

Update
Kaufen

Target Price: 19,52 EUR

paragon AG

Erwartungen in Q2 erfüllt

Branche: Automobilzulieferer
Land: Deutschland
WKN: 555869
Reuters: PGNG.DE
Webseite: paragon-online.de

Kurs aktuell: 5,60
Hoch: 13,75
Tief: 3,90
Kurs 52 W.: 13,75
Marktkap. (Mio. EUR): 23,0
Anzahl Aktien (in Mio.): 4,1

Aktionärsstruktur

Streubesitz: 48,68%
Klaus Dieter Frers: 51,32%

Performance

4 Wochen: -31,5%
13 Wochen: -42,7%
26 Wochen: -49,3%
52 Wochen: 34,9%
lfd. Jahr: -49,8%

Dividende

	EUR/Aktie	in %
2008	0,00	0%
2009	0,00	0%
2010	0,00	0%
2011E	0,00	0%
2012E	0,00	0%



Der Umsatz verbesserte sich im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um 10% auf 33,4 Mio. Euro. Das EBIT erhöhte sich um 61% auf 4,9 Mio. Euro. Das Periodenergebnis verzeichnete eine Steigerung um 20% auf 3,6 Mio. Euro (Vorjahreszeitraum: 2,99 Mio. Euro). Eine negative Entwicklung wurde bei den Beständen der flüssigen Mittel verzeichnet. Sie verringerten sich von 17,1 auf 14,2 Mio. Euro. Dies ist im Wesentlichen auf die im Dezember 2010 erfolgte Sonderausschüttung der Insolvenzgläubiger i.H.v. 1,2 Mio. Euro sowie die Auskehrung des Anderkontos i.H.v. 1,7 Mio. Euro zurückzuführen.

Eine signifikante Entwicklung war im Vergleich zum Vorjahreszeitraum bei den langfristigen Rückstellungen und Verbindlichkeiten zu beobachten. Diese reduzierten sich von 28,4 auf 18,3 Mio. Euro und sind im Wesentlichen auf die Reduzierung der langfristigen Darlehen i.H.v. 9,5 Mio. Euro zurückzuführen.

Die Aktie durchlief einen viermonatigen Abwärtstrend seit dem 03.01.2011 von 13,31 Euro und testete das vorläufige Tief am 15.03.2011 mit 8 Euro. Nach einer kurzfristigen Erholung auf 10,35 Euro stabilisierte sich die Aktie bei geringer Volatilität und moderaten Handelsumsätzen um 9 Euro, worauf folgend ein negativer Seitwärtstrend eintrat, der dem allgemeinen Marktgeschehen folgte. Ausgelöst durch die Staatsschuldenkrisen sowie die eingetrübten Konjunkturaussichten dominierten die Verkäufer das Kursgeschehen der paragon AG und markierte am 09.08.2011 mit 5.60 Euro ein neues Tief, worauf eine Kurserholung folgte.

Eine signifikante Entwicklung ist im Vergleich zum Vorjahreszeitraum bei der Mitarbeiteranzahl festzustellen. Diese erhöhte sich um 36% von 244 auf 333 fest angestellte Mitarbeiter sowie von 25 auf 58 Leiharbeiter.

Der in unserem DCF-Modell hergeleitete faire Wert beträgt 19,52 Euro. Dies entspricht einem Aufwärtspotenzial von 248 Prozent gegenüber dem aktuellen Kurs. Unser Urteil lautet „Kaufen“.

EUR m	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Umsatzerlöse	112,0	67,3	60,4	65,2	68,8	74,9	78,7	82,6
EBITDA	-53,54	-35,12	109,82	11,19	12,73	14,36	16,08	17,32
EBIT	-66,13	-40,52	104,85	6,97	6,61	9,34	10,02	12,44
Nettoergebnis	-71,84	-46,69	103,42	4,02	3,96	5,96	6,55	8,38
EPS	-17,46	-11,35	0,61	0,98	0,96	1,45	1,59	2,04
BVPS	-13,17	-19,17	1,08	2,06	3,02	4,47	6,06	8,10
CFPS	3,27	1,16	-0,35	2,03	2,08	2,67	2,87	3,48
RoE	NA	NA	56%	47%	32%	32%	26%	25%
RoS	-64%	-69%	171%	6%	6%	8%	8%	10%
EBIT margin	-59%	-60%	174%	11%	9,6%	12%	13%	15%

Dr. Norbert Kalliwoda
nk@kalliwoda.com

Phone: +49 69 97 20 58 53
www.kalliwoda.com

Inhalt

1	Investment Case	3
2	Unternehmensprofil	4
3	Aktuelle Entwicklung	5
4	Unternehmensstrategie	6
4.1	Produkte.....	6
4.2	Kunden.....	10
5	Markt und Wettbewerb	11
6	SWOT	13
7	Aktie	14
8	Finanzteil	15
8.1	Gewinn- und Verlustrechnung	15
8.2	Bilanz.....	16
9	Bewertung	17
9.1	DCF-Modell.....	17
9.2	WACC	18
9.3	Fair Value – Sensitivitäten.....	18
9.4	Peer Group Analyse.....	19
10	Kontakt	20
11	Disclaimer	21

1 Investment Case

Der aktuelle Aktienkurs spiegelt nach unserer Einschätzung noch nicht den fairen Wert der Aktie wider. Trotz des aktuell angespannten und hoch volatilen Marktgeschehens sehen wir noch signifikantes Potenzial in der Aktie. In dem aktuellen Kurs sollten nun alle wesentlichen Risiken eingepreist sein und somit eine Betrachtung der Fundamentaldaten wieder im Vordergrund stehen. Ausgehend von den Restrukturierungsmaßnahmen sowie der breiten Positionierung sehen wir das Unternehmen für die Zukunft gut aufgestellt. Der fortdauernd starke Aufwärtstrend der Automobilindustrie sorgt dafür, dass sich paragon weiterhin auf einem Wachstumskurs befindet und steigende Umsätze generiert. Die langjährigen Kundenbeziehungen zu den großen Automobilherstellern, insb. zum Großkunden Volkswagen sollte zu weiteren Bestellungen führen und damit die Auftragslage verbessern.

Durch die Steigerung der Belegschaft wird paragon der wachsenden Nachfrage gerecht. Zukunftsweisend steigerte paragon das Investitionsvolumen in Forschung und Entwicklung von anfangs 1,6 Mio. auf 2,4 Mio. Euro, um neue Innovationen im Bereich der Automobilelektronik zu entwickeln.

Risiken, die das Unternehmen in seiner Substanz gefährden könnten, sind nach unserer Einschätzung aufgrund der robusten Konjunktur in der Automobilindustrie als gering einzuschätzen. Die Abhängigkeit von dem wirtschaftlichen Erfolg weniger Abnehmer und Modellen sehen wir ebenfalls als gering an. Einzig die steigenden Rohstoffpreise sowie stagnierende Erzeugerpreise könnten zu einem Preisdruck auf die Zulieferunternehmen führen und somit die Gewinnmarge drücken.

