

27. März 2013

Europa | Deutschland | Autozulieferer

## Update

## KAUFEN

Kursziel: EUR 20,48

## Überblick

Branche:	Autozulieferer
Land:	Deutschland
ISIN:	DE0005558696
Reuters:	PGNG.DE
Bloomberg:	PGN GR
Website:	www.paragon.ag

Schlusskurs:	8,66
	<b>Hoch</b> <b>Tief</b>
Preis 52W	11,20    7,20
Marktkap. (EUR Mio.)	35,63
Anzahl d. Aktien (Mio.)	4,11

## Aktionärsstruktur

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

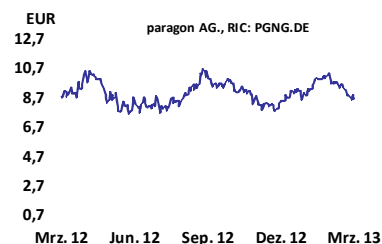
## Performance

4 Wochen	-11,19%
13 Wochen	-1,03%
26 Wochen	-7,92%
52 Wochen	-5,39%
Lfd. Jahr	-3,24%

## 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

## paragon AG

## Aktie bleibt ein klarer Kauf

- Zwischen Januar und Dezember 2012 erwirtschaftete die paragon einen Umsatz von EUR 70,5 Mio. und damit 5,1% mehr als im Vorjahr. Während im ersten Halbjahr aufgrund von Sondereffekten ein zweistelliges Umsatzwachstum verzeichnet wurde, wirkten sich im H2/12 unserer Meinung nach Werksferien bei den Hauptkunden negativ auf den Umsatz aus. Die Entwicklung der Erlöse blieb im Rahmen der Erwartungen des Managements, das von einem einstelligen Wachstum im GJ 2012 ausging.
- Aufgrund von Investitionen in die Sicherung der Wettbewerbsfähigkeit, wie neue Patente und Ausbau des Personals, reduzierte sich das operative Ergebnis von EUR 8,8 Mio. im GJ 2011 auf EUR 7,8 Mio. (-11,8%). Der Rückgang des Nettoergebnisses fiel etwas stärker aus (-13,1% auf EUR 4,6 Mio.), da sich der effektive Steuersatz von 28,9% auf 30,8% erhöhte.
- Im GJ 2012 lag der operative Cashflow bei EUR 5,8 Mio., nach EUR 8,6 Mio. im Vorjahr. Der Grund dafür war ein Rückgang des Nettoergebnisses sowie Investitionen in das Working Capital in Höhe von EUR 1,6 Mio. Der Cashflow aus Investitionstätigkeit lag über dem Vorjahreswert (EUR -6,2 Mio. ggü. EUR -3,3 Mio. in 2011), was auf die Akquisition von einzelnen Assets der insolventen Artega Automobil GmbH & Co. KG sowie höhere Investitionen bspw. in den Umbau von Gebäuden und Entwicklungsprojekte zurückzuführen war. Zusammen mit einem verbesserten Cashflow aus Finanzierungstätigkeit (EUR -0,9 Mio. ggü. EUR -3,7 Mio. in 2011) verringerte sich die Cashposition der paragon von EUR 15,3 Mio. zu Jahresbeginn auf EUR 14,1 Mio. Zum 31. Dezember 2012 lag die Eigenkapitalquote des Unternehmens bei 29,6% (2011: 23,7%) und das Net gearing bei 25,3%.
- Trotz leicht reduzierter Schätzungen lassen wir aufgrund gesunkener WACC unser 12-Monats-Kursziel von EUR 20,48 unverändert. Mit einem EV/EBITDA 2013 und P/E 2013 von derzeit nur 2,8x bzw. 5,8x bleibt die paragon aus unserer Sicht ein klarer Kauf.

## Key Figures

EUR Mio.	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
Nettoumsatz	67,35	60,36	67,06	70,45	74,95	78,70
EBITDA	-35,12	109,82	12,89	11,66	13,94	14,76
EBIT	-40,52	104,85	8,82	7,78	9,81	10,42
Nettoergebnis	-46,69	103,42	5,34	4,64	6,15	6,61
EPS	-11,35	25,13	1,30	1,13	1,49	1,61
BVPS	-24,05	1,08	2,38	3,17	4,66	6,27

RoE	60,97%	-218,89%	74,82%	40,61%	38,18%	29,41%
EBIT-Marge	-60,16%	173,70%	13,15%	11,04%	13,09%	13,24%
P/E	neg	0,34x	6,68x	7,69x	5,80x	5,39x
P/BVPS	neg	7,98x	3,64x	2,74x	1,86x	1,38x
EV/EBITDA	neg	0,35x	3,02x	3,34x	2,79x	2,64x

## Inhaltsverzeichnis

<b>1</b>	<b>Unternehmensprofil .....</b>	<b>3</b>
<b>1.1</b>	<b>Produkte und Marktanteile.....</b>	<b>3</b>
<b>1.2</b>	<b>Kunden.....</b>	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>SWOT-Analyse.....</b>	<b>4</b>
<b>3</b>	<b>Bewertung .....</b>	<b>5</b>
<b>4</b>	<b>Ergebnisse des Geschäftsjahres 2012 .....</b>	<b>7</b>
<b>5</b>	<b>Ausblick.....</b>	<b>9</b>
<b>6</b>	<b>Aktie und Aktionärsstruktur .....</b>	<b>11</b>
<b>7</b>	<b>Gewinn- und Verlustrechnung.....</b>	<b>12</b>
<b>8</b>	<b>Bilanz.....</b>	<b>13</b>
<b>9</b>	<b>Kapitalflussrechnung.....</b>	<b>14</b>
<b>10</b>	<b>Finanzkennzahlen.....</b>	<b>14</b>

## 1 Unternehmensprofil

Die paragon AG wurde 1988 als Elektronikhersteller gegründet. Der Sitz der Gesellschaft befindet sich in Delbrück in Nordrhein-Westfalen. In Suhl (Thüringen) sowie in den weiteren Zweigniederlassungen in St. Georgen (Baden-Württemberg) und Nürnberg (Bayern) befindet sich die Produktion.

