

24. Mai 2013

Europa | Deutschland | Communication

Update

KAUFEN

Kursziel: EUR 3,20

Überblick

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

Schlusskurs		2,11
	Hoch	Tief
Preis 52W:	3,45	1,80
Marktkap. (EUR Mio.)		17,11
Anzahl der Aktien (Mio.)		8,10

Aktionärsstruktur

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

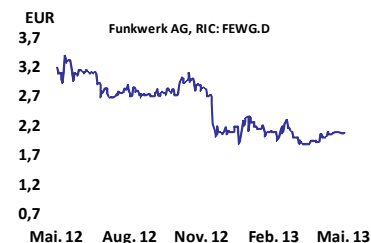
Performance

4 Wochen	2,31%
13 Wochen	4,21%
26 Wochen	-27,59%
52 Wochen	-34,17%
Lfd. Jahr	7,39%

Dividende

	in EUR	in %
2009	0,00	0,00%
2010	0,00	0,00%
2011	0,00	0,00%
2012E	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

Anpassung des Kursziels nach Q1-Zahlen

- Im Q1/13 entwickelten sich die Ergebnisse der Funkwerk schlechter als im Vorjahr. Aufgrund eines starken Preisdrucks sowie einer schwachen Nachfrage seitens öffentlicher Auftraggeber ging der Umsatz um 20,4% auf EUR 22,6 Mio. zurück. Während sich das EBIT von EUR -2,5 Mio. auf EUR -2,9 Mio. reduzierte, fiel das Nettoergebnis von EUR -2,2 Mio. auf EUR -3,4 Mio., was auf einen höheren Steueraufwand sowie einen Verlust aus aufgegebenen Geschäftsbereichen (Microsyst Systemelectronics GmbH) zurückging. Positiv hervorzuheben ist die Entwicklung des Auftragseingangs, der von EUR 29,2 Mio. im Q1/12 auf EUR 33,3 Mio. anstieg.
- Auf Segmentebene entwickelten sich die beiden verbliebenen Bereiche Traffic & Control Communication (TCC) und Security Communication (SC) ähnlich. Während TCC einen Umsatzrückgang von 16,9% auf EUR 14,2 Mio. verbuchte, fielen die Erlöse im Segment SC um 20,7% auf EUR 9,5 Mio. Die EBIT-Marge war in beiden Segmenten negativ.
- Aufgrund eines höheren Nettoverlustes ggü. Vorjahr reduzierte sich der operative Cashflow von EUR -3,8 Mio. im Q1/12 auf EUR -4,3 Mio. Während der Cashflow aus Investitionstätigkeit, der im Vorjahr durch Beteiligungsverkäufe EUR 6,8 Mio. erreichte, auf EUR -1 Mio. fiel, sank der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit von EUR 2,1 Mio. im Q1/12 auf EUR -1,9 Mio. Insgesamt reduzierte sich die Cashposition um EUR 7,1 Mio. auf EUR 5,8 Mio. Ende März 2013 lag das Net gearing der Funkwerk bei 67,5%.
- Aufgrund der schwachen Q1/13-Zahlen reduzieren wir unsere Schätzungen für die Funkwerk, was zu einem leicht reduzierten Kursziel von EUR 3,20 führt (zuvor: EUR 3,30). Längerfristig sehen wir jedoch in allen Geschäftsbereichen international enormes Wachstumspotenzial.

Key Figures

EUR Mio.	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
Umsatz	218,44	168,64	146,94	141,35	141,10	154,22
EBITDA	-2,15	5,38	4,80	7,47	7,30	8,45
EBIT	-13,60	-1,68	-0,48	1,88	1,73	2,35
Nettoergebnis	-40,75	-24,88	-15,94	-16,44	-0,26	0,11
EPS	-5,06	-3,08	-1,98	-2,03	-0,03	0,01
BVPS	11,06	7,98	6,04	3,98	3,95	3,96
RoE	-37,28%	-32,40%	-28,18%	-40,64%	-0,81%	0,33%
EBIT-Marge	-6,22 %	-1,00 %	-0,33 %	1,33 %	1,22 %	1,53 %
P/E	neg	neg	neg	neg	neg	159,84x
P/BVPS	0,19x	0,26x	0,35x	0,53x	0,54x	0,53x
EV/EBITDA	neg	5,01x	5,62x	neg	3,69x	3,19x

Inhaltsverzeichnis

1	Unternehmensprofil	3
2	Bewertung	3
3	Ergebnisse des Q1 2013.....	5
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 Köllda/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 3,20 ergibt. Auf dem aktuellen Marktniveau entspricht dies einem Upside von 51,6%.

DCF-Modell

Discounted Cash Flow Modell (Basis 05/2013)

in EUR Mo.	Phase 1								
	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Umsatz	141,10	154,22	168,10	182,39	196,62	207,23	214,49	219,64	224,03
(Veränd. ggü. Vj.)	-0,2%	9,3%	9,0%	8,5%	7,8%	5,4%	3,5%	2,4%	2,0%
Betriebsergebnis	1,73	2,35	3,33	4,53	6,27	6,60	6,61	6,77	6,68
(Operative-Marge)	1,2%	1,5%	2,0%	2,5%	3,2%	3,2%	3,1%	3,1%	3,0%
NOPLAT	1,21	1,65	2,33	3,17	4,39	4,62	4,63	4,74	4,67
+ Abschreibungen	5,58	6,10	6,64	7,21	7,77	8,19	8,48	8,68	8,86
= Operativer Netto-Cashflow	6,79	7,74	8,97	10,38	12,16	12,81	13,11	13,42	13,53
- Investitionen (CAPEX und WC)	-6,19	-9,60	-10,23	-10,85	-11,37	-11,03	-10,62	-10,38	-10,39
CAPEX	-6,65	-8,68	-9,27	-9,89	-10,44	-10,40	-10,26	-10,20	-10,27
Working Capital	0,47	-0,92	-0,96	-0,96	-0,93	-0,63	-0,35	-0,18	-0,12
Freier Cashflow (FCF)	0,60	-1,86	-1,26	-0,47	0,79	1,78	2,49	3,04	3,14
Barwert der FCF's	0,57	-1,64	-1,02	-0,36	0,55	1,15	1,49	1,68	1,61