Automobilmarkt wächst weiter

Sollte sich der Automobilmarkt weiterhin so gut entwickeln wie erwartet, wird paragon weiter von diesem Trend profitieren. Höhere Absatzzahlen bei Neufahrzeugen bedeuten höhere Umsätze bei paragon durch verkaufte Komponenten. Die Verträge mit den Kunden gelten häufig über mindestens eine Modellgeneration und laufen daher langfristig.

Innovationen sind gefragt

Die Innovationen im Automobilssektor werden heute überwiegend durch den Bereich Elektrik/Elektronik getragen. Genau hier ist paragon tätig und hat sich als Innovationsführer positioniert. Die Gesellschaft sollte daher in der Lage sein, künftig wieder deutlich zu wachsen und die Kundenbeziehungen zu den großen internationalen Herstellern weiter auszubauen. Besonders für Premium-Fahrzeuge werden Produkte aus den von paragon fokussierten Bereichen Komfort, Sicherheit und Gesundheit nachgefragt.

2 Unternehmensprofil

Die paragon AG wurde 1988 als Elektronikhersteller gegründet. Die Produktpalette wurde auf Sensoren erweitert, wodurch der Einstieg als Automobilzulieferer gelang. Die Auftragsfertigung im Bereich Electronic Solutions wurde mittlerweile aufgegeben, so dass paragon heute ausschließlich als Direktlieferant für die Automobilindustrie tätig ist. Die Gesellschaft beschäftigt aktuell 333 Mitarbeiter und 58 Leiharbeiter.

Die Aktie der paragon AG ist seit dem Jahr 2000 im Prime Standard der Deutschen Börse gelistet. Der Sitz der Gesellschaft befindet sich in Delbrück in Nordrhein-Westfalen. Zweigniederlassungen befinden sich in Suhl (Thüringen), Nürnberg (Bayern) und St. Georgen (Baden-Württemberg). Die folgende Übersicht zeigt die historische Entwicklung der Gesellschaft:

- 1988 Gründung als Elektronikhersteller in Delbrück
- 1991 Werk für Electronic Services in Zella-Mehlis
- 1993 Start der Entwicklung und Produktion von Sensoren
- 1995 Erste Luftgütesensoren von paragon in Automobilen
- 1998 Produktion von Komponenten für Bedienelemente
- 1999 Premiere für Patente bei akustischen Sensoren
- 2000 Börsengang in Frankfurt a. M. als paragon AG
- 2003 Übernahme der Luftgütesensorsparte von Bosch
- 2004 Auftakt für das Geschäft mit Anzeigeelementen
- 2005 Einstieg in den Markt für automobile Car Media Systeme
- 2007 Initiierung des Spin-offs Artega® als Referenzobjekt
- Q4 2008 –
Q1 2009 Schwierigkeiten aufgrund der Finanz- und Automobilkrise
- Q1 2009 Restrukturierungsmaßnahmen
- Q2 2009 Operativ wieder schwarze Zahlen aber keine Einigung mit Banken über Finanzierung
- 10/2009 Einleitung Planinsolvenzverfahren mit umfangreicher Restrukturierung des gesamten Konzerns
- 2010 Abschluss des Insolvenzverfahrens und volle Konzentration auf die Automobilindustrie

Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research

3 Aktuelle Entwicklung

Die erfreuliche konjunkturelle Entwicklung in der Automobilindustrie und des Geschäftsverlaufes beflügelten die Ergebniswerte des Unternehmens, die sich besser entwickelten als erwartet. Diese Entwicklung wurde durch das im letzten Quartal eingeführte Universal Phone Tray unterstützt. Mit dem Universal Phone Tray erweitert paragon das Angebot in der Produktgruppe Media-Interfaces und bietet somit eine geringere Strahlenbelastung beim freien telefonieren im automobilen Innenraum. Auf der Internationalen Automobil-Ausstellung plant paragon im September dieses Jahres neuartige Lösungen zu präsentieren, die das vorhandene Portfolio sinnvoll ergänzen. Im Fokus stehen Exponate in Bezug auf die Vernetzung des Automobils.

Für das laufende Geschäftsjahr erwarten wir ein moderates Wachstum. Ausschlaggebend für dieses Votum ist eine schwächelnde Weltkonjunktur sowie die allgemeine Verunsicherung in Bezug zur Staatsschuldenkrise und somit ein mögliches Abflauen der Exporte der Automobilindustrie. Die hieraus resultierenden fehlenden Neuaufträge sollten sich Ende 2011 bemerkbar machen. Für die Folgejahre erwarten wir jedoch wieder 2-stellige Wachstumsraten, da im Jahr 2010 neue Aufträge gewonnen werden konnten, die in den Jahren 2012 und 2013 zum Umsatz beitragen werden.

Ereignisse am Aktienmarkt

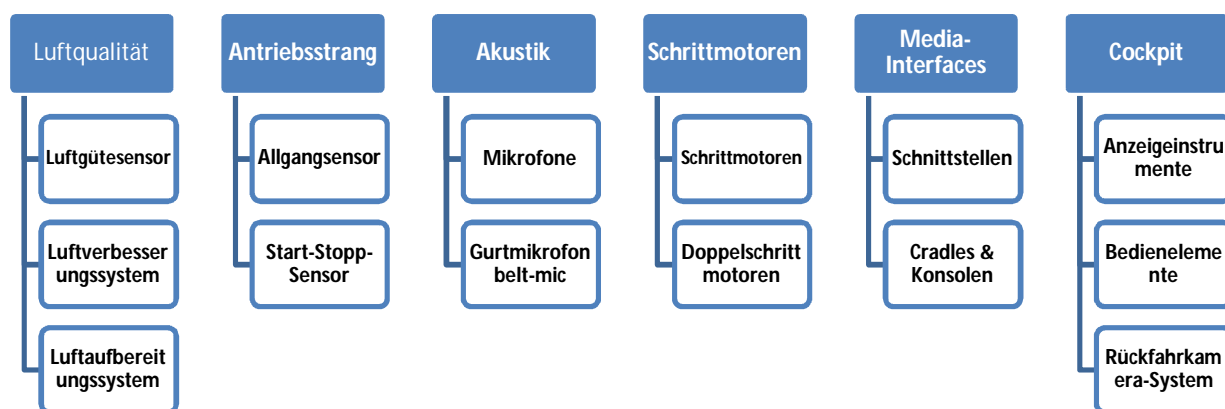
In der letzten Handelswoche sahen wir einen massiven Abverkauf im Leitindex Dax, der sich diese Woche weiter fortsetzt. Dieser Abverkauf kostet inzwischen über 1400 Punkte und damit rund 20%. Die paragon AG konnte sich diesem Trend nicht widersetzen und fiel überproportional um gut 30%. Nach wie vor dominieren die Staatsschuldenkrisen sowie die Konjunkturaussichten der USA und der EU das Marktgeschehen rund um den Globus. Nach unserer Einschätzung wird sich der Markt durch die neuen Maßnahmen der US-Notenbank stabilisieren. Einschneidende politische Entscheidungen, die die Situation verbessern werden von unserer Seite aus nicht erwartet.