### 1.1 Produkte und Marktanteile

Als Auftragsfertiger für Elektronik gegründet, ist paragon mittlerweile ein reiner Tier-1 Automobilzulieferer. Der Fokus liegt dabei auf Autoelektronik für den Innenraum mit Produkten zur Steigerung von Gesundheit, Komfort, Kommunikation sowie seit dem Jahr 2011 auch auf dem Thema Effizienz. Der Produktkatalog umfasst mehr als 170 Produkte bei einer Kapazität von 18 Millionen produzierten Einheiten p.a. Die paragon AG besitzt 250 Patente.

#### Geschäftsbereiche

Sensoren	Akustik	Elektromobilität
Luftgütesensor AQS®	Mikrofone	Energy Storage Powerpack
Luftverbesserungssystem AQI®	Gurtmikrofon belt-mic®	Motor Controller MoDrive
Luftaufbereitungssystem AQC®		DC/DC Converter DCCon
Kupplungswegsensor		Onboard Charger ChargeOn
Allgangsensor		
Start-Stopp-Sensor		
Cockpit	Karosserie-Kinematik	
Schnittstellen	Aerodynamik	
Cradles & Konsolen	Komfort	
cTablet Docking Station	CabrioVerdeck-Peripherie	
Anzeigeinstrumente	Sicherheit	
Bedienelemente		
Rückfahrkamera-System		
Schrittmotoren		

Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

Viele Produkte der paragon AG besitzen Alleinstellungsmerkmale, etwa der Allgang-Sensor, welcher bereits beim Start eines Schaltvorganges erkennen kann, 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.

### 1.2 Kunden

Zu den Kunden von paragon zählen die großen internationalen Automobilhersteller. Zu diesen pflegt paragon langjährige Kundenbeziehungen. paragons Produkte werden von 23 Kunden für 172 Fahrzeugmodelle nachgefragt. Dabei entfallen auf die drei größten Kunden etwa 30%, 20% und 11% des Umsatzes. Etwa 67% des Umsatzes werden durch Audi, VW, Daimler, BMW und Porsche bedingt (Stand März 2012). Mit Abstand größter Kunde ist der Volkswagen-Konzern, zu dem eine besonders lange und intensive Kundenbeziehung besteht. Ein Risiko besteht durch die Konzentration eines Großteils des Umsatzes aufgrund des Wachstums des Volkswagenkonzerns, welches gleichzeitig aber auch eine Chance darstellt.

## 2 SWOT-Analyse

### Stärken

- **Kombination von Innovations- und Integrationskraft** durch unternehmensweite Innovationskultur mit Fokus der Entwicklung neuer Produkte hinsichtlich der Bedürfnisse von Fahrzeuginsassen an Gesundheit, Komfort, Kommunikation und Effizienz bei gleichzeitiger Beachtung der Produktintegration ins Gesamtsystem für den Automobilhersteller; dadurch First-Mover-Advantage und hohe Marktbringungserfolgsrate; Zeichen: 175 Produkte, 250 Patente
- **Produkte mit Alleinstellungsmerkmalen in Marktnischen** mit hohen Stückzahlen bei automatisierter Fertigung; dadurch hohe Margen; Zeichen: starke Marktposition in mehreren Bereichen, 18 Mio. produzierte Einheiten
- **Direktlieferant** mit langjähriger Kundenbindung, dadurch Wissen was Kunde will, bedeutet Markteintrittsbarriere

### Chancen

- **Wachstum in der Produktparte Media Interfaces** durch die Verbreitung von Smartphones; Schnittstellen die flexibel auf die kurzen Entwicklungszyklen der Konsumelektronik reagieren, ohne die Anforderungen des Einsatzes im Auto zu strapazieren. z.B. cTabletDockingStation
- **Zunehmende Verwendung von paragon-Produkten in der Kompakt- & Mittelklasse** durch neue Technologien und effiziente Produktion mit hohem Automatisierungsgrad z.B. Luftqualität; dadurch Skaleneffekte
- **Wachstum und Diversifizierung durch den Bereich Elektromobilität** durch Ausweitung des Kundenkreises auf kleinere Nutzfahrzeuge im innerbetrieblichen und städtischen Bereich, in denen schon Anwendungen für Elektromobilität in Verwendung sind
- **Senkung der produktspezifischen Integrationskosten** beim Kunden durch die Entwicklung von Applikationen zur Unterstützung zum Fahrzeugeinbau kann zu einem bedeutenden Wettbewerbsvorteil werden.

### Schwächen

- **Hohes Geschäftsrisiko** durch starke Umsatzkonzentration auf drei deutsche Automobilhersteller aus dem Premiumbereich, gemildert durch langfristige Kundenbeziehungen, entsprechende Verträge über Modellreihen, und der relativ geringen Abhängigkeit der Premiumhersteller vom Volumenmarkt
- **Geringe Verhandlungsmacht** gegenüber Kunden als umsatzschwacher Anbieter im Umfeld von zahlreichen Wettbewerbern, gemildert um die relativ höhere Zahlungsbereitschaft der Endnutzer von Premiumkunden
- **Starker Wettbewerb** hoher Innovationsdruck, da mehr als die Hälfte der Schlüsselinnovationen im Bereich Elektronik stattfinden

### Risiken

- **Produkte entwickeln nicht ihr erwartetes Potenzial** und die produzierten Stückzahlen können nicht die Kosten decken. paragon versucht dies durch einen intensiven Dialog mit den Automobilherstellern zu vermeiden.
- **Wettbewerber verdrängt** paragon aus umsatzwichtiger Marktnische
- **Unerwarteter Einbruch in der Automobilbranche** führt zu Liquiditätsengpässen bei paragon

### 3 Bewertung

Wir haben die paragon mithilfe unseres DCF-Modells bewertet, welches ein 12-Monats-Kursziel von EUR 20,48 ergibt. Auf dem aktuellen Marktniveau entspricht dies einem Upside von 136,5%.