BW der FCFs in offener Periode	4,04
BW des Endwerts	29,78
Unternehmenswert	33,82
+ Nettoliquidität / - Nettoschulden (31 März 2013)	-9,82
+ Investitionen / - Minderheiten	0,00
Wert des Eigenkapitals	24,00
Anzahl der Aktien (Mo.)	8,10
WACC	8,1%
Eigenkapitalkosten (COE)	9,7%
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)	2,96
Fairer Wert je Aktie in € (in 12 Monaten)	3,20

Sensitivitätsanalyse		Terminal EBIT margin						
		-0,1%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%
WACC	5,1%	-4,25	0,31	4,87	9,43	13,99	18,55	23,11
	6,1%	-3,20	-0,03	3,14	6,30	9,47	12,64	15,80
	7,1%	-2,59	-0,25	2,09	4,44	6,78	9,12	11,46
	8,1%	-2,21	-0,41	1,40	3,20	5,01	6,81	8,62
	9,1%	-1,96	-0,53	0,90	2,33	3,76	5,19	6,62
	10,1%	-1,79	-0,63	0,53	1,69	2,85	4,01	5,16

Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH

Peer Group Analyse

Die aus unserem DCF-Modell hervorgegangene Bewertung des Unternehmens haben wir zusätzlich, mit Hilfe einer Peer Group Analyse, einer Plausibilitätsprüfung unterzogen. Die Anwendung eines relativen Bewertungsmodells beruht auf dem Gedanken, dass vergleichbare Unternehmen korrespondierende Marktwerte besitzen. Dementsprechend werden vorrangig börsennotierte Unternehmen ausgewählt, welche ähnliche Produkte liefern oder ein gleichartiges Geschäftsmodell besitzen. Eine Analyse der Finanzkennzahlen aller Unternehmen liefert eine Einschätzung, inwiefern das Bewertungsergebnis des Unternehmens auf eine geringe Vergleichbarkeit mit seiner Peergruppe, oder eben auf eine Unter- bzw. Überbewertung zurückzuführen ist.

Die Ausgangsdaten der Vergleichsunternehmen stammen von dem Informationsdienstleister Thomson Reuters. Die zukunftsorientierten Finanzdaten der Vergleichsunternehmen repräsentieren den Mittelwert aller Analystenschätzungen, die über das Produkt ThomsonReutersKnowledge zur Verfügung stehen. Der Marktwert der finanziellen Verbindlichkeiten wird bei allen Unternehmen mit dem Buchwert approximiert.

Peer Group Multiples	Enterprise Value Multiples						Equity Value Multiples				
	EV / Sales		EV / EBITDA		EV / EBIT		Price / Eps		Price / Bvps		
	FY2013	FY2014	FY2013	FY2014	FY2013	FY2014	FY2013	FY2014	FY2013	FY2014	
Peers											
ADVA Optical Networking SE	0,5	0,5	3,9	4,3	12,2	8,9	16,1	12,9	1,1	1,0	
Kapsch TrafficCom AG	1,4	1,1	9,6	33,7	721,0	13,4	n.a.	18,2	2,2	2,0	
Ascom Holding AG	1,1	1,1	11,8	7,5	10,0	9,2	12,3	11,2	1,9	1,8	
Alcatel Lucent SA	0,4	0,3	9,9	6,7	n.a.	21,1	n.a.	n.a.	1,8	1,9	
Intica Systems AG	0,7	0,6	4,0	3,1	27,8	18,6	42,7	18,7	n.a.	n.a.	
OHB AG	0,5	0,5	7,1	6,2	8,9	8,0	13,0	11,4	2,1	1,9	
Smarteq AB (Publ)	0,2	0,1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,2	5,0	
Funkwerk AG	0,3	0,2	5,0	4,3	21,2	15,6	neg.	159,8	0,5	0,5	
Median	0,5	0,5	7,1	6,2	16,7	13,4	14,6	15,6	1,9	1,9	
Mean	0,6	0,6	7,3	9,4	133,5	13,5	21,0	38,7	2,0	2,0	
Peer Benchmark	0,5	0,5	7,1	6,2	16,7	13,4	14,6	15,6	1,9	1,9	
Discount (-)/Premium (+)	-50%	-52%	-29%	-30%	27%	16%	n.a.	927%	-71%	-71%	
Valuation											
Peer Benchmark	0,5	0,5	7,1	6,2	16,7	13,4	14,6	15,6	1,9	1,9	
Funkwerk AG financials	141,1	154,2	7,3	8,4	1,7	2,4	0,0	0,0	3,9	4,0	
Implied Enterprise Value	72,7	76,4	51,8	52,2	28,9	31,5					
+ Cash and Cash Equivalents	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1					
- Financial Debt	27,6	27,6	27,6	27,6	27,6	27,6					
- Pension Liabilities	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0					
- Minority Interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0					
- Preferred Equity	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0					
+ Change in Equity Capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0					
Implied Equity Value	53,2	56,9	32,3	32,7	9,4	12,0					
Number of Shares	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1					
Implied fair value per share	6,6	7,0	4,0	4,0	1,2	1,5	-0,5	0,2	7,4	7,4	
Weights	17%	17%	17%	17%	17%	17%	25%	25%	25%	25%	
Results	4,04						-				
Weights	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	
	5,63										
Premium (Discount) to Peer Benchmark: 0 %											
	5,63										