4 Unternehmensstrategie

Als Auftragsfertiger für Elektronik gegründet, ist paragon mittlerweile ein reiner Tier-1 Automobillieferant. Der Fokus liegt dabei auf Autoelektronik für den Innenraum. Das Angebot von paragon umfasst Produkte in den Bereichen Luftqualität, Antriebsstrang, Akustik, die alle am Standort Delbrück gefertigt werden, Schrittmotoren in St. Georgen, sowie Media-Interfaces und Cockpit, die in Nürnberg produziert werden. Die Gesellschaft entwickelt dabei eigene Produkte und sichert sich so einen Innovationsvorsprung vor den Wettbewerbern (z.B. im Bereich Luftgütesensoren). Da mehr als die Hälfte der Schlüsselinnovationen im Bereich Elektrik/Elektronik entstehen, ist paragon einerseits gezwungen, stetig neue Innovationen zu präsentieren. Andererseits verfügt die Gesellschaft somit über die First-Mover-Advantage und sieht sich in den neuen Märkten keinem direkten Wettbewerb ausgesetzt. In vielen Bereichen ist paragon Marktführer. Bei den Luftgütesensoren hat das Unternehmen einen Weltmarktanteil von ca. 85 %, bei Schrittmotoren ist paragon die Nr. 2 weltweit. Auch im Bereich Borduhren und Chronographen gehört die Gesellschaft als weltweite Nr. 3 zu den Marktführern. Zweitgrößter Player in Europa ist paragon bei Media-Interfaces, Cradles & Konsolen und Mikrofonen.

Paragon positioniert sich als innovativer Zulieferer, der stets einzigartige Lösungen findet. 250 Patente, über die das Unternehmen verfügt, belegen dies. Im Fokus steht dabei die Frage, wie paragon das Fahren für den Autofahrer noch angenehmer gestalten kann. Dieser Aspekt spielt auch in der Strategie der großen Automobilhersteller eine wichtige Rolle, da die Endkunden großen Wert auf komfortables Reisen legen. Um die eigenen Innovationen nicht nur für die Ober- und Luxusklasse attraktiv zu gestalten, wird bei der Entwicklung großer Wert auf eine spätere effiziente Produktion gelegt. So können der Komfort und neue Trends auch Kunden in der Kompaktklasse zugänglich gemacht werden. Für paragon impliziert dies eine größere Reichweite und höheres Absatzpotenzial.

4.1 Produkte



Luftqualität

Im Bereich Luftqualität entwickelt und fertigt paragon Luftgütesensoren, Luftaufbereitungssysteme und Luftverbesserungssysteme zur Förderung der Gesundheit und des Wohlbefindens der Fahrzeuginsassen. Der Luftgütesensor AQS reagiert auf eine Erhöhung gesundheitsschädlicher Gase, z.B. in Tunneln oder an der Ampel. Daraufhin werden automatisch die Umluftklappen der Klimaanlage geschlossen und ein Eindringen der Schadstoffe vermieden. Das Luftverbesserungssystem AQI reinigt die Luft im Fahrzeug und bindet über Kleinionen Feinstäube,

Gase sowie Gerüche und senkt die Keimbelastung. Mittels Mikrooxidation beseitigt das Luftaufbereitungssystem AQC Keime und Bakterien, die in der Klimaanlage entstehen.

Luftgütesensor AQS



Luftverbesserungssystem AQI



Luftaufbereitungssystem AQC



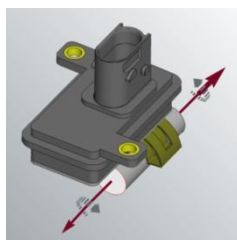
Quelle: Unternehmen

Im Bereich Luftqualität ist paragon mit deutlichem Abstand Weltmarktführer (Marktanteil ca. 85 Prozent). Die Systeme wurden in der Vergangenheit insbesondere in der Ober- und Luxusklasse eingesetzt. Mittlerweile finden sie jedoch auch vermehrt in der Mittelklasse Anwendung. Wir gehen davon aus, dass sie künftig auch in der Kompaktklasse eingesetzt werden. Wir sind überzeugt, dass paragon seine Position als Nummer 1 verteidigen wird. Dafür sprechen die jahrelange Erfahrung, die stetigen Innovationen und der große Abstand zu den Wettbewerbern.

Antriebsstrang

paragon bietet Sensorlösungen für die exakte Weg- und Positionsmessung in verschiedenen Anwendungen an. Hierdurch werden die Steuer- und Regelsysteme des Antriebsstrangs optimiert. Dazu gehören Positionssensoren wie Kupplungswegsensoren. Schaltungssensoren ermöglichen eine berührungslose Übermittlung der Gangpositionen an die Getriebesteuerung bei automatisierten Schalt und Automatikgetrieben. Der Start-Stopp-Sensor kommt bei Start-Stopp-Systemen zum Einsatz, indem er die Gangposition eindeutig erkennt und übermittelt. Er ist kostengünstiger als vorangegangene Systeme und erfordert weniger Aufwand, da andere Komponenten nicht mehr eingebaut werden müssen. Außerdem können die Signale des Sensors für weitere Funktionen wie die Rückfahrkamera und –scheinwerfer oder das akustische Rückfahrsignal verwendet werden. Die Innovationen von paragon senken Kosten und Aufwand. Wir gehen daher davon aus, dass sie sich am Markt durchsetzen können. Jüngst veröffentlichte das Unternehmen die Entwicklung eines neuartigen Allgang-Sensors für Schaltgetriebe, der die Produktpipeline für den Antriebsstrang gezielt ergänzt. Der Allgang-Sensor von paragon kann bereits beim Start eines Schaltvorganges erkennen, welcher Gang gerade eingelegt wird. Der Sensor ermöglicht weichere und gleichzeitig schnellere Schaltvorgänge und auch für den Fahrzeughersteller ergeben sich wirtschaftliche Vorteile, weil ein gesonderter Rückwärtsgangsensor nicht mehr erforderlich ist. Wettbewerbsprodukte können diese Vorteile nicht liefern.

Allgangsensor



Start-Stopp-Sensor



Quelle: Unternehmen

Akustik

Im Bereich Akustik stellt paragon verschiedene Arten von Mikrofonen für Freisprecheinrichtungen her. Dabei versucht paragon, über innovative Lösungen eine optimale Sprachqualität zu erzeugen. Sehr kleine Mikrofone, die problemlos und unauffällig im Fahrzeuginnenraum angebracht werden können, verfügen über eine hohe Richtwirkung. Mit dem belt-mic hat paragon ein weltweit einzigartiges Gurtmikrofon entwickelt. Hier ist das Mikrofon in den Sicherheitsgurt integriert und in den Gurt eingewobene Drähte übermitteln das Sprachsignal an das Kommunikationssystem des Fahrzeugs. Der Abstand zum Mikrofon ist dadurch deutlich kleiner, was zu einem geringeren Rauschen und besserer Sprachqualität führt. Audi liefert Gurtmikrofone von paragon bereits in Serie.

Freisprechmikrofon integra-mic plus



Gurtmikrofon belt-mic



Quelle: Unternehmen

Schrittmotoren

Paragon gehört zu den weltweit größten Herstellern von Schrittmotoren für Anzeigeeinstrumente. Sie werden zum Betrieb von Borduhren in Fahrzeugen verwendet und müssen daher eine sehr hohe Ganggenauigkeit aufweisen. Zur Produktpalette gehören auch Doppelschrittmotoren, die in Instrumenten mit zwei unabhängigen Zeigern Anwendung finden.

