

18. November 2013

Europa | Deutschland | Communication

DR. KALLIWODA
RESEARCH GmbH

Update

AKKUMULIEREN

Kursziel: EUR 2,60

Überblick

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

| | | |
|---------------------------------|-------------|-------------|
| Schlusskurs | | 2,45 |
| | Hoch | Tief |
| Preis 52W: | 2,99 | 1,80 |
| Marktkap. (EUR Mio.) | | 19,81 |
| Anzahl der Aktien (Mio.) | | 8,10 |

Aktionärsstruktur

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

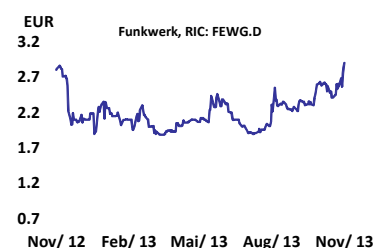
Performance

| | |
|------------------|---------|
| 4 Wochen | -11,09% |
| 13 Wochen | 9,54% |
| 26 Wochen | 18,23% |
| 52 Wochen | -15,51% |
| Lfd. Jahr | 26,29% |

Dividende

| | in EUR | in % |
|-------------|--------|-------|
| 2009 | 0,00 | 0,00% |
| 2010 | 0,00 | 0,00% |
| 2011 | 0,00 | 0,00% |
| 2012 | 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

Geringerer operativer Verlust in den 9M/13

- Aufgrund eines anhaltend starken Preisdrucks und einer schwachen Nachfrage seitens öffentlicher Auftraggeber bspw. der Deutschen Bahn ging der 9M/13-Umsatz der Funkwerk um 16% auf EUR 76,5 Mio. zurück. Allerdings wurde eine Verbesserung beim EBIT (EUR -4,7 Mio. ggü. EUR -6,5 Mio. im Vj.) und Nettoergebnis (EUR -7,7 Mio. ggü. EUR -17 Mio.) erzielt, was auf ein stärkeres Q3 zurückzuführen war. Während der Auftragsbestand von EUR 83,8 Mio. in den 9M/12 auf EUR 70,6 Mio. zurückging, blieb der Auftragseingang im Vergleich zum Vorjahr stabil (EUR 83,4 Mio. ggü. EUR 84,5 Mio. in den 9M/12).
- Auf Segmentebene verzeichneten sowohl Traffic & Control Communication (TCC) als auch Security Communication (SC) Umsatzrückgänge, im Unterschied zu TCC (EUR -2,6 Mio. nach EUR 1,5 Mio.) konnte SC (EUR -3,3 Mio. auf EUR -6,4 Mio.) jedoch seine Rentabilität im Vorjahresvergleich erhöhen.
- Obwohl sich das Nettoergebnis im Vergleich zum Vorjahr deutlich verbesserte, blieb der operative Cashflow mit EUR -12,2 Mio. fast unverändert, was aus höheren Investitionen in das Working Capital resultierte. Aufgrund von geringeren Einnahmen aus Beteiligungsverkäufen verschlechterte sich jedoch der Free Cash Flow von EUR -8,6 Mio. auf EUR -11,7 Mio. Insgesamt fiel die Cashposition in den 9M/13 um EUR 9,6 Mio., da die Funkwerk neue Schulden im Wert von EUR 2,1 Mio. aufnahm. Ende September 2013 lag die Nettoverschuldung des Unternehmens bei EUR 14,8 Mio. und das Net gearing bei 68,6%.
- Nach den 9M/13-Zahlen hat die Funkwerk ihre Guidance für 2013 reduziert. (ca. +10% beim Umsatz; negatives EBIT im niedrigen einstelligen Bereich). Dementsprechend sinken unsere Schätzungen und das DCF-basierte 12-Monats-Kursziel von zuvor EUR 3,20 auf EUR 2,60. Unsere Anlageempfehlung für die Aktie lautet nun AKKUMULIEREN (zuvor: KAUFEN). Trotz aktueller Schwäche erwarten wir für die Funkwerk mittelfristig hohe Wachstumsraten, da es sich beim Verkehrsmanagement und der Sicherheitstechnologie um absolute Trendthemen handelt.

Key Figures

| EUR Mio. | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Umsatz | 218,44 | 168,64 | 146,94 | 141,35 | 124,10 | 135,64 |
| EBITDA | -2,15 | 5,38 | 4,80 | 7,47 | 2,37 | 6,74 |
| EBIT | -13,60 | -1,68 | -0,48 | 1,88 | -2,54 | 1,38 |
| Nettoergebnis | -40,75 | -24,88 | -15,94 | -16,44 | -3,25 | -0,57 |
| EPS | -5,06 | -3,08 | -1,98 | -2,03 | -0,40 | -0,07 |
| BVPS | 11,06 | 7,98 | 6,04 | 3,98 | 3,58 | 3,51 |
| RoE | -37,28% | -32,40% | -28,18% | -40,64% | -10,61% | -1,99% |
| EBIT-Marge | -6,22% | -1,00% | -0,33% | 1,33% | -2,04% | 1,02% |
| P/E | neg | neg | neg | neg | neg | -34,63x |
| P/BVPS | 0,22x | 0,31x | 0,40x | 0,61x | 0,68x | 0,70x |
| EV/EBITDA | neg | 6,44x | 7,22x | neg | 14,63x | 5,13x |

Inhaltsverzeichnis

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

1 Unternehmensprofil

Die Funkwerk AG mit Sitz in Kölleda/Thüringen ist ein mittelständischer Technologiekonzern und spezialisiert auf lösungsorientierte Informations- und Kommunikationssysteme für die Zielgruppen Transport, Verkehr und Sicherheit. Der Funkwerk-Konzern verfügt mit den Geschäftsbereichen Traffic & Control Communication (Kommunikations-, Management- und Informationssysteme bspw. für Verkehrsbetriebe) und Security Communication (Personensicherung, Videosysteme und Gebäudesicherheit/Objektschutz z.B. für Behörden) über eindeutig abgrenzbare Geschäftseinheiten mit eigenem Produktsortiment und eigenen Zielgruppen sowie in allen Geschäftsfeldern über eine gute bis sehr gute Marktposition. Als Technologieunternehmen beherrscht die Gesellschaft alle etablierten und neuen Kommunikationsstandards und deckt als Hersteller die gesamte Wertschöpfungskette ab.