Source: Dr. Kalliwoda | Research 2013

Auf Basis unserer Peer Multiples liegt der Implied Fair Value bei EUR 5,63 je Aktie.

3 Ergebnisse des Q1 2013

Umsatz

Zwischen Januar und März 2013 erwirtschaftete die Funkwerk einen Umsatz in Höhe von EUR 22,6 Mio., was einem Rückgang von 20,4% gegenüber dem Vorjahr entspricht. Der Grund dafür war vor allem eine zurückhaltende Nachfrage öffentlicher Auftragsgeber sowie ein weiterhin starker Preisdruck. Allerdings entwickelte sich der Auftragseingang im Q1/13 sehr positiv. Im Vergleich zum Vorjahr stieg er von EUR 29,2 Mio. auf EUR 33,3 Mio., während beim Auftragsbestand ein Rückgang um 12,1% auf EUR 76,9 Mio. verbucht wurde.

Auf der Ebene der einzelnen Geschäftsbereiche verzeichneten sowohl Traffic & Control Communication (TCC) als auch Security Communication (SC) Umsatzrückgänge. Im Bereich TCC verringerte sich der Umsatz von EUR 16 Mio. im Vorjahr auf EUR 13,1 Mio., was vor allem auf eine zurückhaltende Investitionsbereitschaft im Inland zurückging. Im Ausland konnten dagegen mehrere neue Aufträge gewonnen werden bspw. aus Russland und Australien für Zugfunkgeräte. Der Bereich SC verzeichnete im Q1/13 einen Umsatzrückgang von EUR 11,5 Mio. auf EUR 9,5 Mio. Hier konnten neue Aufträge bspw. von der Berliner Stadtreinigung für TETRA-basierte Personennotrufanlagen und aus Schweden für Videolösungen akquiriert werden.

Im Segment TCC wurde im Mai 2013 die Tochtergesellschaft microsystem Systemelectronic GmbH aus Weiden veräußert, die im Q1/13-Bericht unter dem „Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen“ auftaucht.

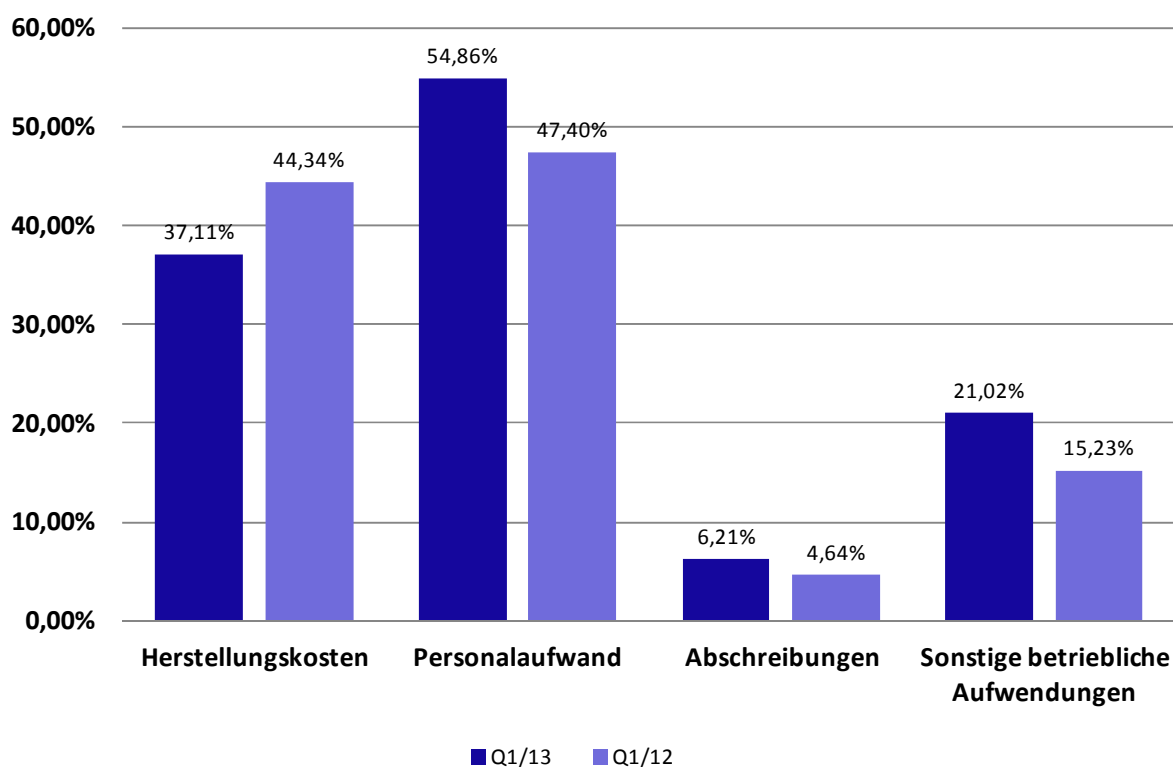
Q1/13 ggü. Vorjahr			
in EUR Mio.	Q1/13	Q1/12	Veränd. (%)
Umsatz	22,61	28,41	-20,4%
EBITDA	-1,49	-1,14	29,9%
EBITDA-Marge	-6,6%	-4,0%	
EBIT (vor Restrukt.)	-2,89	-2,46	17,4%
EBIT-Marge	-12,8%	-8,7%	
Nettoergebnis	-3,36	-2,22	51,0%
Umsatzrendite	-14,9%	-7,8%	

Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

Umsatz und EBIT-Margen nach Segmenten Q1/13 ggü. Q1/12

	Q1/13	Q1/12		Q1/13	Q1/12
Traffic & Control Communication			Security Communication		
Umsatz EUR Mio.	14,16	17,86	Umsatz EUR Mio.	9,54	11,48
Anteil am Gesamtumsatz	62,6%	62,8%	Anteil am Gesamtumsatz	42,2%	40,4%
EBIT-Marge (vor Restrukt.)	-10,7%	7,2%	EBIT-Marge (vor Restrukt.)	-15,0%	-13,6%
Automotive Communication			Funkwerk AG (nach Konsolidierung)		
Umsatz EUR Mio.	0,00	5,15	Gesamtumsatz	22,61	28,41
Anteil am Gesamtumsatz	0,0%	18,1%	Veränd. ggü. Vj	-20,4%	
EBIT-Marge (vor Restrukt.)	n.a	-17,2%			

Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

Rentabilität**Anteil am Umsatz Q1/13 ggü. Q1/12**

Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

Im Q1/13 lag das EBIT vor Restrukturierungsaufwendungen bei EUR -2,9 Mio., nach EUR -2,5 Mio. im Vorjahr. Die Grund dafür war ein deutlich höherer Anteil der Material-, Personal- und sonstigen betrieblichen Kosten im Vergleich zum Vorjahr. Das Nettoergebnis, welches sich von EUR -2,2 Mio. im Vorjahr auf EUR -3,4 Mio. verschlechterte, wurde zusätzlich von einem höheren effektiven Steuersatz (7,2% ggü. 1% im Q1/12) sowie einem Verlust aus aufgegebenen Geschäftsbereichen (microsystemelectronic GmbH) in Höhe von EUR 65 Tsd. negativ beeinflusst.

Bilanz und Cashflow

Zum 31. März 2013 waren die wichtigsten Bilanzpositionen der Funkwerk (1) Eigenkapital in Höhe von EUR 28,9 Mio. (2) Vorräte im Wert von EUR 23,3 Mio. sowie (3) Forderungen aus Lieferungen und Leistungen von EUR 22,1 Mio. Ende März hatte die Funkwerk zinstragende Verbindlichkeiten von EUR 27,6 Mio. (davon langfristige Pensionsverpflichtungen von EUR 12,8 Mio.) sowie liquide Mittel (Cash plus kurzfristige finanzielle Vermögenswerte) von EUR 8,1 Mio. Damit lag das Net gearing bei 67,5% (Q1/12: 57,9%).

Aufgrund des höheren Nettoverlustes sowie Investitionen in das Working Capital von EUR 2,9 Mio. (Q1/12: EUR -0,2 Mio.) verschlechterte sich der operative Cashflow von EUR -3,8 Mio. im Vorjahr auf EUR -4,3 Mio. Ähnlich entwickelte sich der Cashflow aus Investitionstätigkeit (EUR -1 Mio. ggü. EUR 6,8 Mio. im Q1/12), der im Vorjahr durch Portfoliobereinigungen positiv beeinflusst wurde. Da sich zudem der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit infolge von Kreditrückzahlungen von EUR 2,1 Mio. auf EUR -1,9 Mio. reduzierte, verzeichnete die Funkwerk einen Liquiditätsabfluss in Höhe von EUR 7,1 Mio.

4 Ausblick

Nach dem Abschluss der Restrukturierungsmaßnahmen im GJ 2012 (im Q1/13 fielen keine entsprechenden Aufwendungen mehr an) konzentriert sich die Funkwerk nun auf Effizienzverbesserungen in den beiden verbliebenen Geschäftsbereichen Traffic & Control Communication und Security Communication. Die Zielsetzung ist, die Fixkosten und somit die Break-Even-Schwelle zu senken. In diesem Zusammenhang beschloss das Management im Januar 2013 die Aufgabe der Notierung in Frankfurt und den Wechsel in den Freiverkehr bzw. das Mittelstandssegment m:access der Börse München.

Obwohl die Unternehmens-Guidance unverändert von einer stabilen Umsatzentwicklung im GJ 2013 sowie einer weiteren deutlichen Verbesserung des EBIT vor Restrukturierungsaufwendungen im Vergleich zum GJ 2012 ausgeht, sind wir nach den relativ schwachen Q1/13-Zahlen, trotz einer bisher robusten Auftragsentwicklung, vorsichtiger. Für das GJ 2013 erwarten wir nun einen Umsatz in Höhe von EUR 141,1 Mio. (-0,5% ggü. Vj.) sowie ein EBIT von EUR 1,7 Mio. (2012: EUR 1,9 Mio.). Längerfristig bleibt die Funkwerk für uns jedoch ein hochinteressanter Wert, der insbesondere vom starken Wachstum der Bereiche Bahn- und Sicherheitstechnik in Asien, dem Nahen Osten und Russland profitieren sollte. Unsere Prognosen für das Geschäftsjahr 2014 entsprechen in etwa der im Q1/13-Bericht kommunizierten Unternehmens-Guidance (ca. +10% beim Umsatz, steigende EBIT-Marge).