#### *DCF-Modell*

##### WACC-Annahmen

###### Wachstumsannahmen

Langfristige Wachstumsrate	2,0%
Anpassungsphase (ab 2015)	5 Jahre
Umsatzwachstum am Anfang	3,8%
Margenentwicklung (p.a)	-1 BP

###### Eigenkapital

Risikoloser Zinssatz	2,3%
Marktrisikoprämie	5,0%
Beta	1,39

**Eigenkapitalkosten 9,3%**

###### Fremdkapital

FK-Kosten (vor Steuern)	7,5%
Steuersatz auf Zinsen	30,0%

**FK-Kosten (nach Steuern) 5,3%**

Eigenkapitalquote	70
Fremdkapitalquote	30
Gearing	42,9%

**WACC 8,1%**

## Discounted-Cash-Flow-Modell (Basis 03/2013)

in EUR Mo.	Phase 1								
	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
<b>Umsatz</b>	<b>74,95</b>	<b>78,70</b>	<b>81,85</b>	<b>84,92</b>	<b>87,72</b>	<b>90,35</b>	<b>92,88</b>	<b>95,21</b>	<b>97,11</b>
(Veränd. ggü. Vj.)	6,4%	5,0%	4,0%	3,8%	3,3%	3,0%	2,8%	2,5%	2,0%
<b>Betriebsergebnis</b>	<b>9,81</b>	<b>10,42</b>	<b>10,91</b>	<b>11,32</b>	<b>11,59</b>	<b>11,80</b>	<b>12,03</b>	<b>12,23</b>	<b>12,37</b>
(Operative-Marge)	12,9%	13,1%	13,2%	13,2%	13,1%	13,0%	12,9%	12,8%	12,6%
<b>NOPLAT</b>	<b>6,87</b>	<b>7,30</b>	<b>7,64</b>	<b>7,92</b>	<b>8,12</b>	<b>8,26</b>	<b>8,42</b>	<b>8,56</b>	<b>8,66</b>
+ Abschreibungen	4,13	4,34	4,51	4,68	4,84	4,98	5,12	5,25	5,36
= Operativer Netto-Cashflow	11,00	11,64	12,15	12,60	12,95	13,24	13,54	13,81	14,01
- Investitionen (CAPEX und WC)	-8,16	-7,84	-8,04	-8,24	-8,41	-8,58	-8,70	-8,83	-8,93
CAPEX	-8,44	-7,46	-7,58	-7,75	-7,88	-8,01	-8,14	-8,25	-8,32
Working Capital	0,29	-0,38	-0,45	-0,50	-0,53	-0,57	-0,56	-0,58	-0,61
Freier Cashflow (FCF)	2,84	3,79	4,12	4,36	4,54	4,66	4,85	4,97	5,09
<b>Barwert der FCF's</b>	<b>2,68</b>	<b>3,31</b>	<b>3,32</b>	<b>3,26</b>	<b>3,14</b>	<b>2,98</b>	<b>2,87</b>	<b>2,72</b>	<b>2,58</b>

BW der FCFs in offener Periode	26,86
BW des Endwerts	54,41
<b>Unternehmenswert</b>	<b>81,27</b>
+ Nettoliquidität / - Nettoschulden (31 Dez 2012)	-3,30
+ Investitionen / - Minderheiten	0,00
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>77,98</b>
Anzahl der Aktien (Mio.)	<b>4,11</b>
WACC	8,1%
Eigenkapitalkosten (COE)	9,3%
Fremdkapitalkosten v.St.	7,5%
Effektiver Steuersatz	30,0%
Fremdkapitalkosten n.St.	5,3%
Eigenkapitalquote	70,0%
Fremdkapitalquote	30,0%
<b>Fairer Wert je Aktie in € (heute)</b>	<b>18,95</b>
<b>Fairer Wert je Aktie in € (in 12 Monaten)</b>	<b>20,48</b>

Sensitivitätsanalyse		Terminal EBIT-Marge						
		9,6%	10,6%	11,6%	12,6%	13,6%	14,6%	15,6%
WACC	5,1%	31,83	35,69	39,55	43,41	47,27	51,13	54,99
	6,1%	23,92	26,60	29,28	31,96	34,63	37,31	39,99
	7,1%	19,13	21,11	23,09	25,07	27,05	29,02	31,00
	8,1%	15,91	17,43	18,96	<b>20,48</b>	22,00	23,52	25,05
	9,1%	13,59	14,80	16,00	17,21	18,42	19,62	20,83
	10,1%	11,84	12,82	13,79	14,77	15,74	16,72	17,69