2 Bewertung

Wir haben die Funkwerk mithilfe unseres DCF-Modells bewertet, welches ein 12-Monats-Kursziel von EUR 2,60 ergibt. Auf dem aktuellen Marktniveau entspricht dies einem Upside von 6,3%.

DCF-Modell

Discounted Cash Flow Modell (Basis 11/2013)

| in EUR Mo. | Phase 1 | | | | | | | | |
|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2013E | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E |
| Umsatz | 106,10 | 115,97 | 126,40 | 137,15 | 147,85 | 155,83 | 161,28 | 165,15 | 168,46 |
| (Veränd. ggü. Vj.) | -24,9% | 9,3% | 9,0% | 8,5% | 7,8% | 5,4% | 3,5% | 2,4% | 2,0% |
| Betriebsergebnis | -1,09 | 1,19 | 2,58 | 3,49 | 4,81 | 4,75 | 4,74 | 4,69 | 4,59 |
| (Operative-Marge) | -1,0% | 1,0% | 2,0% | 2,5% | 3,2% | 3,0% | 2,9% | 2,8% | 2,7% |
| NOPLAT | -0,76 | 0,83 | 1,81 | 2,44 | 3,37 | 3,32 | 3,32 | 3,28 | 3,22 |
| + Abschreibungen | 4,19 | 4,58 | 5,00 | 5,42 | 5,84 | 6,16 | 6,38 | 6,53 | 6,66 |
| = Operativer Netto-Cashflow | 3,43 | 5,41 | 6,80 | 7,87 | 9,21 | 9,48 | 9,70 | 9,81 | 9,87 |
| - Investitionen (CAPEX und WC) | 1,23 | -6,58 | -7,05 | -7,45 | -7,76 | -7,35 | -6,92 | -6,67 | -6,64 |
| CAPEX | 3,44 | -5,65 | -6,10 | -6,53 | -6,92 | -6,89 | -6,79 | -6,75 | -6,81 |
| Working Capital | -2,20 | -0,93 | -0,95 | -0,92 | -0,84 | -0,46 | -0,13 | 0,08 | 0,16 |
| Freier Cashflow (FCF) | 4,67 | -1,16 | -0,24 | 0,42 | 1,45 | 2,13 | 2,78 | 3,14 | 3,23 |
| Barwert der FCF's | 4,62 | -1,07 | -0,21 | 0,33 | 1,06 | 1,43 | 1,73 | 1,81 | 1,72 |

| | |
|---|--------------|
| BW der FCFs in offener Periode | 11,42 |
| BW des Endwerts | 22,87 |
| Unternehmenswert | 34,29 |
| + Nettoliquidität / - Nettoschulden (30 September 2013) | -14,82 |
| + Investitionen / - Minderheiten | 0,00 |
| Wert des Eigenkapitals | 19,47 |
| 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) | 2,40 |
| Fairer Wert je Aktie in € (in 12 Monaten) | 2,60 |

| Sensitivitätsanalyse | | Terminal EBIT margin | | | | | | |
|----------------------|-------|----------------------|-------|------|-------------|-------|-------|-------|
| | | -0,3% | 0,7% | 1,7% | 2,7% | 3,7% | 4,7% | 5,7% |
| WACC | 5,1% | -3,20 | 0,32 | 3,83 | 7,35 | 10,86 | 14,38 | 17,89 |
| | 6,1% | -2,38 | 0,07 | 2,52 | 4,98 | 7,43 | 9,88 | 12,33 |
| | 7,1% | -1,92 | -0,10 | 1,73 | 3,55 | 5,37 | 7,20 | 9,02 |
| | 8,1% | -1,64 | -0,23 | 1,18 | 2,60 | 4,01 | 5,42 | 6,83 |
| | 9,1% | -1,46 | -0,33 | 0,79 | 1,92 | 3,04 | 4,17 | 5,29 |
| | 10,1% | -1,33 | -0,42 | 0,49 | 1,41 | 2,32 | 3,24 | 4,15 |
| | | | | | | | | |

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 | | | |
|----------------------------|------------|----------------------------|-------------|------------|-------------|-------------|------------------------|-------------|--------------|------------|
| Peers | EV / Sales | | EV / EBITDA | | EV / EBIT | | Price / Eps | | Price / Bvps | |
| | FY2013 | FY2014 | FY2013 | FY2014 | FY2013 | FY2014 | FY2013 | FY2014 | FY2013 | FY2014 |
| ADVA Optical Networking SE | 0.6 | 0.5 | 4.0 | 5.3 | 17.5 | 10.8 | 25.1 | 15.6 | 1.1 | 1.1 |
| Kapsch TrafficCom AG | 1.8 | 1.5 | 12.5 | 44.0 | 940.2 | 20.5 | n.a. | 25.3 | 2.3 | 2.2 |
| Ascom Holding AG | 1.2 | 1.2 | 13.2 | 8.5 | 11.5 | 9.9 | 14.4 | 12.1 | 2.2 | 2.0 |
| Alcatel Lucent SA | 0.9 | 0.9 | 25.1 | 13.8 | 53.5 | 21.9 | n.a. | 53.1 | 4.7 | 5.8 |
| Intica Systems AG | 0.9 | 0.8 | 5.3 | 4.1 | 34.0 | 24.9 | 46.1 | 25.9 | n.a. | n.a. |
| OHB AG | 0.6 | 0.6 | 8.9 | 7.9 | 11.4 | 9.9 | 14.6 | 12.9 | 2.3 | 2.1 |
| Smarteq publ AB | 0.3 | 0.3 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 9.7 | 9.7 |
| Funkwerk AG | 0.3 | 0.3 | 16.6 | 5.8 | neg. | 28.4 | neg. | neg. | 0.7 | 0.7 |
| Median | 0.7 | 0.7 | 12.5 | 7.9 | 25.8 | 20.5 | 19.8 | 20.4 | 2.3 | 2.1 |
| Mean | 0.8 | 0.8 | 12.2 | 12.8 | 178.0 | 18.1 | 25.1 | 24.1 | 3.3 | 3.4 |
| Peer Benchmark | 0.7 | 0.7 | 12.5 | 7.9 | 25.8 | 20.5 | 19.8 | 20.4 | 2.3 | 2.1 |
| Discount (-)/Premium (+) | -58% | -60% | 33% | -26% | n.a. | 39% | n.a. | n.a. | -71% | -66% |

