%	0,6%	1,6%	2,6%	3,6%	4,6%	5,6%
WACC	6,1%	-2,89	1,10	5,10	9,10	13,09	17,09	21,09
	7,1%	-2,20	0,78	3,75	6,72	9,69	12,66	15,63
	8,1%	-1,77	0,53	2,83	5,13	7,43	9,73	12,03
	9,1%	-1,49	0,34	2,17	4,00	5,83	7,66	9,49
	10,1%	-1,30	0,18	1,67	3,15	4,64	6,12	7,61
	11,1%	-1,18	0,05	1,27	2,50	3,73	4,95	6,18

Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH

3 H1/12-Ergebnisse

Umsatz

Im ersten Halbjahr 2012 erwirtschaftete die Funkwerk einen Umsatz von EUR 74,2 Mio. (H1/11: EUR 75,5 Mio.), im Q2/12 stiegen die Erlöse aber um 2,2% auf EUR 40,7 Mio. Der Grund für den Rückgang um 1,8% im H1/12 waren aufgegebenen Geschäftsbereiche (vor allem das Nachrüstgeschäft des Bereichs Automotive Communication sowie das Segment Enterprise Communication), welche in den H1/11-Ergebnissen noch berücksichtigt wurden. Diese hatten auch einen wesentlichen Einfluss auf den Auftragseingang und -bestand, der sich im Jahresvergleich um 14,2% (EUR 71,7 Mio.) bzw. 10,1% (EUR 95,4 Mio.) verringerte.

Auf der Ebene der einzelnen Geschäftsbereiche konnte im H1/12 nur das Segment Security Communication (SC) seinen Umsatz steigern (+11,2% auf EUR 25,1 Mio.). Der Grund war insbesondere ein Auftrag von der Europäischen Zentralbank, deren neuen Hauptsitz in Frankfurt die Funkwerk seit Anfang 2012 mit Videoüberwachungsanlagen und entsprechender Vernetzung ausstattet. Der Auftrag hat ein Volumen von EUR 5 Mio. und soll bis zum Geschäftsjahr 2014 abgeschlossen werden. Weitere wichtige Projekte waren im H1/12 ein Auftrag von den Verkehrsbetrieben in Köln, die ihre Anlagen mit digitalen Komponenten der Funkwerk ausbauen, sowie von Saab in Schweden.

Die weiteren Geschäftsbereiche der Funkwerk, Traffic & Control Communication (TCC) und Automotive Communication (AC), verzeichneten allesamt Umsatzrückgänge. Im Segment TCC gingen die Erlöse um 14,1% auf EUR 38,8 Mio. zurück und im AC um 10,7% auf EUR 11,3 Mio. Der Grund waren vor allem die seit Juni 2011 aufgegebenen Geschäftsbereiche und Produktlinien (bspw. Funkwerk Avionics GmbH, Produktlinie Sportanzeiger der Funkwerk Information Technologies Karlsfeld GmbH). Im Bereich TCC führten Verzögerungen bei der Zulassung des neuen SIL-4-Stellwerkssystems Alister durch das Eisenbahnbundesamt zur Abtretung vom Folgeprojekt mit der Deutschen Bahn AG. In der Konsequenz musste Funkwerk die Anzahlung für den Auftrag vom GJ 2011 rückerstatten und der Auftragseingang bzw. –bestand des Unternehmens minderte sich um EUR 2,9 Mio.

H1/12 ggü. Vorjahr

H1/2012 ggü. Vorjahr			
in EUR Mio.	H1 2012	H1 2011	Veränd. (%)
Umsatz	74.15	75.51	-1.8%
EBITDA	-1.47	-1.17	26.1%
EBITDA-Marge	-2.0%	-1.5%	
EBIT	-4.52	-4.42	2.2%
EBIT-Marge	-6.1%	-5.9%	
Nettoergebnis	-5.78	-6.34	-8.8%
Umsatzrendite	-7.8%	-8.4%	

Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

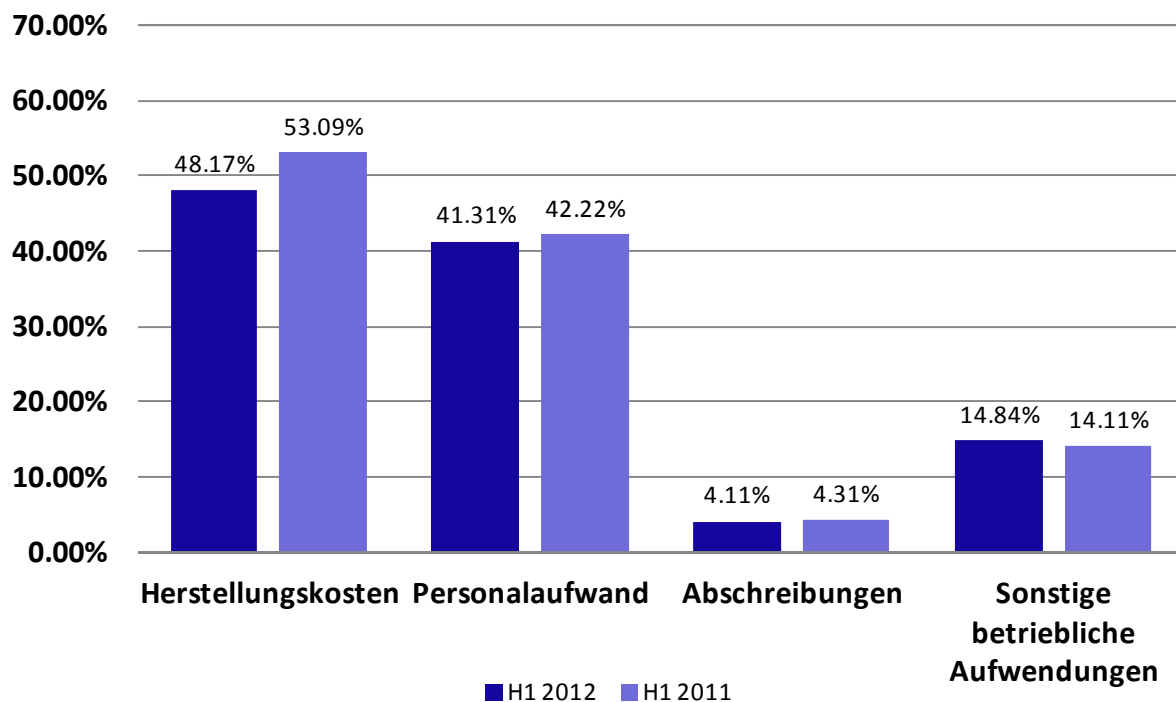
Umsatz und EBIT-Margen nach Geschäftsbereichen

Umsatz und EBIT-Margen nach Segmenten H1/12 ggü. H1/11				
	H1 2012	H1 2011	H1 2012	H1 2011
Traffic & Control Communication			Security Communication	
Umsatz EUR Mio.	38,83	45,20	Umsatz EUR Mio.	25,10
Anteil am Gesamtumsatz	52,4%	59,9%	Anteil am Gesamtumsatz	33,8%
EBIT-Marge	3,3%	0,8%	EBIT-Marge	-12,8%
Automotive Communication			Funkwerk AG (nach Konsolidierung)	
Umsatz EUR Mio.	11,28	12,63	Gesamtumsatz	74,15
Anteil am Gesamtumsatz	15,2%	16,7%	Veränd. ggü. Vj	-1,8%
EBIT-Marge	-7,8%	-15,4%		

Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

Profitabilität

Anteil am Umsatz H1/12 ggü. H1/11



Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

Im ersten Halbjahr 2012 lag das EBIT vor Restrukturierungsaufwendungen bei EUR -4,5 Mio. und damit etwas unterhalb des Vorjahres (EUR -4,4 Mio.). Der Grund war ein Rückgang des Bestandes an fertigen und unfertigen Erzeugnissen von EUR -2,3 Mio., der sich entsprechend auf die Gesamtleistung auswirkte. Es ist jedoch positiv hervorzuheben, dass die Funkwerk enorme Fortschritte bei der Kosteneffizienz gemacht hat. Insbesondere konnte trotz der im GJ 2011 und 2012 zum ersten Mal wieder gewährten Lohn- und Gehaltsteigerungen die Personalkostenquote reduziert werden.