Unsere Schätzungen 2013E-15E

Unsere Schätzungen 2013E - 2015E

in EUR Mio.	2013E		2014E		2015E	
	neu	alt	neu	alt	neu	alt
Umsatz	141,10	145,20	154,22	158,70	168,10	172,99
EBITDA	7,30	6,71	8,45	9,47	9,97	10,70
EBITDA-Marge	5,2%	4,6%	5,5%	6,0%	5,9%	6,2%
EBIT (vor Restrukt.)	1,73	0,76	2,35	2,97	3,33	3,86
EBIT-Marge	1,2%	0,5%	1,5%	1,9%	2,0%	2,2%
Nettoergebnis	-0,26	-0,94	0,11	0,54	0,72	1,09
Umsatzrendite	-0,2%	-0,6%	0,1%	0,3%	0,4%	0,6%

Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH

Umsatzschätzungen nach Geschäftsbereichen 2013E-15E

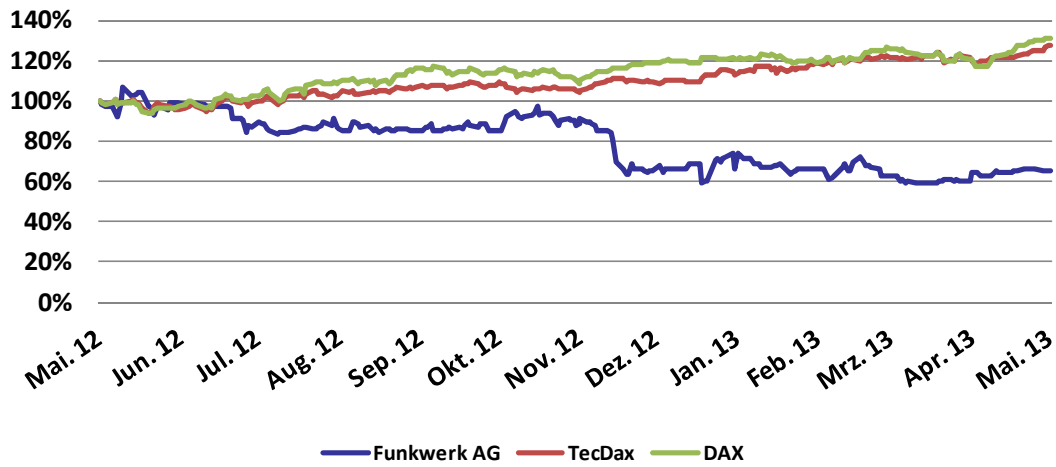
Umsatzschätzungen nach Segmenten 2013E-2015E

in EUR Mio.	2013E	2014E	2015E
Traffic & Control Communication	74,64	81,43	88,59
Veränd. ggü. Vj	-8,2%	9,1%	8,8%
Anteil am Gesamtumsatz	52,9%	52,8%	52,7%
Security Communication	67,73	74,03	80,69
Veränd. ggü. Vj	24,4%	9,3%	9,0%
Anteil am Gesamtumsatz	48,0%	48,0%	48,0%
Konsolidierung	-1,27	-1,23	-1,18
Gesamtumsatz	141,10	154,22	168,10

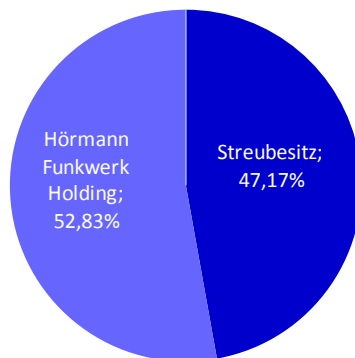
Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH

5 Aktie und Aktionärsstruktur

Entwicklung des Aktienkurses



Aktionärsstruktur



6 Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung - Funkwerk AG						
in EUR Mio.	Geschäftsjahr					
	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
Umsatzaufteilung						
Traffic & Control Communication	105,37	102,65	99,22	81,31	74,64	81,43
Automotive Communication	28,49	30,54	25,58	15,89	0,00	0,00
Enterprise Communication	29,70	28,31	27,77	0,00	0,00	0,00
Security Communication	54,89	49,47	47,11	54,43	67,73	74,03
Konsolidierung	0,00	-42,33	-52,73	-10,29	-1,27	-1,23
Umsatzerlöse	218,44	168,64	146,94	141,35	141,10	154,22
Bestandveränderungen	2,22	0,44	-1,81	-4,10	0,63	0,49
Aktivierete Eigenleistungen	10,65	7,35	3,31	2,15	2,15	2,15
Gesamtleistung	231,31	176,43	148,44	139,40	143,88	156,86
Herstellungskosten	-114,45	-90,25	-70,23	-60,70	-62,65	-68,30
Rohergebnis	116,86	86,18	78,21	78,70	81,23	88,56
Sonstige betriebliche Erträge	12,49	6,84	3,93	5,87	5,98	6,10
Personalaufwand	-92,21	-63,36	-55,74	-55,42	-57,06	-62,05
Abschreibungen	-11,45	-7,06	-5,28	-5,59	-5,58	-6,10
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-39,28	-24,28	-21,60	-21,68	-22,86	-24,17
Betriebsergebnis	-13,60	-1,68	-0,48	1,88	1,73	2,35
Wertminderungen	-19,79	-11,25	-2,50	-1,90	0,00	0,00
Restrukturierungskosten	-8,86	-2,00	-3,34	-5,07	0,00	0,00
Finanzergebnis	-2,21	-1,67	-2,07	-2,12	-2,10	-2,20
Ergebnis vor Steuern (und Minderheitsanteilen)	-44,45	-16,61	-8,40	-7,21	-0,37	0,15
Steuern vom Einkommen und Ertrag	4,23	-6,09	-3,75	-0,80	0,11	-0,05
Sonstige Steuern	-0,52	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	0,00	-2,18	-3,79	-8,42	0,00	0,00
Minderheitsbeteiligungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	-40,75	-24,88	-15,94	-16,44	-0,26	0,11
EPS	-5,06	-3,08	-1,98	-2,03	-0,03	0,01
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Veränderung ggü. Vorjahr						
Umsatzerlöse	n.a.	-22,80%	-12,86%	-3,81%	-0,17%	9,30%
Gesamtleistung	n.a.	-23,73%	-15,86%	-6,09%	3,21%	9,02%
Herstellungskosten	n.a.	-21,14%	-22,18%	-13,57%	3,21%	9,02%
Rohergebnis	n.a.	-26,26%	-9,24%	0,63%	3,21%	9,02%
Sonstige betriebliche Erträge	n.a.	-45,20%	-42,65%	49,48%	2,00%	2,00%
Personalaufwand	n.a.	-31,29%	-12,04%	-0,57%	2,95%	8,75%
Abschreibungen	n.a.	-38,34%	-25,25%	5,89%	-0,17%	9,30%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	n.a.	-38,18%	-11,04%	0,37%	5,41%	5,74%
Betriebsergebnis	n.a.	-87,62%	-71,42%	-491,06%	-8,21%	36,28%
Wertminderungen	n.a.	-43,16%	-77,77%	-23,88%	-100,00%	n.a.
Restrukturierungskosten	n.a.	-77,39%	66,72%	51,72%	-100,00%	n.a.
Finanzergebnis	n.a.	-24,16%	23,91%	2,36%	-1,04%	4,76%
Ergebnis vor Steuern (und Minderheitsanteilen)	n.a.	-62,64%	-49,45%	-14,08%	-94,82%	-140,95%
Steuern vom Einkommen und Ertrag	n.a.	-244,08%	-38,36%	-78,68%	-114,00%	-140,95%
Sonstige Steuern	n.a.	-100,00%	#DIV/0!	n.a.	n.a.	n.a.
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	n.a.	n.a.	n.a.	122,18%	-100,00%	n.a.
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	n.a.	-38,95%	-35,94%	3,12%	-98,41%	-140,95%
EPS	n.a.	-39,13%	-35,71%	2,47%	-98,41%	-140,95%
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	157,41 %	120,07 %	101,02 %	94,87 %	97,92 %	106,75 %
Herstellungskosten	-77,89 %	-61,42 %	-47,79 %	-42,94 %	-44,40 %	-44,29 %
Rohergebnis	79,53 %	58,65 %	53,22 %	55,68 %	57,57 %	57,42 %
Sonstige betriebliche Erträge	8,50 %	4,66 %	2,67 %	4,15 %	4,24 %	3,96 %
Personalaufwand	-62,75 %	-43,12 %	-37,93 %	-39,21 %	-40,44 %	-40,23 %
Abschreibungen	-7,79 %	-4,80 %	-3,59 %	-3,95 %	-3,95 %	-3,95 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-26,73 %	-16,53 %	-14,70 %	-15,34 %	-16,20 %	-15,67 %
Betriebsergebnis	-9,25 %	-1,15 %	-0,33 %	1,33 %	1,22 %	1,53 %
Wertminderungen	-13,47 %	-7,65 %	-1,70 %	-1,35 %	0,00 %	0,00 %
Restrukturierungskosten	-6,03 %	-1,36 %	-2,27 %	-3,59 %	0,00 %	0,00 %
Finanzergebnis	-1,50 %	-1,14 %	-1,41 %	-1,50 %	-1,49 %	-1,43 %
Ergebnis vor Steuern (und Minderheitsanteilen)	-30,25 %	-11,30 %	-5,71 %	-5,10 %	-0,26 %	0,10 %
Steuern vom Einkommen und Ertrag	2,88 %	-4,14 %	-2,55 %	-0,57 %	0,08 %	-0,03 %
Sonstige Steuern	-0,36 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	0,00 %	-1,49 %	-2,58 %	-5,96 %	0,00 %	0,00 %
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	-27,73 %	-16,93 %	-10,85 %	-11,63 %	-0,19 %	0,07 %