| Valuation | | | | | | | | | | |
|--|-------------|------------|------------|------------|--------------|------------|-------------|-------------|------------|------------|
| Peer Benchmark | 0.7 | 0.7 | 12.5 | 7.9 | 25.8 | 20.5 | 19.8 | 20.4 | 2.3 | 2.1 |
| Funkwerk AG financials | 124.1 | 135.6 | 2.4 | 6.7 | -2.5 | 1.4 | -0.4 | -0.1 | 3.6 | 3.5 |
| Implied Enterprise Value | 93.0 | 98.4 | 29.6 | 53.3 | -65.4 | 28.3 | | | | |
| + 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 | 73.5 | 78.9 | 10.1 | 33.8 | -84.9 | 8.8 | | | | |
| Number of Shares | 8.1 | 8.1 | 8.1 | 8.1 | 8.1 | 8.1 | | | | |
| Implied fair value per share | 9.1 | 9.7 | 1.3 | 4.2 | -10.5 | 1.1 | -8.0 | -1.4 | 8.4 | 7.2 |
| Weights | 17% | 17% | 17% | 17% | 17% | 17% | 25% | 25% | 25% | 25% |
| Results | 2.47 | | | | | | - | | | |
| 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 9M/13-Ergebnisse

Umsatz

Zwischen Januar und September 2013 erwirtschaftete die Funkwerk einen Umsatz in Höhe von EUR 76,5 Mio., was einem Rückgang von 16% gegenüber Vorjahr entspricht. Der Grund dafür war eine zurückhaltende Nachfrage öffentlicher Auftragsgeber bspw. der Deutschen Bahn sowie ein anhaltend starker Preisdruck. Während sich der Auftragsbestand von EUR 83,8 Mio. in den 9M/12 auf EUR 70,6 Mio. verringerte, blieb der Auftragseingang im Vergleich zum Vorjahr stabil (EUR 83,4 Mio. ggü. EUR 84,5 Mio.).

Auf der Ebene der einzelnen Geschäftsbereiche verzeichneten sowohl Traffic & Control Communication (TCC) als auch Security Communication (SC) Umsatzrückgänge. Im Segment TCC verringerte sich der Umsatz von EUR 57 Mio. im Vorjahr auf EUR 46,1 Mio., was vor allem daraus resultierte, dass eine relativ hohe Nachfrage im Bereich Fahrgastinformationsanlagen und –systeme erst später als erwartet in neuen Aufträgen mündete. Im Ausland konnten neue Aufträge unter anderem in Österreich (Bahnsteigsanzeigen), Luxemburg (TFT-Informationstelen) und der Schweiz (Signaltechnik) akquiriert werden. Der Bereich SC verzeichnete in den 9M/13 einen Umsatzrückgang von EUR 36,8 Mio. auf EUR 33 Mio., was auf eine schwache Nachfrage nach Tetra-Systemen im Ausland, insbesondere Russland, zurückzuführen war.

9M/13 ggü. Vorjahr

9M/13 ggü. Vorjahr

| in EUR Mio. | 9M/13 | 9M/12 | Veränd. (%) |
|----------------------|--------|--------|-------------|
| Umsatz | 76,47 | 91,04 | -16,0% |
| EBITDA | -0,82 | -2,68 | -69,6% |
| EBITDA-Marge | -1,1% | -2,9% | |
| EBIT (vor Restrukt.) | -4,72 | -6,47 | -27,0% |
| EBIT-Marge | -6,2% | -7,1% | |
| Nettoergebnis | -7,65 | -16,95 | -54,9% |
| Umsatzrendite | -10,0% | -18,6% | |