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	
Continental AG	0,9	0,9	6,5	6,2	9,0	8,2	9,2	7,9	1,9	1,6	
ElringKlinger AG	2,0	1,8	9,8	9,3	14,4	12,8	14,6	12,7	2,2	1,9	
Funkwerk AG	0,1	0,1	5,3	2,1	9,1	11,3	n.a.	n.a.	0,6	0,6	
Grammer AG	0,4	0,3	5,9	5,4	8,7	7,4	9,0	7,3	1,0	0,9	
Leoni AG	0,5	0,5	5,2	5,9	9,5	8,3	8,4	7,1	1,1	1,0	
Progress Werk Oberkirch AG	0,7	0,6	5,9	7,3	10,4	9,2	7,4	8,0	n.a.	n.a.	
Renk AG	1,2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	9,9	n.a.	n.a.	n.a.	
Twintec AG	n.a.	n.a.	2,6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
Veritas AG	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
Saf-Holland SA	0,6	0,6	8,1	7,3	9,8	8,2	8,5	6,6	1,1	1,0	
<b>paragon AG</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>2,9</b>	<b>2,7</b>	<b>4,1</b>	<b>3,9</b>	<b>6,0</b>	<b>5,6</b>	<b>1,9</b>	<b>1,4</b>	
Median	0,6	0,6	5,9	6,0	9,3	8,3	8,7	7,3	1,1	1,0	
Mean	0,8	0,7	5,8	5,8	9,4	8,7	9,1	7,9	1,4	1,2	
<b>Peer Benchmark</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>5,9</b>	<b>6,0</b>	<b>9,3</b>	<b>8,3</b>	<b>8,7</b>	<b>7,3</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	
Discount (-)/Premium (+)	-15%	-8%	-51%	-55%	-56%	-53%	-31%	-23%	70%	40%	
<b>Valuation</b>											
<b>Peer Benchmark</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>5,9</b>	<b>6,0</b>	<b>9,3</b>	<b>8,3</b>	<b>8,7</b>	<b>7,3</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	
paragon AG financials	75,0	78,7	13,9	14,8	9,8	10,4	1,5	1,6	4,7	6,3	
Implied Enterprise Value	47,2	43,5	81,6	89,1	90,8	86,3					
+ Cash and Cash Equivalents	14,1	14,1	14,1	14,1	14,1	14,1					
- Financial Debt	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4					
- 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	43,9	40,2	78,3	85,8	87,5	83,0					
Number of Shares	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1					
<b>Implied fair value per share</b>	<b>10,7</b>	<b>9,8</b>	<b>19,0</b>	<b>20,9</b>	<b>21,3</b>	<b>20,2</b>	<b>13,0</b>	<b>11,7</b>	<b>5,3</b>	<b>6,4</b>	
Weights	17%	17%	17%	17%	17%	17%	25%	25%	25%	25%	
<b>Results</b>	<b>16,96</b>						<b>9,11</b>				
Weights	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	
<b>Fair Value Implied by Both Peer Multiples:</b>						<b>13,82 EUR</b>					
<b>Premium (Discount) to Peer Benchmark: 0 %</b>											
<b>Fair Value per Share 13,82 EUR</b>											

Source: Dr. Kalliwoda | Research 2013

Auf Basis unserer Peer Multiples liegt der Implied Fair Value bei EUR 13,82 je Aktie.

## 4 Ergebnisse des Geschäftsjahres 2012

### Umsatz

Im Geschäftsjahr 2012 erwirtschaftete die paragon einen Umsatz von EUR 70,5 Mio. (+5,1% ggü. Vj.), der damit leicht über unserer Prognose lag. Nach dem zweistelligen Umsatzwachstum im H1/12, der aus hohen Absatzzahlen der deutschen Automobilhersteller insbesondere in den USA, China, Indien, Brasilien und Russland resultierte, schwächte sich im H2/12 die Entwicklung der Erlöse ab. Der Grund dafür waren aus unserer Sicht Werksferien der Hauptkunden d.h. der deutschen Premiumhersteller BMW, Audi und Porsche, aber auch positive Sondereffekte im ersten Halbjahr.

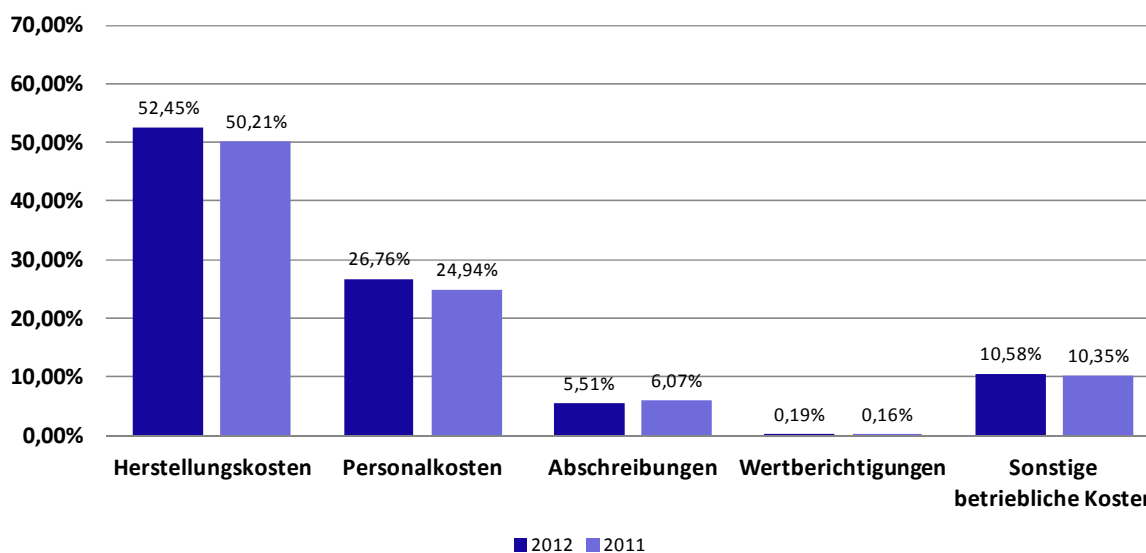
## GJ 2012 ggü. unseren Schätzungen und Vorjahr

GJ 2012 im Vgl. mit Vorjahr und unseren Schätzungen					
in EUR Mio.	2012	2012E	2011	2012 ggü. 2012E (%)	Veränd. (%)
Nettoumsatz	70,45	69,40	67,06	1,5%	5,1%
EBITDA	11,80	13,47	13,00	-12,4%	-9,2%
EBITDA-Marge	16,7%	19,4%	19,4%		
EBIT	7,78	9,20	8,82	-15,5%	-11,8%
EBIT-Marge	11,0%	13,3%	13,2%		
Nettoergebnis	4,64	5,74	5,34	-19,3%	-13,1%
Umsatzrendite	6,6%	8,3%	8,0%		

Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

### Rentabilität

#### Anteil am Umsatz 2012 ggü. 2011



Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

Trotz des Umsatzanstiegs verringerte sich das EBIT um 11,8% auf EUR 7,8 Mio. und die operative Marge von 13,2% auf 11%. Damit wurde die im März 2012 veröffentlichte Guidance nicht erreicht d.h. eine im Vergleich zum GJ 2011 unveränderte EBIT-Marge. Dies lag vor allem an einem höheren Anteil der Herstellungs- (umfassen unter anderem Fremdleistungen) und Personalkosten im Vergleich zum Vorjahr. Um sich für die Zukunft fit zu machen, baute die paragon im GJ 2012 ihr Personal weiter aus. Zudem erwarb sie einige Assets der insolventen Artega Automobil GmbH & Co. KG samt 14 Mitarbeitern. Ende Dezember beschäftigte die paragon insgesamt 389 Vollzeit- und 45 Leiharbeitskräfte gegenüber 343 bzw. 60 im Vorjahr.