Dr. Kalliwoda | Research © 2013

7 Bilanz

Bilanz - Funkwerk AG						
in EUR Mio.	Geschäftsjahr					
	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
Aktiva						
Zahlungsmittel	22,14	12,06	17,42	12,91	10,87	8,56
Vorräte	42,57	43,56	35,61	25,36	25,57	27,50
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	25,28	27,63	33,99	28,90	28,27	30,47
Forderungen aus Projekten	15,21	8,02	4,73	7,74	7,73	8,45
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	8,03	4,54	2,66	2,80	2,79	3,05
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	0,95	3,97	12,00	3,45	3,44	3,76
Assets aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	0,08	0,00	14,63	0,00	0,00	0,00
Summe kurzfristige Vermögenswerte	114,26	99,77	121,05	81,14	78,67	81,79
Sachanlagen	16,80	14,22	12,25	9,54	10,40	11,26
Sonstige immaterielle Vermögenswerte	13,62	16,39	9,46	17,70	17,92	19,65
Goodwill	19,27	19,27	15,14	4,68	4,68	4,68
Anlagen at-equity	1,53	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstige langfristige Vermögenswerte	0,07	0,04	0,00	0,00	0,00	0,00
Latente Steuern	2,30	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Summe langfristige Vermögenswerte	53,59	49,93	36,86	31,92	32,99	35,58
Aktiva	167,85	149,69	157,91	113,06	111,66	117,37
Passiva						
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	23,26	29,37	27,94	21,39	21,48	22,76
Sonstige Verbindlichkeiten	27,72	26,50	26,75	31,21	31,16	34,06
Abgegrenzte Investitionszuwendungen	0,40	0,14	0,09	0,03	0,03	0,03
Finanzverbindlichkeiten	2,26	0,42	12,89	6,87	6,37	5,87
Rückstellungen	11,29	14,32	11,53	7,15	7,14	7,80
Pensionsrückstellungen	0,00	0,00	15,66	0,00	0,00	0,00
Kurzfristige Verbindlichkeiten	64,94	70,75	94,85	66,66	66,18	70,53
Langfristige Bankverbindlichkeiten	0,02	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
Leasingverbindlichkeiten	13,02	12,53	12,82	13,38	13,35	14,59
Latente Investitionszuwendungen	0,75	0,87	0,52	0,16	0,15	0,17
Latente Steuerverbindlichkeiten	0,00	1,07	1,07	0,64	0,00	0,00
Langfristige Verbindlichkeiten	13,79	14,48	14,41	14,17	13,51	14,76
Summe Verbindlichkeiten	78,73	85,23	109,25	80,83	79,69	85,29
Summe Eigenkapital	89,10	64,46	48,66	32,23	31,97	32,08
Minderheitenanteile	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Passiva	167,85	149,69	157,91	113,06	111,66	117,37

Dr. Kalliwoda | Research © 2013

8 Kapitalflussrechnung

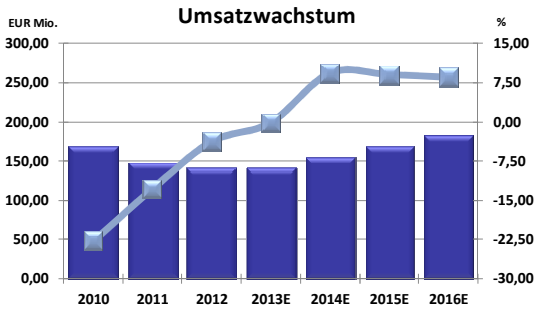
Kapitalflussrechnung - Funkwerk AG						
in EUR Mio.	Geschäftsjahr					
	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	-40,75	-24,88	-15,94	-16,44	-0,26	0,11
Abschreibungen	11,45	7,06	5,28	5,59	5,58	6,10
Change of working capital	19,13	1,70	-1,47	6,54	0,47	-0,92
Others	17,39	20,49	6,20	4,75	-0,65	0,66
Operativer Cashflow netto	7,21	4,36	-5,93	0,45	5,13	5,95
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-12,35	-12,59	-0,51	0,73	-6,65	-8,68
Freier Cashflow	-5,14	-8,23	-6,44	1,18	-1,52	-2,74
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	1,91	-1,85	12,33	-6,22	-5,03	-1,61
Veränderung der Cash-Position	-3,22	-10,09	5,90	-5,05	-6,55	-4,35
Cash zu Beginn der Periode	25,37	22,14	12,06	17,95	17,42	12,91
Cash am Ende der Periode	22,14	12,06	17,95	12,91	10,87	8,56