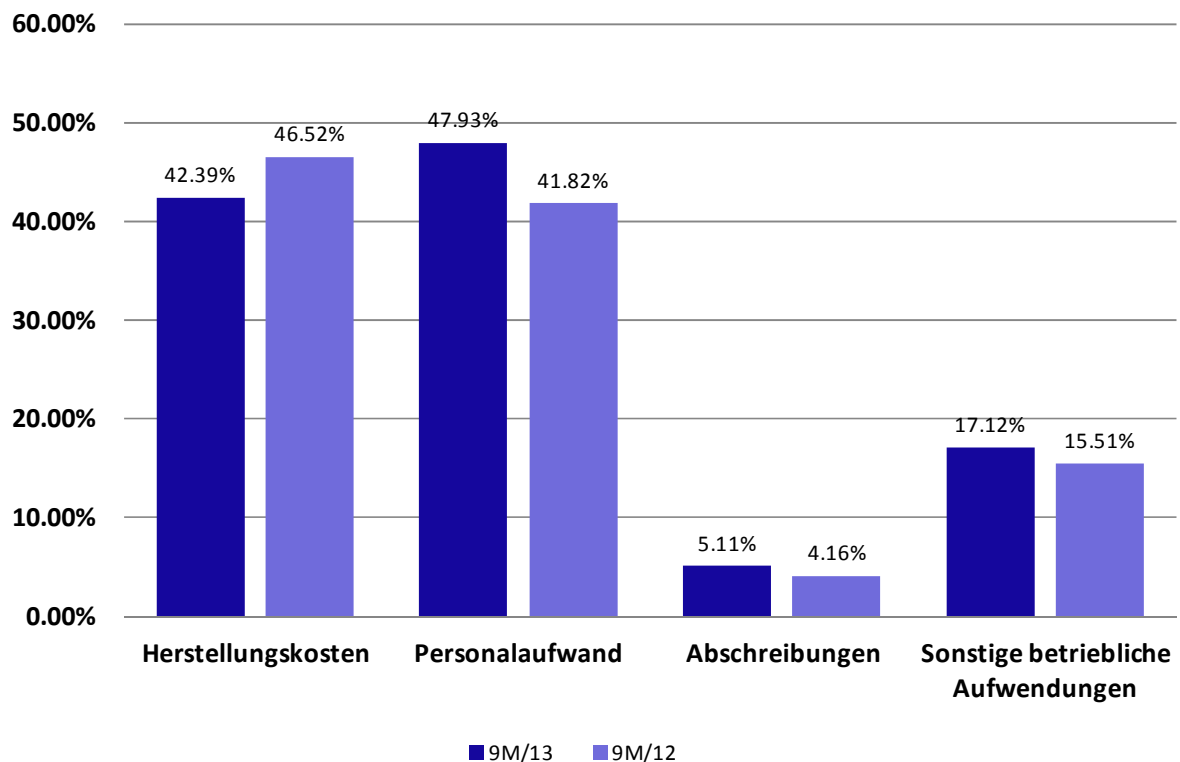
Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

Umsatz und EBIT-Margen nach Segmenten 9M/13 ggü. 9M/12

Umsatz und EBIT-Margen nach Segmenten 9M/13 ggü. 9M/12

| | 9M/13 | 9M/12 | | 9M/13 | 9M/12 |
|---------------------------------|-------|--------|-----------------------------------|--------|--------|
| Traffic & Control Communication | | | Security Communication | | |
| Umsatz EUR Mio. | 46,06 | 57,01 | Umsatz EUR Mio. | 32,97 | 36,78 |
| Anteil am Gesamtumsatz | 60,2% | 62,6% | Anteil am Gesamtumsatz | 43,1% | 40,4% |
| EBIT-Marge (vor Restrukt.) | -5,7% | 2,5% | EBIT-Marge (vor Restrukt.) | -10,0% | -17,4% |
| Automotive Communication | | | Funkwerk AG (nach Konsolidierung) | | |
| Umsatz EUR Mio. | 0,00 | 14,67 | Gesamtumsatz | 76,47 | 91,04 |
| Anteil am Gesamtumsatz | 0,0% | 16,1% | Veränd. ggü. Vj | -16,0% | |
| EBIT-Marge (vor Restrukt.) | n.a | -13,7% | | | |

Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

Rentabilität**Anteil am Umsatz 9M/13 ggü. 9M/12**

Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

In den 9M/13 erreichte das EBIT vor Restrukturierungsaufwendungen EUR -4,7 Mio., nach EUR -6,5 Mio. im Vorjahr. Der Grund dafür war ein deutlich höherer Anteil der Personalaufwendungen, Abschreibungen sowie sonstigen betrieblichen Kosten im Vergleich zum Vorjahr. Der Materialaufwand verbesserte sich merklich von 46,5% im Vorjahr auf 42,4%, was auf die erfolgreiche Restrukturierung und den verbesserten Produktmix zurückzuführen war.

Beim Nettoergebnis wurde eine Verbesserung von EUR -17 Mio. auf EUR -7,7 Mio. verzeichnete. Dies resultierte insbesondere aus geringeren Restrukturierungsaufwendungen (EUR 261 Tsd. ggü. EUR 1,9 Mio. in den 9M/12) und Verlusten aus aufgegebenen Geschäftsbereichen (EUR -1,2 Mio. ggü. EUR -7 Mio.).

Bilanz und Cashflow

Zum 30. September 2013 wies die Bilanz der Funkwerk ein Eigenkapital in Höhe von EUR 23,6 Mio. (EK-Quote von 25,9%) sowie ein Working Capital von EUR 37,2 Mio. aus. Da sich die zinstragenden Verbindlichkeiten und liquiden Mittel auf EUR 21,9 Mio. bzw. EUR 7 Mio. beliefen, lag das Net gearing Ende September bei 68,6%.

Trotz des geringeren Nettoverlustes blieb der operative Cashflow im Vorjahresvergleich stabil bei EUR -12,2 Mio. (9M/12: EUR -11,9 Mio.), was aus höheren Investitionen in das Working Capital resultierte (EUR -5,2 Mio. ggü. EUR +2,2 Mio.). Der Cashflow aus Investitionstätigkeit fiel mit EUR 546 Tsd. weniger positiv aus als im Vorjahr (EUR 3,3 Mio.), da in den 9M/12 u.a. der Geschäftsbereich Enterprise Communication und die Tochtergesellschaft Funkwerk Avionics GmbH (Segment TCC) veräußert wurden. Zusammen mit einem Cashflow aus Finanzierungstätigkeit von EUR 2,1 Mio. (Aufnahme von neuen Krediten) reduzierten sich die liquiden Mittel seit Januar 2013 um EUR 9,6 Mio. auf EUR 3,3 Mio.