Im GJ 2012 reduzierte sich das Nettoergebnis um 13,1% auf EUR 4,6 Mio. und damit etwas stärker als das EBIT. Der Grund dafür war vor allem ein im Jahresvergleich höherer effektiver Steuersatz (30,8% ggü. 28,9% im GJ 2011).



### ***Bilanz und Cashflow***

Zum 31. Dezember 2012 wies die Bilanz der paragon einen Cash-Bestand in Höhe von EUR 14,1 Mio. auf. Gleichzeitig betragen die verzinslichen Verbindlichkeiten EUR 17,4 Mio. (davon 86,3% langfristig). Weitere wichtige Bilanzpositionen waren das Eigenkapital (EUR 13 Mio.) sowie Sachanlagen (EUR 13,5 Mio.).

Trotz eines leicht verbesserten Nettoergebnisses reduzierte sich der operative Cashflow von EUR 8,6 Mio. im Vorjahr auf EUR 5,8 Mio. Der Grund dafür war ein Anstieg der Forderungen und sonstigen Aktiva von EUR 1,6 Mio. (2011: Abnahme von EUR 0,2 Mio.). Aufgrund von Investitionen in die Zukunftssicherung bspw. neue Patente, Ausbau und Instandhaltung von Gebäuden, Entwicklungsprojekte stieg der Cashflow aus Investitionstätigkeit von EUR -3,3 Mio. im Vorjahr auf EUR -6,2 Mio. Zusammen mit einem Cashflow aus Finanzierungstätigkeit, der sich gegenüber Vorjahr von EUR -3,7 Mio. auf EUR -0,9 Mio. verbesserte, führte dies zu einem Rückgang der liquiden Mittel im Zeitraum Januar-Dezember 2012 um EUR 1,2 Mio.

## **5 Ausblick**

Aufgrund etwas schwächerer Ergebnisse im Vergleich zum GJ 2011 haben wir unsere Schätzungen für die paragon leicht reduziert. Unser 12-Monats-Kursziel von EUR 20,48 bleibt jedoch unverändert, was auf gesunkene WACC zurückzuführen ist. Aufgrund ihrer sehr günstigen Bewertung und der guten Aussichten für die Autobranche außerhalb Westeuropas bleiben wir bei unserer Kaufempfehlung für die Aktie.

Im Geschäftsjahr 2012 stellte das Unternehmen die Weichen für weitere Expansion in den kommenden Jahren. Aufgrund von Investitionen bspw. in zusätzliches Personal, neue Patente und die Optimierung von Fertigungsabläufen blieb die EBIT-Marge unter den vom Management prognostizierten 13,2% und der Cashflow aus Investitionstätigkeit stieg im Jahresvergleich deutlich an. Des Weiteren wurde im GJ 2012 eine neue Unternehmensstruktur eingeführt, wobei in den fünf Geschäftsbereichen Sensoren, Karosserie-Kinematik, Elektromobilität, Cockpit und Akustik jeweils die Neuentwicklung und der Vertrieb gebündelt wurden und das Seriengeschäft Kundenteams übertragen wurde. Trotz der negativen Ergebniseffekte im GJ 2012 sollten diese Maßnahmen mittelfristig positive Ergebnisse zeigen.

Für das GJ 2013 erwartet das Management einen Umsatzanstieg von um die 5% sowie eine im Vergleich zum Vorjahr unveränderte EBIT-Marge. Obwohl die Autokonjunktur in Westeuropa weiterhin unter den Folgen der Euro-Schuldenkrise leidet, sollte der Fahrzeugabsatz in Ländern wie den USA, Russland, Indien und China robust bleiben. Davon profitieren insbesondere die deutschen Premiumhersteller wie BMW; Daimler, Audi und Porsche, die zu den Hauptkunden der paragon gehören. Aufgrund der Bedeutung des ostasiatischen Marktes unterhält die paragon seit Mai 2012 eine Vertriebsniederlassung in Shanghai und plant in den nächsten zwei Jahren in China die Produktion aufzunehmen.

Aufgrund des hohen Innovationsgrades der paragon blicken wir sehr optimistisch in die Zukunft. Im GJ 2012 steigerte das Unternehmen seine Ausgaben für Forschung und Entwicklung erneut und zwar von 8% des Umsatzes im Vorjahr auf 10,8%. Zu den wichtigsten F&E-Projekten der paragon gehören das Luftverbesserungssystem AQI zur Reinigung der Luft im Fahrzeuginnenraum, ein Federbein mit Niveausensorik sowie ein Wählhebel mit Fahrererkennung.