Im Vergleich zum H1/11 verbesserte sich das Nettoergebnis leicht von EUR -6,3 Mio. auf EUR -5,8 Mio. Dabei konnten ein infolge einer höheren Inanspruchnahme von kurzfristigen Darlehen verringertes Zinsergebnis und höhere Restrukturierungsaufwendungen durch ein positives Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen in Höhe von EUR 1,6 Mio. mehr als ausgeglichen werden.

Bilanz und Cashflow

Ende Juni 2012 waren die wichtigsten Bilanzpositionen der Funkwerk (1) Eigenkapital in Höhe von EUR 42,9 Mio. (2) Vorräte von 33,2 Mio. sowie (3) Forderungen aus Lieferungen und Leistungen in Höhe von EUR 23,2 Mio. Zum 30 Juni 2012 hatte das Unternehmen zinstragende Verbindlichkeiten im Wert von EUR 16,5 Mio. (davon EUR 12,8 Mio. an langfristigen Pensionsverpflichtungen) sowie liquide Mittel (Cash plus kurzfristige finanzielle Vermögenswerte) von EUR 8 Mio. Folglich lag die Nettoverschuldung bei EUR 8,5 Mio.

Trotz des hohen Nettoverlustes verbesserte sich der operative Cashflow von EUR -11,3 Mio. im H1/11 auf EUR -9,3 Mio. Der Grund war ein Rückgang der Working-Capital-Investitionen von EUR 8,7 Mio. im Vorjahr auf EUR 2,8 Mio. Im Unterschied zum H1/11 fiel der Cashflow aus Investitionstätigkeit mit EUR 5,3 Mio. positiv aus, da die Funkwerk Zuflüsse aus Unternehmensverkäufen in Höhe von EUR 8,7 Mio. verbuchte. Aufgrund der Rückzahlung von kurzfristigen Kreditlinien, die die Funkwerk zur Finanzierung ihrer operativen Tätigkeit in Anspruch nehmen musste, war jedoch der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit mit EUR -9,4 Mio. deutlich negativ. Insgesamt nahmen zwischen Januar und Juni 2012 die liquiden Mittel um EUR 13,4 Mio. auf EUR 4,5 Mio. ab.

4 Ausblick

Trotz der andauernden Restrukturierung, die das Unternehmen neu aufstellen und effizienter machen soll bspw. durch ein neues einheitliches ERP-System und verbessertes Working-Capital-Management, will die Funkwerk im Geschäftsjahr 2012 einen Umsatz auf Vorjahresniveau sowie ein ausgeglichenes bzw. nur leicht negatives EBIT ausweisen. Obwohl das vierte Quartal normalerweise bei weitem das stärkste ist, sind wir bei unserer Prognose aufgrund der Euro-Schuldenkrise und der schwächelnden Konjunktur, die vor allem Auswirkungen auf das Investitionsverhalten der öffentlichen Auftraggeber hat, vorsichtiger als die Funkwerk. Zudem entwickelt sich der Markt für Kommunikations- und Infosysteme für die Bahnindustrie weiterhin schwach.

Einer der Ziele des Restrukturierungsprogramms der Funkwerk ist die Fokussierung des Produktportfolios auf margenstarke Produkte und Erschließung neuer Absatzmärkte, insbesondere über internationale Partner. Das Unternehmen investiert stark in Forschung und Entwicklung, was sich in der Gewinn- und Verlustrechnung an den hohen aktivierten Eigenleistungen ablesen lässt.

Im Bereich TCC konzentriert sich die Funkwerk auf die Entwicklung des Alister-Stellwerksystem nach dem SIL-4-Sicherheitsstandard, für das sich das Genehmigungsverfahren durch das Eisenbahnbundesamt verzögert. Zudem sieht sich das Unternehmen einer steigenden Nachfrage nach vereinfachten Fahrgast- und Anzeigensystemen ausgesetzt bspw. aus Lettland oder Russland.

Im Segment AC bilden Telematiklösungen für Carsharing („Pay-as-you-drive“) sowie die Vernetzung von Handys und Smartphones mit der Autoelektronik den Schwerpunkt der F&E-Aktivitäten. Das Thema „Connectivity“ wird für die Automobilbranche immer wichtiger und spielt insbesondere bei Premium-Fahrzeugen eine große Rolle.

Im Bereich SC arbeitet die Funkwerk vor allem an der Entwicklung des analogen Moduls MTR 452, der Verbesserung der Hochfrequenzeigenschaften ihrer Funkmodule, der Übertragungstechnik VNS sowie DECT-Over-IP-Systemen.