4 Ausblick

Nach den enttäuschenden 9M-Zahlen hat die Funkwerk ihre Guidance für das Geschäftsjahr 2013 reduziert. Aufgrund einer geringeren Auslandsnachfrage sowie höheren Aufwendungen infolge von Verzögerungen bei der Fertigstellung und Beantragung des elektronischen Stellwerks Alister geht das Unternehmen nun von einem Umsatzanstieg um die 10% sowie einem geringen negativen EBIT vor Restrukturierungsaufwendungen im einstelligen Millionenbereich aus. Wir haben unsere Schätzungen entsprechend angepasst, was zu einem geringeren Kursziel von EUR 2,60 (zuvor: EUR 3,20) führt. Unsere Empfehlung für die Funkwerk-Aktie lautet nun AKKUMULIEREN nach zuvor KAUFEN.

Trotz der aktuellen Schwäche bleibt die Funkwerk für uns auf längere Sicht ein hochinteressanter Wert. Aufgrund von Strukturoptimierungen am Standort Salzgitter (Bereich SC) sowie einer höheren Standardisierung und Automatisierung der Abläufe erwarten wir in naher Zukunft deutliche Produktivitätsverbesserungen im gesamten Konzern, was sich positiv auf die Margen auswirken sollte. Umsatzseitig gehen wir von positiven Impulsen durch die Zulassung des elektronischen Stellwerks Alister (SIL 4) für den Personenverkehr im H1/14 aus sowie einem starken Wachstum der Bereiche Bahn- und Sicherheitstechnik in Asien, dem Nahen Osten und Russland.

Unsere Schätzungen 2013E-15E

Unsere Schätzungen 2013E - 2015E

| in EUR Mio. | 2013E | | 2014E | | 2015E | |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | neu | alt | neu | alt | neu | alt |
| Umsatz | 124,10 | 145,20 | 135,64 | 158,70 | 147,85 | 172,99 |
| EBITDA | 2,37 | 7,81 | 6,74 | 9,34 | 8,85 | 10,70 |
| EBITDA-Marge | 1,9% | 5,4% | 5,0% | 5,9% | 6,0% | 6,2% |
| EBIT (vor Restrukt.) | -2,54 | 2,07 | 1,38 | 3,07 | 3,01 | 3,86 |
| EBIT-Marge | -2,0% | 1,4% | 1,0% | 1,9% | 2,0% | 2,2% |
| Nettoergebnis | -3,25 | -0,02 | -0,57 | 0,61 | 0,50 | 1,09 |
| Umsatzrendite | -2,6% | 0,0% | -0,4% | 0,4% | 0,3% | 0,6% |

Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH

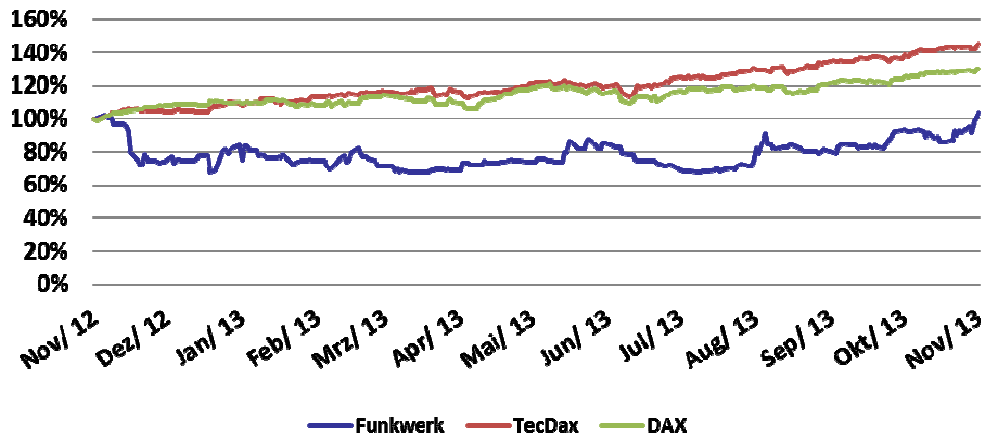
Umsatzschätzungen nach Geschäftsbereichen 2013E-15E

| Umsatzschätzungen nach Segmenten 2013E-2015E | | | |
|--|--------|--------|--------|
| in EUR Mio. | 2013E | 2014E | 2015E |
| Traffic & Control Communication | 74,46 | 81,25 | 88,41 |
| Veränd. ggü. Vj | -8,4% | 9,1% | 8,8% |
| Anteil am Gesamtumsatz | 60,0% | 59,9% | 59,8% |
| Security Communication | 52,34 | 56,94 | 61,76 |
| Veränd. ggü. Vj | -3,8% | 8,8% | 8,5% |
| Anteil am Gesamtumsatz | 42,2% | 42,0% | 41,8% |
| Konsolidierung | -2,70 | -2,54 | -2,33 |
| Gesamtumsatz | 124,10 | 135,64 | 147,85 |

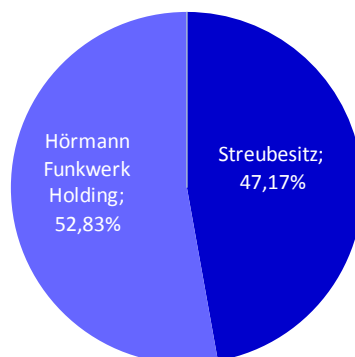
Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH

5 Aktie und Aktionärsstruktur

Entwicklung des Aktienkurses



Aktionärsstruktur



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 | 74,46 | 81,25 |
| 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 | 52,34 | 56,94 |
| Konsolidierung | 0,00 | -42,33 | -52,73 | -10,29 | -2,70 | -2,54 |
| Umsatzerlöse | 218,44 | 168,64 | 146,94 | 141,35 | 124,10 | 135,64 |
| Bestandsveränderungen | 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 | 126,88 | 138,28 |
| Herstellungskosten | -114,45 | -90,25 | -70,23 | -60,70 | -55,25 | -60,21 |
| Rohergebnis | 116,86 | 86,18 | 78,21 | 78,70 | 71,63 | 78,07 |
| Sonstige betriebliche Erträge | 12,49 | 6,84 | 3,93 | 5,87 | 5,98 | 6,10 |
| Personalaufwand | -92,21 | -63,36 | -55,74 | -55,42 | -50,32 | -54,70 |
| Abschreibungen | -11,45 | -7,06 | -5,28 | -5,59 | -4,91 | -5,36 |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | -39,28 | -24,28 | -21,60 | -21,68 | -24,94 | -22,73 |
| Betriebsergebnis | -13,60 | -1,68 | -0,48 | 1,88 | -2,54 | 1,38 |
| 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 | -4,64 | -0,82 |
| Steuern vom Einkommen und Ertrag | 4,23 | -6,09 | -3,75 | -0,80 | 1,39 | 0,25 |
| 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 |
| Minderheitenbeteiligungen | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag | -40,75 | -24,88 | -15,94 | -16,44 | -3,25 | -0,57 |
| EPS | -5,06 | -3,08 | -1,98 | -2,03 | -0,40 | -0,07 |
| 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% | -12,20% | 9,30% |
| Gesamtleistung | n.a | -23,73% | -15,86% | -6,09% | -8,98% | 8,98% |
| Herstellungskosten | n.a | -21,14% | -22,18% | -13,57% | -8,98% | 8,98% |
| Rohergebnis | n.a | -26,26% | -9,24% | 0,63% | -8,98% | 8,98% |
| Sonstige betriebliche Erträge | n.a | -45,20% | -42,65% | 49,48% | 2,00% | 2,00% |
| Personalaufwand | n.a | -31,29% | -12,04% | -0,57% | -9,21% | 8,71% |
| Abschreibungen | n.a | -38,34% | -25,25% | 5,89% | -12,20% | 9,30% |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | n.a | -38,18% | -11,04% | 0,37% | 15,00% | -8,84% |
| Betriebsergebnis | n.a | -87,62% | -71,42% | -491,06% | -234,91% | -154,49% |
| 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% | -35,70% | -82,38% |
| Steuern vom Einkommen und Ertrag | n.a | -244,08% | -38,36% | -78,68% | -273,91% | -82,38% |
| Sonstige Steuern | n.a | -100,00% | n.a | n.a | n.a | n.a |
| Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen | n.a | n.a | 73,66% | 122,18% | -100,00% | n.a |
| Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag | n.a | -100,00% | n.a | n.a | n.a | n.a |
| EPS | n.a | -38,95% | -35,94% | 3,12% | -80,25% | -82,38% |
| 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 | 105,89 % | 104,62 % | 101,02 % | 98,62 % | 102,24 % | 101,95 % |
| Herstellungskosten | -52,39 % | -53,52 % | -47,79 % | -42,94 % | -44,52 % | -44,39 % |
| Rohergebnis | 53,50 % | 51,10 % | 53,22 % | 55,68 % | 57,72 % | 57,56 % |
| Sonstige betriebliche Erträge | 5,72 % | 4,06 % | 2,67 % | 4,15 % | 4,82 % | 4,50 % |
| Personalaufwand | -42,21 % | -37,57 % | -37,93 % | -39,21 % | -40,54 % | -40,33 % |
| Abschreibungen | -5,24 % | -4,19 % | -3,59 % | -3,95 % | -3,95 % | -3,95 % |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | -17,98 % | -14,40 % | -14,70 % | -15,34 % | -20,09 % | -16,76 % |
| Betriebsergebnis | -6,22 % | -1,00 % | -0,33 % | 1,33 % | -2,04 % | 1,02 % |
| Wertminderungen | -9,06 % | -6,67 % | -1,70 % | -1,35 % | 0,00 % | 0,00 % |
| Restrukturierungskosten | -4,06 % | -1,19 % | -2,27 % | -3,59 % | 0,00 % | 0,00 % |
| Finanzergebnis | -1,01 % | -0,99 % | -1,41 % | -1,50 % | -1,69 % | -1,62 % |
| Ergebnis vor Steuern (und Minderheitsanteilen) | -20,35 % | -9,85 % | -5,71 % | -5,10 % | -3,74 % | -0,60 % |
| Steuern vom Einkommen und Ertrag | 1,93 % | -3,61 % | -2,55 % | -0,57 % | 1,12 % | 0,18 % |
| Sonstige Steuern | -0,24 % | 0,00 % | 0,00 % | 0,00 % | 0,00 % | 0,00 % |
| Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen | 0,00 % | -1,29 % | -2,58 % | -5,96 % | 0,00 % | 0,00 % |
| Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag | -18,66 % | -14,75 % | -10,85 % | -11,63 % | -2,62 % | -0,42 % |