Media-Interfaces

Im Segment Media-Interfaces ist paragon auf zwei Bereiche spezialisiert: Schnittstellen sowie Cradles & Konsolen. Der Bereich Schnittstellen umfasst sowohl die kabellose als auch die kabelgebundene Verbindung zwischen mobilen Endgeräten und der Fahrzeugumgebung. Mobiltelefone werden kabellos über eine Bluetooth-Schnittstelle an das Kommunikationssystem des Fahrzeugs gekoppelt. MP3-Player können über USB- oder spezielle (iPod-Connector) Schnittstellen mit dem Fahrzeug verbunden werden. Dieser Bereich dürfte mit der zunehmenden Verbreitung von Smartphones weiter wachsen. Um diesem Trend zu begegnen, bietet paragon weitere Funktionen wie Internetradio, WLAN und E-Mail an. paragon bietet sowohl universelle als auch Handy-spezifische Cradles & Konsolen für die sichere und einfache Bedienung von mobilen Endgeräten an. Über Cradles können Mobiltelefone an die Fahrzeugantenne gekoppelt werden, was zu einer besseren Verbindungsqualität und geringere Strahlung im Innenraum des Fahrzeugs führt. Gleichzeitig wird der Akku des Mobiltelefons geladen.

Media Extender**Universal Phone Tray**

Quelle: Unternehmen

Bedienelemente

Für den Bereich Cockpit produziert paragon Instrumente, Bedienelemente und ein Rückfahrkamera-System. Die Bilder der Rückfahrkamera werden auf einen Monitor in der Ablageschale übertragen. Sobald der Rückwärtsgang eingelegt wird, werden Kamera und Monitor aktiviert. Zusätzlich ist das System mit einem in der Kamera eingebauten Mikrophon ausgestattet. Die Produktpalette von paragon im Bereich Instrumente bietet Einzelinstrumente für Zusatzfunktionen, Borduhren, Stoppuhren, Bordkompass sowie komplette Kombiinstrumente für Nischenanwendungen. Das Angebot bei Bedienelementen umfasst Sensortasten, die als Schalt-, Wheel- und Sliderfunktion umgesetzt werden können. Sie werden in Bedieneinheiten für Lenkrad, Klimaanlage, Headunit und weitere Anwendungen verbaut.

Anzeigeelemente**Bedienelemente****Rückfahrkamera**

Quelle: Unternehmen

4.2 Kunden

Zu den Kunden von paragon zählen die großen internationalen Automobilhersteller. Zu diesen pflegt paragon langjährige Kundenbeziehungen. Mit Abstand größter Kunde ist der Volkswagenkonzern, zu dem eine besonders lange und intensive Kundenbeziehung besteht. Auch während der Zeit der Insolvenz tätigte VW weiter Bestellungen. Ein Risiko besteht durch die Konzentration eines Großteils des Umsatzes auf diesen Kunden. Die folgenden Automobilhersteller gehören zum Kundenkreis von paragon:



Quelle: Unternehmen

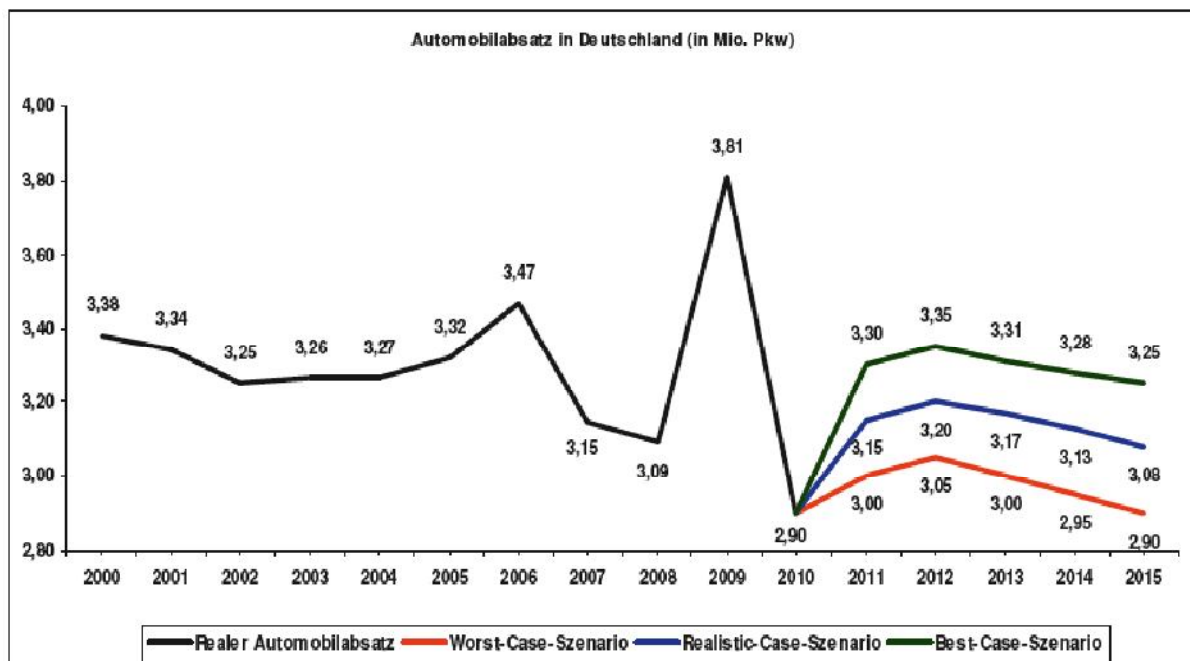
5 Markt und Wettbewerb

Die paragon AG bietet Lösungen im Bereich der Automobilelektronik an. Sie zeichnet sich durch eine spezialisierte Produktpalette aus und vertreibt als Automobildirektzulieferer neben Lüftungstechnik und Sensoren im Antriebsstrang auch Schrittmotoren, Kommunikationstechnik und Cockpitausstattung. Mit dem Luftgütesensor AQA ist paragon Weltmarktführer.