Unsere Schätzungen 2012E-14E

Unsere Schätzungen 2012E - 2014E						
in EUR Mio.	2012E		2013E		2014E	
	neu	alt	neu	alt	neu	alt
Umsatz	164,90	166,00	180,89	180,00	197,72	194,00
EBITDA	5,05	8,00	8,63	11,00	11,57	17,00
EBITDA-Marge	3,1%	4,8%	4,8%	6,1%	5,9%	8,8%
EBIT	-1,71	0,00	1,22	4,00	3,47	9,00
EBIT-Marge	-1,0%	0,0%	0,7%	2,2%	1,8%	4,6%
Nettoergebnis	-4,73	0,00	-0,62	2,00	0,89	6,00
Umsatzrendite	-2,9%	0,0%	-0,3%	1,1%	0,4%	3,1%

Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH

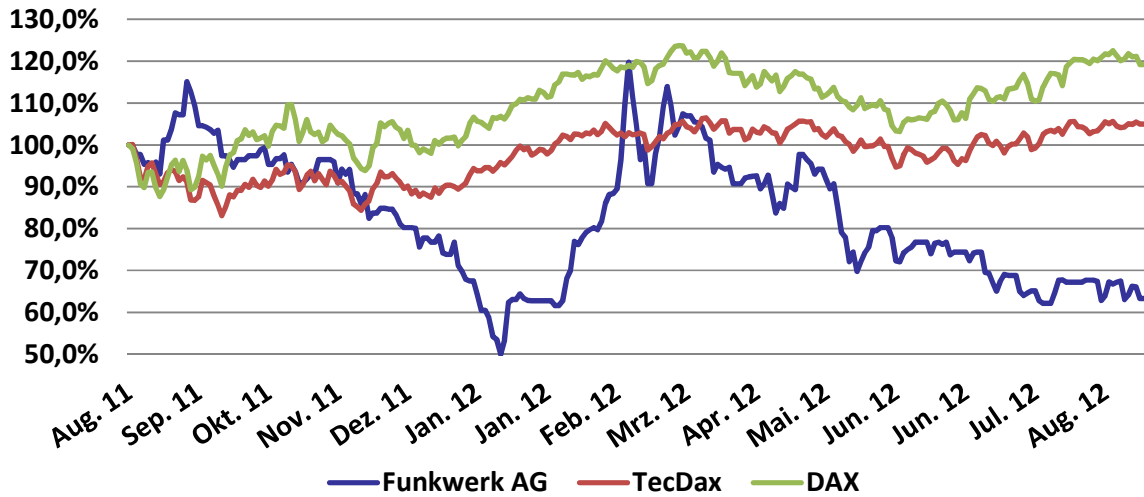
Umsatzschätzungen nach Geschäftsbereichen 2012E-14E

Umsatzschätzungen nach Segmenten 2012E-2014E			
in EUR Mio.	2012E	2013E	2014E
Traffic & Control Communication	87.40	95.69	104.39
Veränd. ggü. Vj	-11.9%	9.5%	9.1%
Anteil am Gesamtumsatz	53.0%	52.9%	52.8%
Automotive Communication	25.72	27.95	30.25
Veränd. ggü. Vj	0.6%	8.6%	8.2%
Anteil am Gesamtumsatz	15.6%	15.5%	15.3%
Security Communication	53.43	58.88	64.65
Veränd. ggü. Vj	13.4%	10.2%	9.8%
Anteil am Gesamtumsatz	32.4%	32.6%	32.7%
Konsolidierung	-1.65	-1.63	-1.58
Gesamtumsatz	164.90	180.89	197.72

Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH

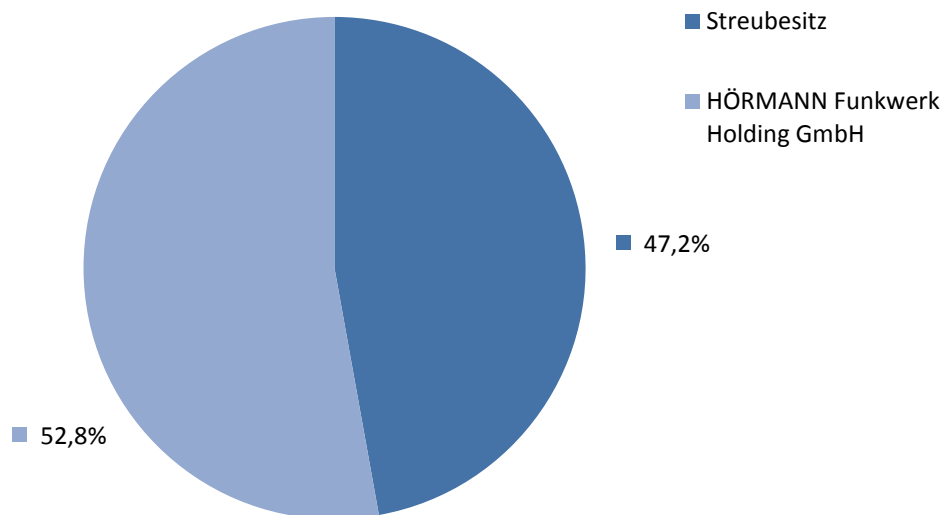
5 Aktie und Aktionärsstruktur

Entwicklung des Aktienkurses



Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH

Aktionärsstruktur



Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH

6 Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung - Funkwerk AG						
in EUR Mio.	Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
Umsatzaufteilung						
Traffic & Control Communication	122,59	105,37	102,65	99,22	87,40	95,69
Automotive Communication	49,48	28,49	30,54	25,58	25,72	27,95
Enterprise Communication	30,26	29,70	28,31	27,77	0,00	0,00
Security Communication	87,87	54,89	49,47	47,11	53,43	58,88
Konsolidierung	0,00	0,00	-42,33	-35,11	-1,65	-1,63
Umsatzerlöse	290,20	218,44	168,64	164,57	164,90	180,89
Bestandsveränderungen	-5,98	2,22	0,44	-1,94	0,28	0,63
Aktivierte Eigenleistungen	12,24	10,65	7,35	5,64	5,64	5,64
Gesamtleistung	296,47	231,31	176,43	168,27	170,82	187,16
Herstellungskosten	-143,02	-114,45	-90,25	-83,82	-82,34	-90,21
Rohergebnis	153,45	116,86	86,18	84,45	88,49	96,95
Sonstige betriebliche Erträge	17,56	12,49	6,84	6,66	3,66	3,73
Personalaufwand	-97,53	-92,21	-63,36	-62,49	-68,33	-74,68
Abschreibungen	-15,58	-11,45	-7,06	-7,80	-6,76	-7,42
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-43,86	-39,28	-24,28	-23,97	-18,76	-17,37
Betriebsergebnis	14,03	-13,60	-1,68	-3,15	-1,71	1,22
Wertminderungen	0,00	-19,79	-11,25	-5,28	0,00	0,00
Restrukturierungskosten	-0,81	-8,86	-2,00	-4,69	-1,85	0,00
Finanzergebnis	-1,93	-2,21	-1,67	-2,22	-2,00	-2,10
Ergebnis vor Steuern (und Minderheitsanteilen)	11,29	-44,45	-16,61	-15,34	-5,56	-0,88
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-2,84	4,23	-6,09	-3,61	-1,17	0,27
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	2,00	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	-4,73	-0,62
EPS	1,02	-5,06	-3,08	-1,98	-0,58	-0,08
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%	0,20%	9,70%
Gesamtleistung	n.a.	-21,98%	-23,73%	-4,62%	1,51%	9,56%
Herstellungskosten	n.a.	-19,98%	-21,14%	-7,13%	-1,77%	9,56%
Rohergebnis	n.a.	-23,84%	-26,26%	-2,00%	4,77%	9,56%
Personalaufwand	n.a.	-5,45%	-31,29%	-1,38%	9,35%	9,29%
Abschreibungen	n.a.	-26,53%	-38,34%	10,53%	-13,33%	9,70%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	n.a.	-10,44%	-38,18%	-1,28%	-21,72%	-7,42%
Betriebsergebnis	n.a.	-196,88%	-87,62%	87,28%	-45,80%	-171,22%
Wertminderungen	n.a.	#DIV/0!	-43,16%	-53,08%	-100,00%	n.a.
Restrukturierungskosten	n.a.	995,67%	-77,39%	134,18%	-60,58%	n.a.
Finanzergebnis	n.a.	14,12%	-24,16%	32,52%	-9,79%	5,00%
Ergebnis vor Steuern (und Minderheitsanteilen)	n.a.	-493,71%	-62,64%	-7,63%	-63,77%	-84,11%
Steuern vom Einkommen und Ertrag	n.a.	-249,01%	-244,08%	-40,73%	-67,66%	-122,71%
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%	-33,55%	n.a.
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	n.a.	-597,05%	-38,95%	-35,94%	-70,35%	-86,91%
EPS	n.a.	-596,08%	-39,13%	-35,71%	-70,54%	-86,91%
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 %	101,30 %	110,98 %
Herstellungskosten	-84,81 %	-67,87 %	-53,52 %	-50,93 %	-49,93 %	-49,87 %
Rohergebnis	90,99 %	69,30 %	51,10 %	51,32 %	53,66 %	53,60 %
Personalaufwand	-57,83 %	-54,68 %	-37,57 %	-37,97 %	-41,44 %	-41,28 %
Abschreibungen	-9,24 %	-6,79 %	-4,19 %	-4,74 %	-4,10 %	-4,10 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-26,01 %	-23,29 %	-14,40 %	-14,57 %	-11,38 %	-9,60 %
Betriebsergebnis	8,32 %	-8,06 %	-1,00 %	-1,92 %	-1,04 %	0,67 %
Wertminderungen	0,00 %	-11,73 %	-6,67 %	-3,21 %	0,00 %	0,00 %
Restrukturierungskosten	-0,48 %	-5,26 %	-1,19 %	-2,85 %	-1,12 %	0,00 %
Finanzergebnis	-1,15 %	-1,31 %	-0,99 %	-1,35 %	-1,21 %	-1,16 %
Ergebnis vor Steuern (und Minderheitsanteilen)	6,70 %	-26,36 %	-9,85 %	-9,32 %	-3,37 %	-0,49 %
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-1,68 %	2,51 %	-3,61 %	-2,19 %	-0,71 %	0,15 %
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 %	1,21 %	0,00 %
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	4,86 %	-24,17 %	-14,75 %	-9,69 %	-2,87 %	-0,34 %