Dr. Kalliwoda | Research © 2013

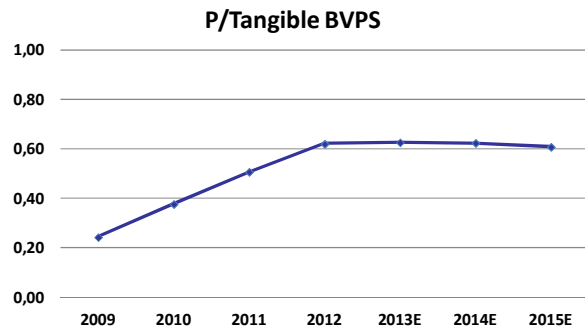
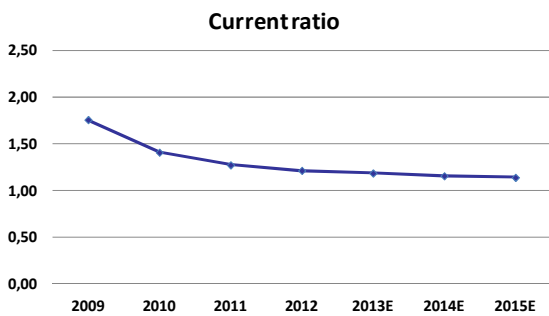
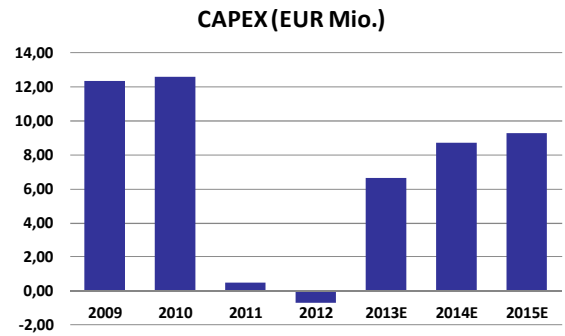
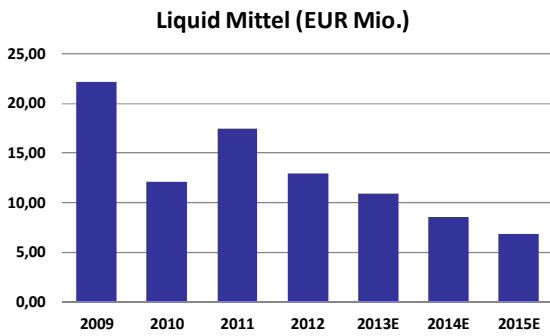
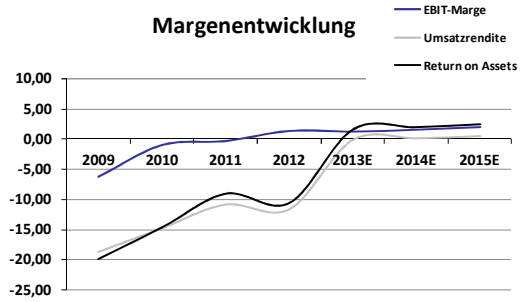
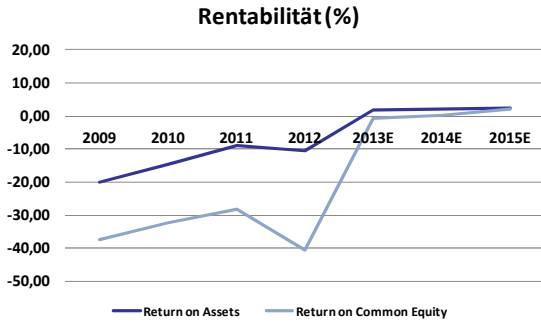
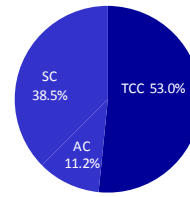
9 Finanzkennzahlen

Geschäftsjahr	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
Bruttomarge	50,52%	48,84%	52,69%	56,46%	56,46%	56,46%	56,46%	56,46%
EBITDA-Marge	-0,98%	3,19%	3,26%	5,28%	5,18%	5,48%	5,93%	6,44%
EBIT-Marge	-5,88%	-0,95%	-0,32%	1,35%	1,20%	1,50%	1,95%	2,45%
Umsatzrendite	-17,62%	-14,10%	-10,74%	-11,79%	-0,18%	0,07%	0,42%	0,81%
Return on equity (ROE)	-37,28%	-32,40%	-28,18%	-40,64%	-0,81%	0,33%	2,22%	4,45%
Return on assets (ROA)	-19,87%	-14,62%	-9,02%	-10,56%	1,64%	2,01%	2,50%	3,05%
Return on capital employed (ROCE)	-11,96%	-2,91%	-1,10%	4,50%	2,66%	3,52%	4,77%	6,13%
Nettoverschuldung (in EUR Mio.)	-7,78	-3,07	11,95	3,90	5,41	8,15	10,31	11,74
Net gearing	-8,74%	-4,76%	24,55%	12,09%	16,93%	25,40%	31,44%	34,24%
Eigenkapitalquote	53,08%	43,06%	30,81%	28,51%	28,63%	27,33%	26,45%	26,08%
Current ratio	1,76	1,41	1,28	1,22	1,19	1,16	1,14	1,14
Quick ratio	0,74	0,62	0,67	0,68	0,64	0,61	0,58	0,57
Net interest cover	-6,16	-1,01	-0,23	0,89	0,82	1,07	1,45	1,89
Nettoverschuldung/EBITDA	3,62	-0,57	2,49	0,52	0,74	0,96	1,03	1,00
Tangible BVPS	8,67	5,59	4,16	3,40	3,37	3,38	3,47	3,66
Capex/Sales	2,52%	-4,30%	5,27%	-0,45%	-4,72%	-5,63%	-5,52%	-5,42%
Working capital/Sales	17,83%	15,93%	14,77%	8,49%	8,17%	8,07%	7,98%	7,88%
EV/Sales	0,12	0,16	0,18	0,19	0,19	0,17	0,16	0,15
EV/EBITDA	-12,54	5,01	5,62	3,61	3,69	3,19	2,70	2,29
EV/EBIT	-1,98	-16,00	-55,98	14,31	15,59	11,44	8,09	5,94
P/Tangible BVPS	0,24	0,38	0,51	0,62	0,63	0,62	0,61	0,58
P/E	-0,42	-0,69	-1,07	-1,04	-65,45	159,84	23,76	11,47
P/FCF	-2,07	-2,65	14,48	-11,23	-6,23	-7,89	-11,95	-70,82

Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH



Umsatzaufteilung 2012



Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH		Arndstraße 47 60325 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 Fax: 069-13 81 92 15 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
Adrian Kowolik 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
Anoop Pillai E-Mail: anp@kalliwoda.com	Master of Science in Economics and Business Administration (Goethe University Frankfurt M. / Graduation April 2013)	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Internet & Technology
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
Rainer Wochele E-Mail: rw@kalliwoda.com	Bachelor of Science in Economics and Business Administration (Goethe University Frankfurt M. / Graduation Fall 2013)	<u>Junior-Analyst</u>
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.