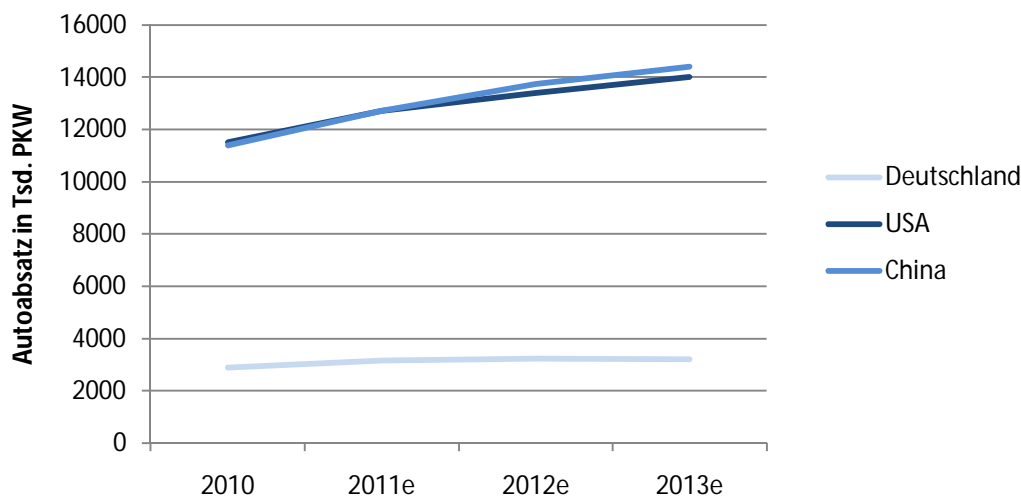
Automobilmarkt auf Wachstumskurs

Der Aufschwung in Deutschland bleibt nach der Jahreswende 2010/2011 intakt, verliert allerdings an Fahrt. Nach dem starken Anstieg zum Jahresauftakt wird hierzulande mehr produziert als vor der Krise. Unterstützt durch die anhaltende positive wirtschaftliche Entwicklung Deutschlands steigen nicht nur die gewerblichen, sondern auch die privaten Automobilkäufe. Laut dem Verband der Automobilindustrie (VDA) legte der Weltautomobilmarkt im Jahr 2010 um 12% auf 61,7 Mio. Pkw zu und überschreitet damit bereits wieder das Vorkrisenniveau. Das ifo-Institut erwartet für die deutsche Automobilindustrie eine Fortsetzung des signifikanten Wachstums in Umsatz und Produktion von gut 10%. Mittel- und langfristig wird der Automobilabsatz in Deutschland angesichts struktureller und konjunktureller Veränderungen jedoch abnehmen. Bis zum Jahr 2015 wird ein Absinken des Absatzes auf 3,1 Mio. Fahrzeuge pro Jahr erwartet. Wachstumstreiber im internationalen Geschäft waren vor allem die vier BRIC-Staaten (Brasilien, Russland, Indien und China) sowie der US-Markt. Als Risiken benennt das ifo-Institut eine Ausweitung der Schuldenkrise sowie eine steigende Inflation.

Entwicklung des Automobilabsatzes



Quelle: CAMA



Weltweit steigen parallel zu den Automobilverkäufen auch die Umsätze der Automobilzulieferer. Nach Schätzungen der Unternehmensberatung „Roland Berger“ werden Zulieferer bis zum Jahr 2020 Umsatzzuwächse von 150 Mrd. EUR verzeichnen. Ein Großteil der Zuwächse sind in China (EUR 50 Mrd.) sowie in Europa, USA und Japan mit EUR 65 Mrd. zu beobachten. Die deutsche Automobilindustrie geht für das Jahr 2011 von neuen Rekordmarken beim Pkw-Export aus.

Dabei fällt das Wachstum in den verschiedenen Automobilkomponenten unterschiedlich aus. Folgende Tabelle zeigt die Wachstumsschätzungen für die betreffenden Automobilkomponenten für die Zeitspanne 2008 bis 2020:

	Triad			BRIC		Other
	EU	USA	Japan	China	BRI	
Interior	1,9	1,9	-1,6	11,0	6,3	3,7
Infotainment	0,5	0,9	-1,4	1,1	0,5	0,5

Angaben in Mrd. EUR

Getrieben durch eine starke Nachfrage werden Automobilzulieferer im Jahr 2010 laut einer Untersuchung der Unternehmensberatung „Roland Berger“ im Durchschnitt eine EBIT-Marge von 6% erreicht haben. Dies stellt den höchsten Wert seit Jahren dar.

Nach dem Verkauf einer amerikanischen Tochtergesellschaft und weiteren Auslandsniederlassungen konzentriert sich paragon verstärkt auf den Heimatmarkt, wo paragon gut aufgestellt ist. Paragon hat Vertragsbeziehungen mit allen europäischen Automobilherstellern. Als einer der umsatzschwächeren Automobilzulieferer behauptet sich paragon seit Jahren bereits in einem schwierigen Markt. Durch eine Nischenpolitik und qualitativ hochwertige, innovative Produkte mit klaren

Alleinstellungsmerkmalen bei gleichzeitig hohen Stückzahlen setzt sich paragon von der Konkurrenz ab.

Potenzial sehen wir in der Forschung und Entwicklung neuer Produkte. Fahrzeuge werden sich in Zukunft weiter elektrifizieren. Dies kommt paragon als Zulieferer für elektronische Automobilkomponenten zugute.

Der Markt der Elektroautomobile wird nach unserer Einschätzung in den nächsten Jahren immer stärker wachsen. Paragon hat bereits einen besonders für Hybridautomobile genutzten Start-Stopp-Sensor sowie ein Anzeigesystem für Elektrofahrzeuge entwickelt und ist somit gut positioniert. Hier erschließen sich langfristig neue Wachstumsmöglichkeiten als Zulieferer für Elektroautomobile.

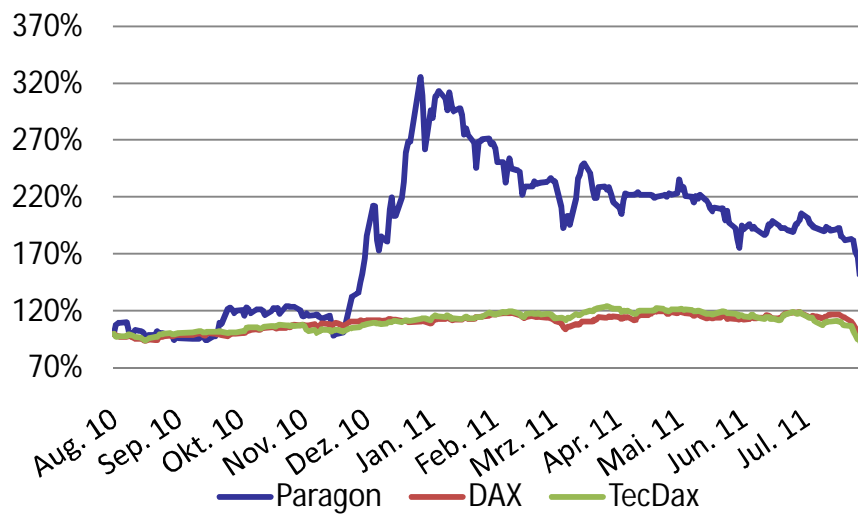
6 SWOT

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - Starke Marktposition in mehreren Bereichen (Luftgütesensoren, Schrittmotoren, Borduhren und Chronographen) - Starke Kundenbeziehungen zu namhaften Herstellern - Hohe Innovationskraft, dadurch häufig First-Mover-Advantage - Zahlreiche langfristige Verträge über mindestens eine Modellreihe - Solide Finanzierung nach Bilanzbereinigung (Planinsolvenz) - Effiziente Produktion mit hohem Automatisierungsgrad 	<ul style="list-style-type: none"> - Große Abhängigkeit von einzelnen Kunden (VW) - Relativ klein im Vergleich zu Wettbewerbern - International nur mäßig vertreten - Hohes Maß an Abhängigkeit vom Wachstum in der Automobilbranche - Niedrige Margen wegen steigender Rohstoffpreise
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Wachstum in der Automobilbranche, insbesondere in Asien - Komponenten von paragon werden zunehmend auch in der Kompakt- & Mittelklasse verbaut, dadurch steigende Stückzahlen - Mehrzahl der Innovationen wird durch Elektrik bzw. Elektronik getrieben - Kostensenkungsmöglichkeiten durch Strategische Allianzen 	<ul style="list-style-type: none"> - Wachstumstrend in der Automobilbranche schwächt sich ab - Automobilhersteller üben Preisdruck auf Zulieferer aus - Hohe Wettbewerbsintensität im Automobilzulieferer-Bereich - Druck, stetig neue Innovationen zu liefern