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	11,03	7,88
Vorräte	46,19	42,57	43,56	35,61	34,19	36,60
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	50,70	25,28	27,63	33,99	33,38	35,88
Forderungen aus Projekten	18,61	15,21	8,02	4,73	4,74	5,20
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	9,35	8,03	4,54	2,66	2,67	2,93
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	0,64	0,95	3,97	12,00	12,02	13,19
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	98,03	101,67
Sachanlagen	19,15	16,80	14,22	12,25	12,95	13,65
Sonstige immaterielle Vermögenswerte	28,43	13,62	16,39	9,46	9,48	10,40
Goodwill	19,07	19,27	19,27	15,14	15,14	15,14
Anlagen at-equity	0,00	1,53	0,00	0,00	-0,60	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	36,98	39,20
Aktiva	220,10	167,85	149,69	157,91	135,01	140,87
Passiva						
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	33,73	23,26	29,37	27,94	26,88	28,83
Sonstige Verbindlichkeiten	28,49	27,72	26,50	26,75	26,80	29,40
Abgegrenzte Investitionszuwendungen	0,18	0,40	0,14	0,09	0,09	0,10
Finanzverbindlichkeiten	0,34	2,26	0,42	12,89	12,39	11,89
Rückstellungen	10,77	11,29	14,32	11,53	11,56	12,68
Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	15,66	0,00	0,00
Kurzfristige Verbindlichkeiten	73,51	64,94	70,75	94,85	77,71	82,89
Langfristige Bankverbindlichkeiten	0,03	0,02	0,01	0,00	0,00	0,00
Leasingverbindlichkeiten	12,64	13,02	12,53	12,82	12,85	14,09
Latente Investitionszuwendungen	1,36	0,75	0,87	0,52	0,52	0,57
Latente Steuerverbindlichkeiten	3,01	0,00	1,07	1,07	0,00	0,00
Langfristige Verbindlichkeiten	17,04	13,79	14,48	14,41	13,37	14,66
Summe Verbindlichkeiten	90,55	78,73	85,23	109,25	91,08	97,55
Summe Eigenkapital	129,55	89,10	64,46	48,66	43,93	43,32
Minderheitenanteile	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
Passiva	220,10	167,85	149,69	157,91	135,01	140,87