## Unsere Schätzungen 2013E-15E

### Unsere Schätzungen 2013E - 2015E

in EUR Mio.	2013E		2014E		2015E	
	alt	neu	alt	neu	alt	neu
Nettoumsatz	74,95	74,95	78,70	78,70	81,85	81,85
EBITDA	14,64	13,94	15,42	14,76	16,04	15,43
EBITDA-Marge	19,5%	18,6%	19,6%	18,8%	19,6%	18,8%
EBIT	10,03	9,81	10,58	10,42	11,07	10,91
EBIT-Marge	13,4%	13,1%	13,4%	13,2%	13,5%	13,3%
Nettoergebnis	6,35	6,15	6,78	6,61	7,12	6,99
Umsatzrendite	8,5%	8,2%	8,6%	8,4%	8,7%	8,5%

Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH

## Umsatzschätzungen nach Geschäftsbereichen 2013E-15E

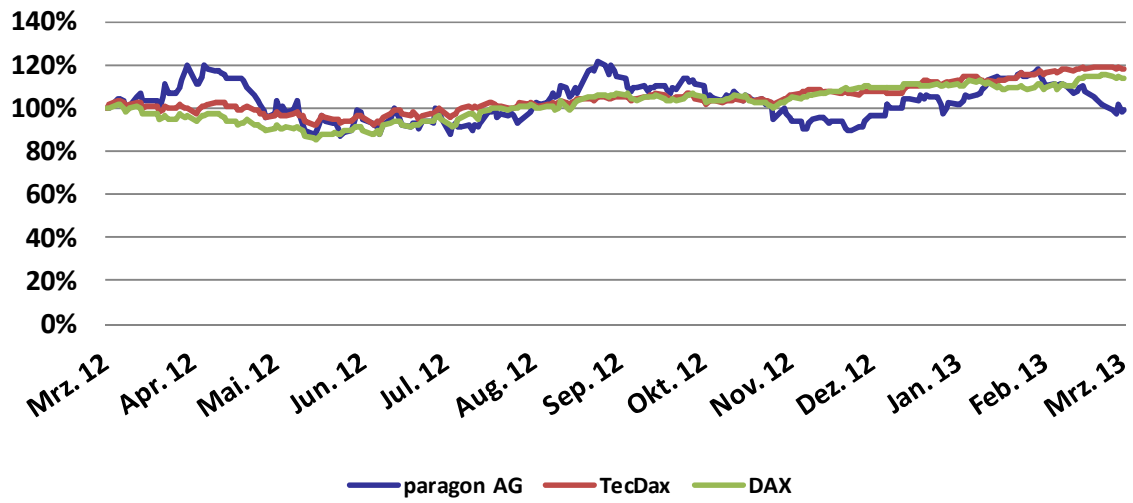
### Umsatzschätzungen nach Segmenten 2013E-2015E

in EUR Mio.	2013E	2014E	2015E
Delbrück	36,06	37,86	39,38
Veränd. ggü. Vorjahr	-3,0%	5,0%	4,0%
Anteil am Umsatz	48,1%	48,1%	48,1%
Nürnberg	30,30	31,81	33,09
Veränd. ggü. Vorjahr	8,6%	5,0%	4,0%
Anteil am Umsatz	40,4%	40,4%	40,4%
St. Georgen	8,60	9,03	9,39
Veränd. ggü. Vorjahr	60,2%	5,0%	4,0%
Anteil am Umsatz	11,5%	11,5%	11,5%
Gesamtumsatz	74,95	78,70	81,85

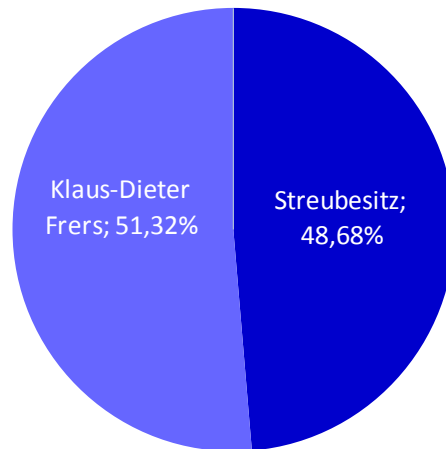
Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH

## 6 Aktie und Aktionärsstruktur

Entwicklung des Aktienkurses



Aktionärsstruktur



## 7 Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung - paragon AG						
in EUR Mio.	Geschäftsjahr					
	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>67,35</b>	<b>60,36</b>	<b>67,06</b>	<b>70,45</b>	<b>74,95</b>	<b>78,70</b>
<i>Bestandveränderungen</i>	-5,85	0,58	0,06	0,57	0,60	0,36
<i>Aktivierete Eigenleistungen</i>	0,33	0,22	1,34	2,03	0,50	0,50
<b>Gesamtleistung</b>	<b>61,82</b>	<b>61,16</b>	<b>68,46</b>	<b>73,04</b>	<b>76,05</b>	<b>79,56</b>
<i>Herstellungskosten</i>	-36,70	-32,42	-33,67	-36,95	-38,48	-40,25
<b>Rohergebnis</b>	<b>25,12</b>	<b>28,75</b>	<b>34,79</b>	<b>36,09</b>	<b>37,57</b>	<b>39,31</b>
<i>Sonstige betriebliche Erträge</i>	3,16	106,18	1,86	2,02	2,06	2,10
<i>Personalkosten</i>	-20,42	-12,50	-16,72	-18,85	-19,56	-20,38
<i>Abschreibungen</i>	-5,39	-4,97	-4,07	-3,89	-4,13	-4,34
<i>Wertminderungen</i>	-0,34	-0,11	-0,11	-0,14	0,00	0,00
<i>Sonstige betriebliche Aufwendungen</i>	-42,64	-12,49	-6,94	-7,45	-6,13	-6,26
<b>Betriebsergebnis</b>	<b>-40,52</b>	<b>104,85</b>	<b>8,82</b>	<b>7,78</b>	<b>9,81</b>	<b>10,42</b>
<i>Finanzergebnis</i>	-6,45	-0,78	-1,32	-1,08	-1,03	-0,98
<b>Ergebnis vor Steuern (und Minderheitsanteilen)</b>	<b>-46,96</b>	<b>104,07</b>	<b>7,50</b>	<b>6,70</b>	<b>8,78</b>	<b>9,45</b>
<i>Steuern vom Einkommen und Ertrag</i>	0,27	-0,65	-2,17	-2,07	-2,64	-2,83
<i>Minderheitenbeteiligungen</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag</b>	<b>-46,69</b>	<b>103,42</b>	<b>5,34</b>	<b>4,64</b>	<b>6,15</b>	<b>6,61</b>
EPS	-11,35	25,13	1,30	1,13	1,49	1,61
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Veränderung ggü. Vj.</b>						
<i>Umsatzerlöse</i>	n.a	-10,37%	11,09%	5,06%	6,40%	5,00%
<i>Gesamtleistung</i>	n.a	-1,07%	11,93%	6,69%	4,13%	4,61%
<i>Herstellungskosten</i>	n.a	-11,69%	3,87%	9,75%	4,13%	4,61%
<i>Rohergebnis</i>	n.a	14,44%	21,02%	3,72%	4,13%	4,61%
<i>Personalkosten</i>	n.a	-38,78%	33,76%	12,76%	3,72%	4,21%
<i>Abschreibungen</i>	n.a	-7,84%	-18,13%	-4,50%	6,40%	5,00%
<i>Wertminderungen</i>	n.a	-66,17%	-7,02%	27,36%	-100,00%	#DIV/0!
<i>Sonstige betriebliche Aufwendungen</i>	n.a	-70,71%	-44,45%	7,38%	-17,72%	2,18%
<i>Betriebsergebnis</i>	n.a	-358,79%	-91,59%	-11,84%	26,15%	6,23%
<i>Finanzergebnis</i>	n.a	-87,94%	69,76%	-18,35%	-4,64%	-4,87%
<i>Ergebnis vor Steuern (und Minderheitsanteilen)</i>	n.a	-321,62%	-92,79%	-10,69%	31,10%	7,53%
<i>Steuern vom Einkommen und Ertrag</i>	n.a	-337,59%	232,87%	-4,71%	27,61%	7,53%
<i>Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag</i>	n.a	-321,52%	-94,84%	-13,12%	32,65%	7,53%
EPS	n.a	-321,52%	-94,84%	-13,12%	32,65%	7,53%
DPS	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
<b>Anteil am Gesamtumsatz</b>						
<i>Umsatzerlöse</i>	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
<i>Gesamtleistung</i>	92,20 %	91,21 %	102,10 %	108,92 %	113,42 %	118,65 %
<i>Herstellungskosten</i>	-54,74 %	-48,34 %	-50,21 %	-52,45 %	-51,33 %	-51,14 %
<i>Rohergebnis</i>	37,46 %	42,87 %	51,88 %	51,23 %	50,13 %	49,95 %
<i>Personalkosten</i>	-30,45 %	-18,64 %	-24,94 %	-26,76 %	-26,09 %	-25,89 %
<i>Abschreibungen</i>	-8,04 %	-7,41 %	-6,07 %	-5,51 %	-5,51 %	-5,51 %
<i>Wertminderungen</i>	-0,50 %	-0,17 %	-0,16 %	-0,19 %	0,00 %	0,00 %
<i>Sonstige betriebliche Aufwendungen</i>	-63,59 %	-18,63 %	-10,35 %	-10,58 %	-8,18 %	-7,96 %
<i>Betriebsergebnis</i>	-60,42 %	156,37 %	13,15 %	11,04 %	13,09 %	13,24 %
<i>Finanzergebnis</i>	-9,61 %	-1,16 %	-1,97 %	-1,53 %	-1,37 %	-1,24 %
<i>Ergebnis vor Steuern (und Minderheitsanteilen)</i>	-70,03 %	155,21 %	11,19 %	9,51 %	11,72 %	12,00 %
<i>Steuern vom Einkommen und Ertrag</i>	0,41 %	-0,97 %	-3,23 %	-2,93 %	-3,52 %	-3,60 %
<i>Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag</i>	-69,62 %	154,24 %	7,96 %	6,58 %	8,20 %	8,40 %

## 8 Bilanz

Bilanzen - paragon AG						
in EUR Mio.	Geschäftsjahr					
	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
<b>Aktiva</b>						
Zahlungsmittel	9,36	13,79	15,33	14,08	15,70	18,31
Vorräte	4,00	6,47	6,87	7,31	7,61	7,97
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4,72	3,91	0,49	1,79	2,32	2,86
Sonstige kurzfristigen Vermögenswerte	0,50	1,10	1,60	2,20	1,79	1,88
<b>Summe kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>18,59</b>	<b>25,27</b>	<b>24,28</b>	<b>25,39</b>	<b>27,42</b>	<b>31,02</b>
Sachanlagen	14,94	14,25	13,27	13,54	16,34	19,14
Sonstige immaterielle Vermögenswerte	4,54	3,08	3,28	4,91	6,42	6,74
Firmenwert	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstige Vermögenswerte	0,18	0,15	0,16	0,12	0,18	0,19
Aktive latente Steuern	0,65	0,72	0,43	0,00	0,00	0,00
<b>Summe langfristige Vermögenswerte</b>	<b>20,32</b>	<b>18,20</b>	<b>17,14</b>	<b>18,58</b>	<b>22,94</b>	<b>26,07</b>
<b>Aktiva</b>	<b>38,90</b>	<b>43,47</b>	<b>41,43</b>	<b>43,97</b>	<b>50,36</b>	<b>57,09</b>
<b>Passiva</b>						
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	36,16	2,07	3,07	3,04	3,17	3,31
Sonstige Verbindlichkeiten	46,35	9,07	7,77	8,13	8,64	9,08
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	40,71	6,33	2,67	2,39	2,24	2,09
Rückstellungen	0,00	0,98	0,88	0,30	0,32	0,34
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>123,22</b>	<b>18,46</b>	<b>14,38</b>	<b>13,86</b>	<b>14,37</b>	<b>14,82</b>
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	8,51	15,17	12,52	12,26	11,76	11,26
Sonderposten für Zuwendungen	4,73	3,47	2,71	2,09	2,15	2,18
Pensionsverpflichtungen	1,26	1,91	2,02	2,73	2,90	3,05
Passive latente Steuern	0,14	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>14,64</b>	<b>20,55</b>	<b>17,25</b>	<b>17,08</b>	<b>16,81</b>	<b>16,49</b>
<b>Summe Verbindlichkeiten</b>	<b>137,86</b>	<b>39,01</b>	<b>31,63</b>	<b>30,94</b>	<b>31,19</b>	<b>31,30</b>
<b>Summe Eigenkapital</b>	<b>-98,96</b>	<b>4,46</b>	<b>9,80</b>	<b>13,03</b>	<b>19,18</b>	<b>25,79</b>
Minderheitenanteile	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Passiva</b>	<b>38,90</b>	<b>43,47</b>	<b>41,43</b>	<b>43,97</b>	<b>50,36</b>	<b>57,09</b>