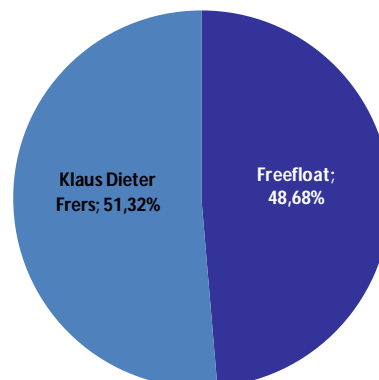
7 Aktie

Die Aktie durchlief einen viermonatigen Abwärtstrend seit dem 03.01.2011 von 13,31 Euro und testete das vorläufige Tief am 15.03.2011 mit 8 Euro. Nach einer kurzfristigen Erholung auf 10,35 Euro stabilisierte sich die Aktie bei geringer Volatilität und moderaten Handelsumsätzen um 9 Euro, worauf folgend ein negativer Seitwärtstrend eintrat, der dem allgemeinen Marktgeschehen folgte. Ausgelöst durch die die Staatsschuldenkrisen sowie die eingetrübten Konjunkturaussichten dominierten die Verkäufer das Kursgeschehen der paragon AG und markierten am 09.08.2011 mit 5.60 Euro ein neues Tief, worauf eine Kurserholung folgte.

Aktienkursentwicklung der letzten 52 Wochen



Aktionärsstruktur



Quelle: Thomson Reuters

8 Finanzteil

8.1 Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung - paragon AG							
Zahlenangaben in TEURO	Geschäftsjahr						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
Umsatzerlöse	112.003	67.349	60.363	65.192	68.750	74.938	78.684
Sonstige betriebliche Erträge	5.118	3.156	106.178	2.548	766	1.372	1.541
Erhöhung oder Verminderung des Bestands an fertigen und unfertigen Erzeugnissen	1.079	-5.853	575	1.416	300	100	300
Andere aktivierte Eigenleistungen	5.218	328	224	900	525	1.647	1.647
Gesamtleistung	123.418	64.980	167.340	70.056	70.341	78.057	82.173
Materialaufwand	-63.513	-36.704	-32.415	-36.139	-35.750	-38.218	-40.129
Rohertrag	59.905	28.276	134.925	33.917	34.591	39.839	42.044
<i>Um die Zuschreibung bereinigter Rohertrag</i>			33.995				
Personalaufwand	-27.891	-20.421	-12.501	-16.751	-17.188	-18.734	-19.671
Abschreibungen auf immaterielle VG und SA	-12.591	-5.392	-4.969	-4.323	-4.606	-5.021	-5.272
Wertminderung auf Finanzanlagen, immaterielle VG, SA und GoF	-62.503	-337	-114	-5	0	0	0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-23.052	-42.642	-12.490	-5.870	-6.188	-6.744	-7.082
Betriebsergebnis	-66.132	-40.516	104.851	6.967	6.609	9.339	10.019
Bereinigtes Betriebsergebnis			3.921				
Finanzerträge	211	123	215	31	263	312	372
Finanzierungsaufwendungen	-8.423	-6.568	-992	-1.300	-1.250	-1.200	-1.100
Finanzergebnis	-8.212	-6.445	-777	-1.269	-988	-888	-728
Ergebnis vor Steuern	-74.344	-46.961	104.074	5.698	5.622	8.452	9.291
Bereinigtes Ergebnis vor Steuern			3.144				
Ertragsteuern	2.508	274	-651	-1.681	-1.658	-2.493	-2.741
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	-71.836	-46.687	103.423	4.017	3.963	5.958	6.550
Bereinigter Jahresüberschuss			2.493				
<i>Ergebnis je Aktie (unverwässert)</i>	-17,46	-11,35	0,61	0,98	0,96	1,45	1,59
<i>Ergebnis je Aktie (verwässert)</i>	-17,46	-11,35	0,61	0,98	0,96	1,45	1,59
Bereinigtes Ergebnis je Aktie (unverwässert)			0,61				

Profit & Loss (Year on Year)

Umsatzerlöse	2,9%	-39,9%	-10,4%	8,0%	5,5%	9,0%	5,0%
Sonstige betriebliche Erträge	1,7%	-38,3%		-97,6%	-70,0%	79,2%	12,3%
Erhöhung oder Verminderung des Bestands an fertigen und unfertigen Erzeugnissen				146,3%	-78,8%	-66,7%	200,0%
Andere aktivierte Eigenleistungen	-22,3%	-93,7%	-31,7%	301,8%	-41,7%	213,8%	0,0%
Gesamtleistung	2,4%	-47,3%	157,5%	-58,1%	0,4%	11,0%	5,3%
Materialaufwand	4,7%	-42,2%	-11,7%	11,5%	-1,1%	6,9%	5,0%
Rohertrag	0,1%	-52,8%	377,2%	-74,9%	2,0%	15,2%	5,5%
Personalaufwand	1,0%	-26,8%	-38,8%	34,0%	2,6%	9,0%	5,0%
Abschreibungen auf immaterielle VG und SA	5,5%	-57,2%	-7,8%	-13,0%	6,6%	9,0%	5,0%
Wertminderung auf immaterielle VG und SA		-99,5%	-66,2%	-95,6%	-100,0%		
Sonstige betriebliche Aufwendungen	70,9%	85,0%	-70,7%	-53,0%	5,4%	9,0%	5,0%
Betriebsergebnis		-38,7%		-93,4%	-5,1%	41,3%	7,3%
Finanzerträge	-52,3%	-41,7%	74,8%	-85,6%	746,8%	19,0%	19,0%
Finanzierungsaufwendungen	21,6%	-22,0%	-84,9%	31,0%	-3,8%	-4,0%	-8,3%
Finanzergebnis	26,6%	-21,5%	-87,9%	63,3%	-22,2%	-10,1%	-18,0%
Ergebnis vor Steuern		-36,8%		-94,5%	-1,3%	50,3%	9,9%
Ertragsteuern	16,5%	-89,1%		158,2%	-1,3%	50,3%	9,9%
Jahresüberschuss/-fehlbetrag		-35,0%		-96,1%	-1,3%	50,3%	9,9%

Profit & Loss (% of Revenues)