Dr. Kalliwoda | Research © 2012

8 Kapitalflussrechnung

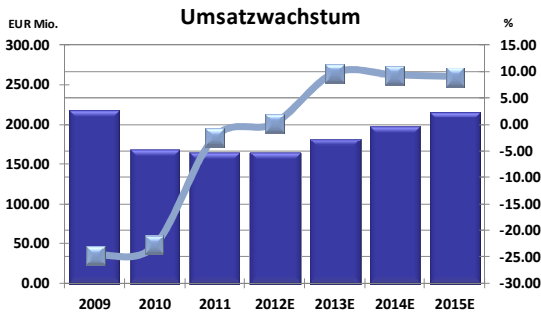
Kapitalflussrechnung - Funkwerk AG						
in EUR Mio.	Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	8,20	-40,75	-24,88	-15,94	-4,73	-0,62
Abschreibungen	15,58	11,45	7,06	7,80	6,76	7,42
Change of working capital	0,64	19,13	1,70	-1,47	1,01	-1,01
Others	2,07	17,39	20,49	3,68	-1,04	1,12
Operativer Cashflow netto	26,49	7,21	4,36	-5,93	2,00	6,91
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-14,60	-12,35	-12,59	-0,51	-7,48	-9,04
Freier Cashflow	11,89	-5,14	-8,23	-6,44	-5,48	-2,12
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-4,25	1,91	-1,85	12,33	-0,92	-1,02
Veränderung der Cash-Position	7,64	-3,22	-10,09	5,90	-6,40	-3,14
Cash zu Beginn der Periode	17,73	25,37	22,14	12,06	17,42	11,03
Cash am Ende der Periode	25,37	22,14	12,06	17,95	11,03	7,88

Dr. Kalliwoda | Research © 2012

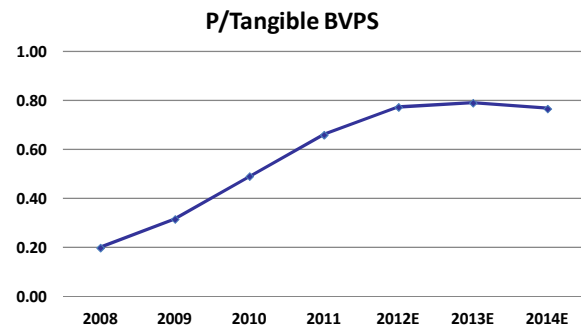
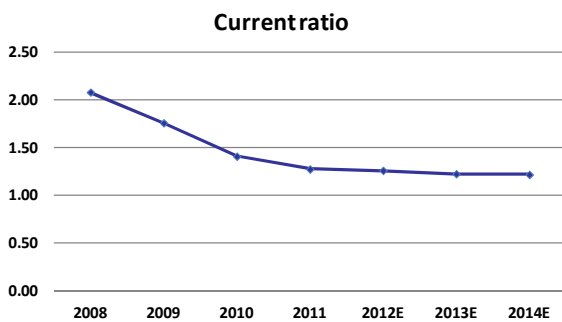
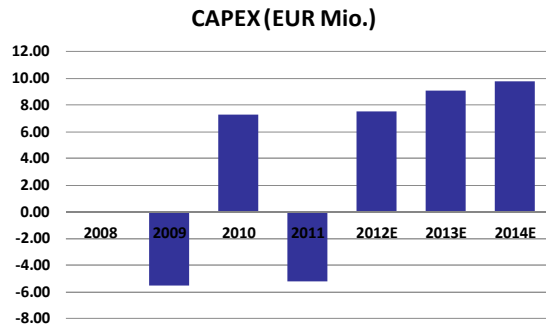
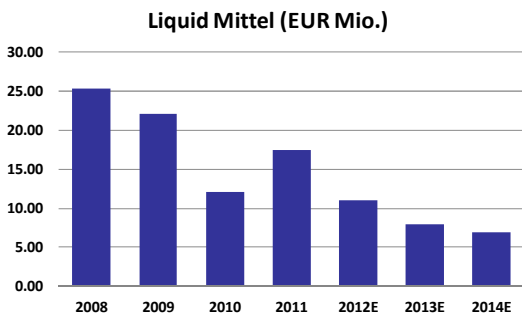
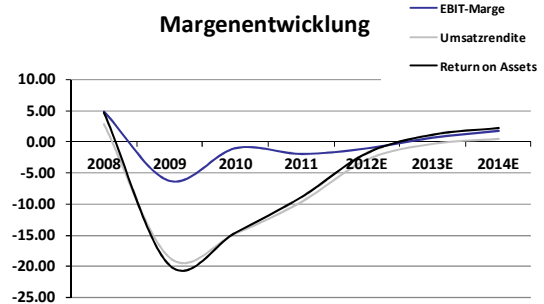
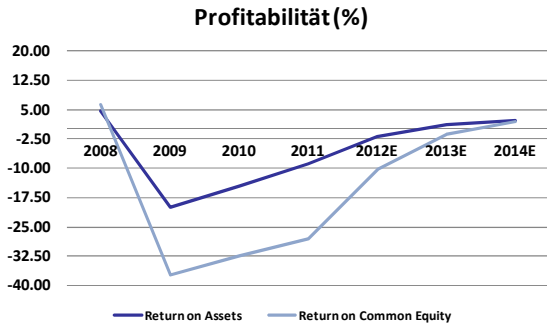
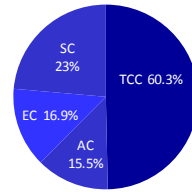
9 Finanzkennzahlen