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 | 10,52 | 8,68 |
| Vorräte | 42,57 | 43,56 | 35,61 | 25,36 | 27,24 | 29,20 |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen | 25,28 | 27,63 | 33,99 | 28,90 | 23,33 | 25,13 |
| Forderungen aus Projekten | 15,21 | 8,02 | 4,73 | 7,74 | 9,68 | 10,44 |
| Sonstige kurzfristige Vermögenswerte | 8,03 | 4,54 | 2,66 | 2,80 | 2,85 | 3,12 |
| Sonstige finanzielle Vermögenswerte | 0,95 | 3,97 | 12,00 | 3,45 | 3,02 | 3,31 |
| 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 | 76,66 | 79,88 |
| Sachanlagen | 16,80 | 14,22 | 12,25 | 9,54 | 8,65 | 8,66 |
| Sonstige immaterielle Vermögenswerte | 13,62 | 16,39 | 9,46 | 17,70 | 15,02 | 16,22 |
| Goodwill | 19,27 | 19,27 | 15,14 | 4,68 | 2,58 | 2,58 |
| 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 | 26,25 | 27,47 |
| Aktiva | 167,85 | 149,69 | 157,91 | 113,06 | 102,91 | 107,35 |
| Passiva | | | | | | |
| Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen | 23,26 | 29,37 | 27,94 | 21,39 | 18,94 | 20,07 |
| Sonstige Verbindlichkeiten | 27,72 | 26,50 | 26,75 | 31,21 | 27,40 | 29,95 |
| Abgegrenzte Investitionszuwendungen | 0,40 | 0,14 | 0,09 | 0,03 | 0,03 | 0,03 |
| Finanzverbindlichkeiten | 2,26 | 0,42 | 12,89 | 6,87 | 6,22 | 5,57 |
| Rückstellungen | 11,29 | 14,32 | 11,53 | 7,15 | 6,28 | 6,86 |
| Pensionsrückstellungen | 0,00 | 0,00 | 15,66 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Kurzfristige Verbindlichkeiten | 64,94 | 70,75 | 94,85 | 66,66 | 58,87 | 62,48 |
| Langfristige Bankverbindlichkeiten | 0,02 | 0,01 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Leasingverbindlichkeiten | 13,02 | 12,53 | 12,82 | 13,38 | 14,89 | 16,28 |
| Latente Investitionszuwendungen | 0,75 | 0,87 | 0,52 | 0,16 | 0,16 | 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 | 15,05 | 16,45 |
| Summe Verbindlichkeiten | 78,73 | 85,23 | 109,25 | 80,83 | 73,92 | 78,93 |
| Summe Eigenkapital | 89,10 | 64,46 | 48,66 | 32,23 | 28,99 | 28,41 |
| Minderheitenanteile | 0,01 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Passiva | 167,85 | 149,69 | 157,91 | 113,06 | 102,91 | 107,35 |

Dr. Kalliwoda | Research © 2013

8 Kapitalflussrechnung

Kapitalflussrechnung - Funkwerk AG

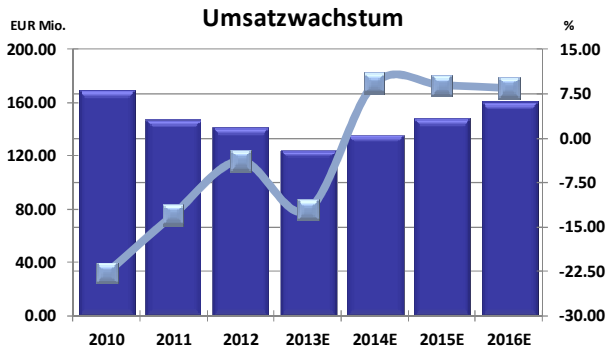
| in EUR Mio. | Geschäftsjahr | | | | | |
|--|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E |
| Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag | -40,75 | -24,88 | -15,94 | -16,44 | -3,25 | -0,57 |
| Abschreibungen | 11,45 | 7,06 | 5,28 | 5,59 | 4,91 | 5,36 |
| Change of working capital | 19,13 | 1,70 | -1,47 | 6,54 | -4,58 | -1,09 |
| Others | 17,39 | 20,49 | 6,20 | 4,75 | -1,51 | 0,58 |
| Operativer Cashflow netto | 7,21 | 4,36 | -5,93 | 0,45 | -4,43 | 4,28 |
| Cashflow aus Investitionstätigkeit | -12,35 | -12,59 | -0,51 | 0,73 | 0,76 | -6,58 |
| Freier Cashflow | -5,14 | -8,23 | -6,44 | 1,18 | -3,67 | -2,30 |
| Cashflow aus Finanzierungstätigkeit | 1,91 | -1,85 | 12,33 | -6,22 | -3,23 | -1,93 |
| Veränderung der Cash-Position | -3,22 | -10,09 | 5,90 | -5,05 | -6,90 | -4,23 |
| 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 | 10,52 | 8,68 |

Dr. Kalliwoda | Research © 2013

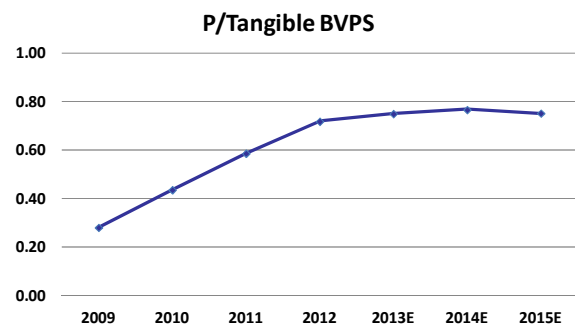
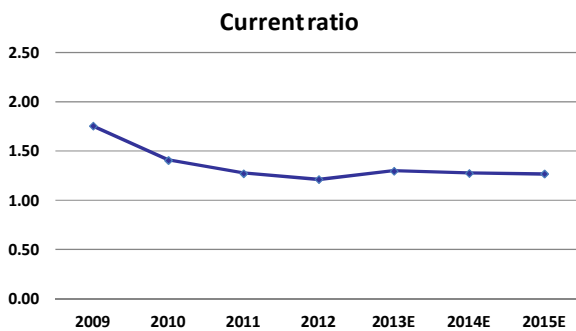
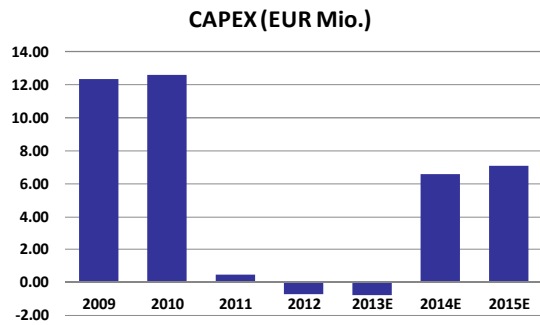
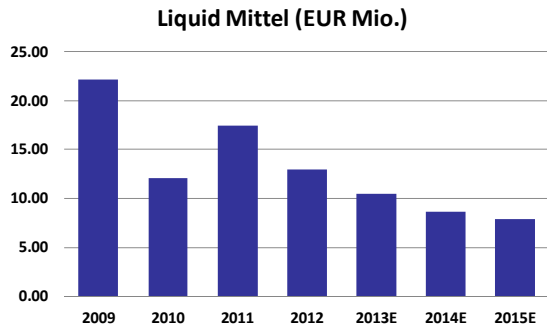
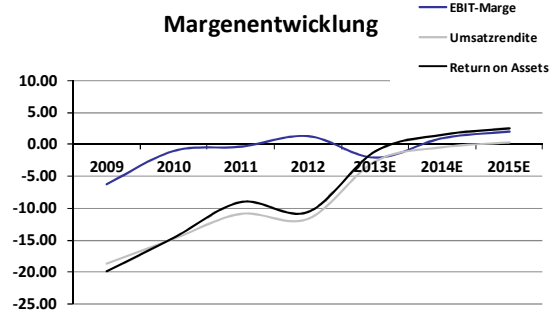
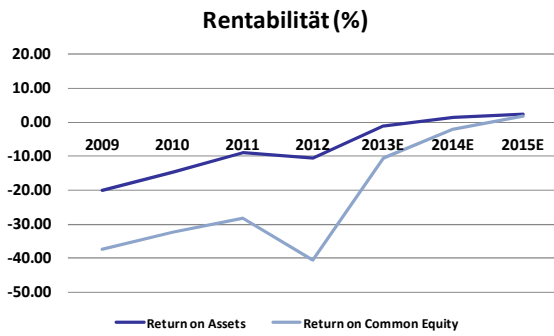
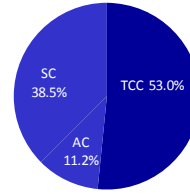
9 Finanzkennzahlen