Umsatzerlöse	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Sonstige betriebliche Erträge	4,6%	4,7%	175,9%	3,9%	1,1%	1,8%	2,0%
Erhöhung oder Verminderung des Bestands an fertigen und unfertigen Erzeugnissen	1,0%	-8,7%	1,0%	2,2%	0,4%	0,1%	0,4%
Andere aktivierte Eigenleistungen	4,7%	0,5%	0,4%	1,4%	0,8%	2,2%	2,1%
Gesamtleistung	110,2%	96,5%	277,2%	107,5%	102,3%	104,2%	104,4%
Materialaufwand	-56,7%	-54,5%	-53,7%	-55,4%	-52,0%	-51,0%	-51,0%
Rohertrag	53,5%	42,0%	223,5%	52,0%	50,3%	53,2%	53,4%
Personalaufwand	-24,9%	-30,3%	-20,7%	-25,7%	-25,0%	-25,0%	-25,0%
Abschreibungen auf immaterielle VG und SA	-11,2%	-8,0%	-8,2%	-6,6%	-6,7%	-6,7%	-6,7%
Wertminderung auf immaterielle VG und SA	-55,8%	-0,5%	-0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-20,6%	-63,3%	-20,7%	-9,0%	-9,0%	-9,0%	-9,0%
Betriebsergebnis	-59,0%	-60,2%	173,7%	10,7%	9,6%	12,5%	12,7%
Bereinigtes Betriebsergebnis			6,5%				
Finanzerträge	0,2%	0,2%	0,4%	0,0%	0,4%	0,4%	0,5%
Finanzierungsaufwendungen	-7,5%	-9,8%	-1,6%	-2,0%	-1,8%	-1,6%	-1,4%
Finanzergebnis	-7,3%	-9,6%	-1,3%	-1,9%	-1,4%	-1,2%	-0,9%
Ergebnis vor Steuern	-66,4%	-69,7%	172,4%	8,7%	8,2%	11,3%	11,8%
Ertragsteuern	2,2%	0,4%	-1,1%	-2,6%	-2,4%	-3,3%	-3,5%
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	-64,1%	-69,3%	171,3%	6,2%	5,8%	8,0%	8,3%

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

8.2 Bilanz

Bilanzen - paragon AG						
Zahlenangaben in TEURO	Geschäftsjahr					
	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
Aktiva						
<u>Anlagevermögen</u>						
Immaterielle Vermögenswerte	5.020	3.080	2.183	2.183	2.183	2.183
Sachanlagen	15.763	14.250	12.683	15.778	15.079	14.647
Finanzanlagen	180	0	0	0	0	0
Latente Steuern	367	718	608	0	0	0
Summe Anlagevermögen	21.330	18.048	15.474	17.961	17.262	16.830
<u>Umlaufvermögen</u>						
Vorräte	10.056	6.472	7.216	7.138	7.631	8.012
Ford. aus Lieferungen und Leistungen	4.640	3.910	4.223	4.453	4.854	5.097
Ertragssteueransprüche	61	195	196	0	0	0
Sonstige Vermögenswerte	3.325	1.055	577	750	975	1.268
Liquide Mittel	1.763	13.790	18.396	30.542	35.616	42.551
Summe Umlaufvermögen	19.845	25.422	30.607	42.884	49.076	56.928
Bilanzsumme	41.175	43.470	46.081	60.844	66.338	73.757
<u>Eigenkapital</u>						
Gezeichnetes Kapital	4.115	4.115	4.115	4.115	4.115	4.115
Kapitalrücklage	7.753	7.753	7.753	7.753	7.753	7.753
Gewinn-/ Verlustvortrag	-87.749	-10.574	-7.405	-3.388	576	6.534
Jahresüberschuss/- fehlbetrag	-3.004	3.169	4.017	3.963	5.958	6.550
Rücklage für Währungsumrechnung	0	0	0	0	0	1
Summe Eigenkapital	-78.885	4.463	8.480	12.444	18.402	24.953
<u>Langfristige Rückstellungen und Verbindlichkeiten</u>						
Langfristige Finanzleasingverbindlichkeiten	700	444	157	157	157	157
Langfristige Darlehen	7.223	14.727	9.816	20.610	20.118	20.118
Sonderposten für Zuwendungen	5.177	3.467	3.374	4.006	3.616	3.665
Latente Steuern	233	0	0	0	0	0
Rückstellungen für Pensionen	334	1.914	2.041	2.176	2.319	2.472
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	0	0	0	0	0	0
Summe Langfristige Rückstellungen und Verbindlichkeiten	13.667	20.552	15.388	26.949	26.210	26.414
<u>Kurzfristige Rückstellungen und Verbindlichkeiten</u>						
Kurzfristiger Anteil der Finanzleasingverbindlichkeiten	388	441	668	688	709	730
Kurzfristige Darlehen und kurzfristiger Anteil der langfristigen Darlehen	36.427	5.890	5.184	5.537	5.361	5.449
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	8.462	4.909	5.473	5.414	5.788	6.077
Sonstige Rückstellungen	3.312	2.736	4.390	3.479	3.535	3.801
Ertragsteuerschulden	787	408	333	333	333	333
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	34.279	4.071	6.165	6.000	6.000	6.000
Summe Kurzfristige Rückstellungen und Verbindlichkeiten	106.393	18.455	22.213	21.452	21.725	22.391
Bilanzsumme	41.175	43.470	46.081	60.844	66.338	73.757

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

9 Bewertung

9.1 DCF-Modell

Für die Ermittlung des Fair Values wurde ein dreistufiges Discounted Cashflow Modell sowie die Marktdaten der Peergroup-Unternehmen herangezogen. Als Datenbasis für die Bewertungen wurden die Abschlüsse der paragon AG verwendet. Dem unterjährigen Bewertungsstichtag wurde durch die Abzinsung des operativen Free Cashflows auf den Bewertungsstichtag Rechnung getragen. Als Bewertungsstichtag wurde der 01.08.2011 gewählt. Soweit nicht betriebsnotwendiges Vermögen vorhanden war, wurde dessen Wert gesondert ermittelt und dem Barwert der Ausschüttungen zugerechnet. Daran anknüpfend folgt die Residualwertphase, bei der wir mit einer Wachstumsrate von 3 Prozent p.a. kalkulieren.

/ Discounted Cash Flow-Modell (Basis 8/2011)

(Mio. EUR)	<i>Phase 1</i>					
	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Umsatz	65,19	68,75	74,94	78,68	82,62	86,75
Veränderungsrate	-	5%	9%	5%	5%	5%
EBIT	6,97	6,61	9,34	10,02	12,44	13,57
Veränderungsrate	-	-5%	4%	7%	24%	9%
Marge	10,7%	9,6%	12,5%	12,7%	15,1%	15,6%
Finanzergebnis	-1,27	-0,99	-0,89	-0,73	-0,56	-0,37
EBT ex. Zinsergebnis	5,70	5,62	8,45	9,29	11,88	13,20
operativer Steueraufwand	-1,68	-1,66	-2,49	-2,74	-3,51	-3,89
Steuerquote (ex. Zinsergebnis)	29,5%	29,5%	29,5%	29,5%	29,5%	29,5%
Abschreibungen imm. Verm. u. Sachanl.	4,32	4,61	5,02	5,27	5,54	5,81
Abschreibungsquote (%Umsatz)	6,6%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
Veränderung langf. Rückstellungen	1,78	-0,78	0,20	0,42	-0,03	0,22
Anteil Umsatz	2,7%	-1,1%	0,3%	0,5%	0,0%	0,2%
CF-Geschäftsbedarf (Veränderung WC)	3,18	-0,89	-0,84	-0,25	-5,54	-0,80
Working-Capital-Ratio (%Umsatz)	4,9%	-1,3%	-1,1%	-0,3%	-6,7%	-0,9%
Investitionen	-3,66	-4,03	-4,49	-4,95	-5,47	-6,05
Investitionsquote (%Umsatz)	-5,6%	-5,9%	-6,0%	-6,3%	-6,6%	-7,0%
Sonstige Anpassungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Free Cash-Flow	9,64	2,87	5,84	7,04	2,86	8,48

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

9.2 WACC

Der Diskontierungssatz wurde mit Hilfe der gewichteten Kapitalkosten ermittelt. Wir gehen davon aus, dass sich die Kapitalstruktur in den kommenden Geschäftsjahren nicht wesentlich verändern wird.