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%	3,06%	4,77%	5,85%	6,47%
EBIT-Marge	4,73%	-5,88%	-0,95%	-1,87%	-1,00%	0,65%	1,70%	2,30%
Umsatzrendite	2,77%	-17,62%	-14,10%	-9,47%	-2,77%	-0,33%	0,43%	0,88%
Return on equity (ROE)	6,33%	-37,28%	-32,40%	-28,18%	-10,21%	-1,42%	2,02%	4,33%
Return on assets (ROA)	4,60%	-19,87%	-14,62%	-8,92%	-1,86%	1,07%	2,13%	2,78%
Return on capital employed (ROCE)	7,17%	-11,96%	-2,91%	-6,17%	-3,61%	1,47%	4,03%	5,61%
Nettoverschuldung (in EUR Mio.)	-12,99	-7,78	-3,07	11,95	2,19	4,91	5,42	4,77
Net gearing	-10,03%	-8,74%	-4,76%	24,55%	4,98%	11,34%	12,26%	10,34%
Eigenkapitalquote	58,86%	53,08%	43,06%	30,81%	32,54%	30,75%	29,78%	29,32%
Current ratio	2,08	1,76	1,41	1,28	1,26	1,23	1,22	1,22
Quick ratio	1,04	0,74	0,62	0,67	0,73	0,69	0,68	0,68
Net interest cover	7,26	-6,16	-1,01	-1,42	-0,85	0,58	1,58	2,22
Nettoverschuldung/EBITDA	-0,44	3,62	-0,57	2,57	0,43	0,57	0,47	0,34
Tangible BVPS	13,74	8,67	5,59	4,16	3,55	3,48	3,59	3,83
Capex/Sales	n.a	2,52%	-4,30%	3,17%	-4,54%	-5,00%	-4,94%	-4,90%
Working capital/Sales	21,05%	17,83%	15,93%	13,19%	12,55%	12,00%	11,44%	10,88%
EV/Sales	0,11	0,14	0,18	0,19	0,19	0,17	0,16	0,14
EV/EBITDA	1,04	-14,32	5,72	6,61	6,09	3,56	2,66	2,21
EV/EBIT	2,19	-2,26	-18,27	-9,76	-18,00	25,28	8,87	6,03
P/Tangible BVPS	0,20	0,32	0,49	0,66	0,77	0,79	0,77	0,72
P/E	2,70	-0,54	-0,89	-1,39	-4,71	-36,03	25,15	11,38
P/FCF	1,87	-4,32	-2,70	-3,45	-4,06	-10,46	-43,59	34,27

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 2 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
Maximilian F. Kaessens E-Mail: mk@kalliwoda.com	Bachelor of Science in Business Administration (Babson College (05/2012), Babson Park, MA (US))	<u>Sectors:</u> Financials, Real Estate
Dr. 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

- a) hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals;
- b) war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt;
- c) hält an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals;
- d) 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.