| 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% | 1,91% | 4,97% | 5,99% | 6,49% |
| EBIT-Marge | -5,88% | -0,95% | -0,32% | 1,35% | -2,00% | 1,00% | 2,00% | 2,50% |
| Umsatzrendite | -17,62% | -14,10% | -10,74% | -11,79% | -2,56% | -0,41% | 0,33% | 0,72% |
| Return on equity (ROE) | -37,28% | -32,40% | -28,18% | -40,64% | -10,61% | -1,99% | 1,73% | 3,97% |
| Return on assets (ROA) | -19,87% | -14,62% | -9,02% | -10,56% | -1,06% | 1,55% | 2,54% | 3,07% |
| Return on capital employed (ROCE) | -11,96% | -2,91% | -1,10% | 4,50% | -4,03% | 2,16% | 4,50% | 5,76% |
| Nettoverschuldung (in EUR Mio.) | -7,78 | -3,07 | 11,95 | 3,90 | 7,57 | 9,86 | 11,12 | 11,66 |
| Net gearing | -8,74% | -4,76% | 24,55% | 12,09% | 26,11% | 34,71% | 38,47% | 38,76% |
| Eigenkapitalquote | 53,08% | 43,06% | 30,81% | 28,51% | 28,17% | 26,47% | 25,56% | 25,14% |
| Current ratio | 1,76 | 1,41 | 1,28 | 1,22 | 1,30 | 1,28 | 1,27 | 1,28 |
| Quick ratio | 0,74 | 0,62 | 0,67 | 0,68 | 0,63 | 0,59 | 0,58 | 0,58 |
| Net interest cover | -6,16 | -1,01 | -0,23 | 0,89 | -1,21 | 0,63 | 1,31 | 1,70 |
| Nettoverschuldung/EBITDA | 3,62 | -0,57 | 2,49 | 0,52 | 3,20 | 1,46 | 1,26 | 1,12 |
| Tangible BVPS | 8,67 | 5,59 | 4,16 | 3,40 | 3,26 | 3,19 | 3,25 | 3,39 |
| Capex/Sales | 2,52% | -4,30% | 5,27% | -0,45% | 0,61% | -4,85% | -4,81% | -4,74% |
| Working capital/Sales | 17,83% | 15,93% | 14,77% | 8,49% | 13,36% | 13,03% | 12,70% | 12,38% |
| EV/Sales | 0,16 | 0,21 | 0,24 | 0,25 | 0,28 | 0,26 | 0,23 | 0,22 |
| EV/EBITDA | -16,12 | 6,44 | 7,22 | 4,64 | 14,63 | 5,13 | 3,91 | 3,33 |
| EV/EBIT | -2,55 | -20,58 | -72,00 | 18,41 | -13,65 | 25,04 | 11,51 | 8,50 |
| P/Tangible BVPS | 0,28 | 0,44 | 0,59 | 0,72 | 0,75 | 0,77 | 0,75 | 0,72 |
| P/E | -0,48 | -0,79 | -1,23 | -1,21 | -6,10 | -34,63 | 39,91 | 16,90 |
| P/FCF | -2,40 | -3,07 | 16,77 | -5,38 | -8,60 | -15,69 | -36,67 | 33,03 |

Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH



Umsatzaufteilung 2012



Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

| | | |
|---|--|--|
| DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH | | Arndtstr. 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 | <u>Sectors:</u> Support Research and Quantitative Approach |
| Andreas Braun E-Mail: rb@kalliwoda.com | Junior-Analyst; University of Frankfurt/Main | <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 |
| Rainer Koch E-Mail: rk@kalliwoda.com | Computer-Science/Dipl.-Betriebw, (Frankfurt); seasoned international Executive IT-Industry | <u>Sectors:</u> IT, IT-Services, Internet, Media, Internet, Emerging Markets |
| 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, 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 |
| Dario Maugeri E-Mail: dm@kalliwoda.com | Master of Science in Corporate Finance; Rotterdam School of Management norb | <u>Sectors:</u> Automotive, 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



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.