WACC Annahmen

Wachstumsprämissen

Langfristiges Wachstum / Inflationsrate	3,0%
Angleichungsphase (ab 2017)	5 Jahre
Anfangswachstum des Umsatzes	1,0%
Margenentwicklung (p.a.)	+1 BP

Eigenkapitalkosten

Langfristiger risikoloser Zinssatz	3,8%
Risikoprämie Markt / Aktienmarktrendite	5,0%
Beta des Unternehmens (Näherung)	0,90

Eigenkapitalkostensatz

8,3%

Fremdkapitalkosten

Fremdkapitalkostensatz (vor St.)	7,0%
Steuersatz auf Fremdkapitalzinsen	30,0%

Fremdkapitalkostensatz (nach St.)

4,9%

Wert des Eigenkapitals	23
Wert des Fremdkapitals	21
Gearing	89,5%
WACC	6,69%

Anpassungen des Fremdkapitals an den gegenwärtigen Marktzins wurden nicht getätigt. Die risikofreie Rendite basiert auf der Durchschnittsrendite 30 jähriger Bundesanleihen. Die Ermittlung der Risikoprämie folgt dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) und deckt insbesondere die systematischen Risiken (Markttrisikoprämie) ab. Der von uns verwendete Betawert zur Ermittlung des unternehmensspezifischen Risikos orientiert sich an der Wertentwicklung des Referenzindex DAX.

9.3 Fair Value – Sensitivitäten

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 19,52. Er ist damit um 248 Prozent höher als der aktuelle Kurs (5,60 EUR). Die Modifikation der Aktionsparameter im Terminal Value sind der nachstehenden Sensitivitätsanalyse zu entnehmen. Diese zeigt die Variabilität unseres hergeleiteten fairen Wertes.

Sensitivitätsanalyse		Wert je Aktie				
(EUR)		Diskontierungszinssatz				
	$\beta = 0,9$	6,19%	6,44%	6,69%	6,94%	7,19%
Wachstum	2,0%	19,43	18,59	17,82	17,13	16,49
	2,5%	20,46	19,46	18,57	17,78	17,06
	3,0%	21,80	20,58	19,52	18,59	17,76
	3,5%	23,64	22,09	20,77	19,64	18,65
	4,0%	26,32	24,22	22,49	21,04	19,81

Sensitivitätsanalyse		Marktkapitalisierung				
(Mio. EUR)		Diskontierungszinssatz				
	$\beta = 0,9$	6,19%	6,44%	6,69%	6,94%	7,19%
Wachstum	2,0%	79,97	76,47	73,33	70,47	67,87
	2,5%	84,17	80,06	76,41	73,14	70,19
	3,0%	89,70	84,69	80,33	76,49	73,07
	3,5%	97,27	90,90	85,48	80,81	76,72
	4,0%	108,29	99,64	92,54	86,59	81,52

9.4 Peer Group Analyse

Bei unserer Peergroup-Analyse betrachten wir ausschließlich Automobil-Zulieferer, die in Deutschland börsennotiert sind. Dabei haben wir uns auf Hersteller konzentriert, die wenigstens teilweise ähnliche Produktlösungen anbieten wie die paragon AG. Beispielsweise verfügt Funkwerk über ähnliche Media-Produkte wie paragon. Nach unserer Peer Group Analyse ist die paragon AG unterbewertet.

Multiples - Peer Group							
Peer Group	EV/EBITDA		EV/EBIT		KGV		EBIT-Marge
	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E
Continental AG	4,1	3,7	6,2	5,5	7,1	5,9	10,5%
Erlingklinger AG	5,0	4,5	7,7	6,9	11,8	9,3	17,4%
Funkwerk AG	1,3	1,3	2,5	2,1	13,3	4,6	5,0%
Leoni AG	4,0	3,8	5,9	5,5	6,6	5,9	7,2%
Renk AG	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10,6	10,9	n.a.
Saf Holland SA	4,2	3,4	5,2	4,0	8,8	4,7	9,1%
Peer Benchmark	4,1	3,3	5,9	5,5	9,7	5,9	9%
Paragon AG	2,7	2,7	4,3	4,5	10,7	6,7	11,5%
Discount (-)/Premium (+)	-35,4	-20,1	-26,8	-17,5	10,4	12,8	-20,9

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

Quelle: Thomson Reuters, Dr. Kalliwoda Research

10 Kontakt

paragon AG

Schwalbenweg 29
33129 Delbrück

Tel.: +49(0)52 50-97 62-0
Fax: +49(0)52 50-97 62-60
E-Mail: info@paragon-online.de

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
Sven Bedbur E-Mail: sb@kalliwoda.com	Dipl.-Kfm. Analyst; University of Frankfurt/Main	<u>Sectors:</u> IT Services & Software, Financial Services, Mining & Exploration
Adrian Kowollik Email: ak@kalliwoda.com	Dipl.Kfm; Humboldt-Universität zu Berlin, CFA candidate	<u>Sectors:</u> Media, Gaming, Internet, Technology, Eastern European stocks
Emily Haines Email: eh@kalliwoda.com	M.Sc. in Neurobiology; University College London	<u>Sectors:</u> Biotech, Healthcare, Pharmaceutical
Dr. Christoph Piechaczek E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
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. 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
Hellmut Schaarschmidt; E-Mail: hs@kalliwoda.com	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt/Main.	<u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
Michael John E-Mail: mj@kalliwoda.com	Dipl.-Ing. (Aachen)	<u>Sectors:</u> Chemicals, Chemical Engineering, Basic Metals, Renewable Energies, Laser/Physics
Dr. Thomas Krassmann E-Mail: tk@kalliwoda.com	Dipl.-Geologist, M.Sc.; University of Göttingen & Rhodes University, South Africa;	<u>Sectors:</u> Raw Materials, Mining, Precious Metals, Gem stones.
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
Robin-Andreas Braun E-Mail: rab@kalliwoda.com	Junior-Analyst; University of Frankfurt/Main (2012)	<u>Sectors:</u> Support Research and Quantitative Approach
Nele Rave E-Mail: nr@kalliwoda.com	Lawyer; German School London	<u>Legal Advisory</u>

Also view Sales and Earnings Estimates:

DR. KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of
Bloomberg
Thomson Reuters
vwd group
Factset

Analysts of this research:

Dr. Norbert Kalliwoda, CEFA



11 Disclaimer

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 paragon 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 judgment 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.