Dr. Kalliwoda | Research © 2013

## 9 Kapitalflussrechnung

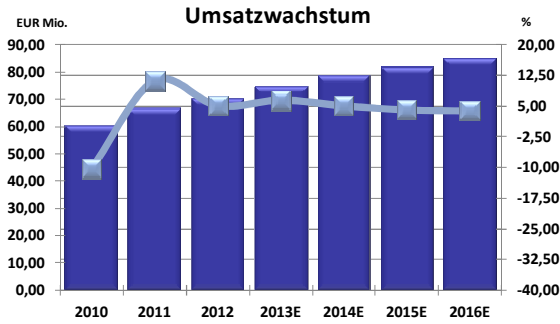
Kapitalflussrechnung - paragon AG						
in EUR Mio.	Geschäftsjahr					
	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	-46,69	103,42	5,34	4,64	6,15	6,61
Abschreibungen	5,39	4,97	4,07	3,89	4,13	4,34
Veränderung des Working Capital	16,72	-2,17	1,20	-1,62	0,29	-0,38
Sonstiges	29,00	-101,19	-2,02	-1,10	0,02	0,02
<b>Operativer Cashflow netto</b>	<b>4,42</b>	<b>5,04</b>	<b>8,58</b>	<b>5,80</b>	<b>10,59</b>	<b>10,59</b>
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-1,28</b>	<b>-2,34</b>	<b>-3,32</b>	<b>-6,15</b>	<b>-8,44</b>	<b>-7,46</b>
Freier Cashflow	3,14	2,70	5,26	-0,35	2,15	3,13
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>2,06</b>	<b>3,53</b>	<b>-3,72</b>	<b>-0,90</b>	<b>-0,53</b>	<b>-0,51</b>
Veränderung der liquiden Mittel	7,07	6,22	1,54	-1,25	1,62	2,61
Liquide Mittel am Anfang der Periode	1,20	8,27	13,79	15,33	14,08	15,70
Liquide Mittel am Ende der Periode	8,27	14,49	15,33	14,08	15,70	18,31

Dr. Kalliwoda | Research © 2013

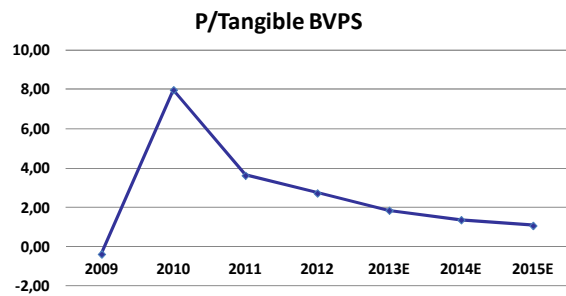
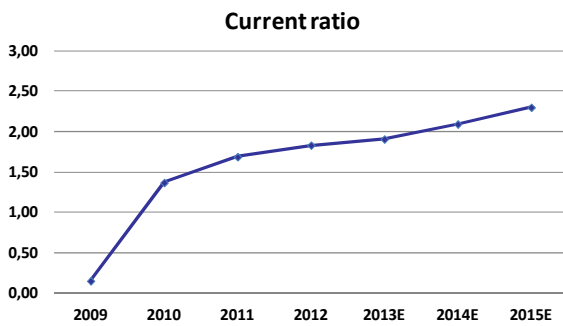
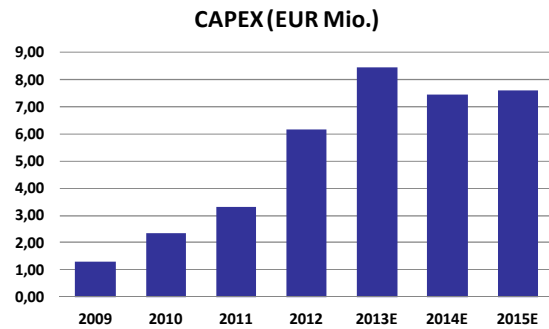
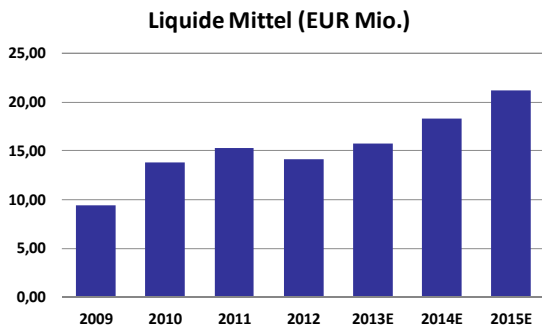
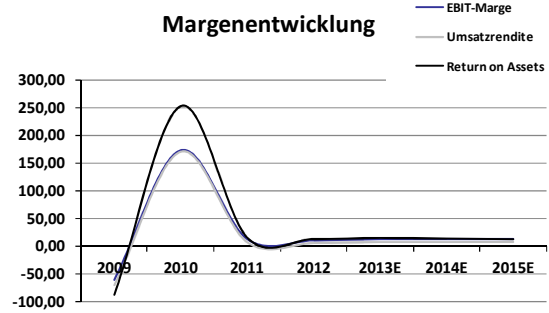
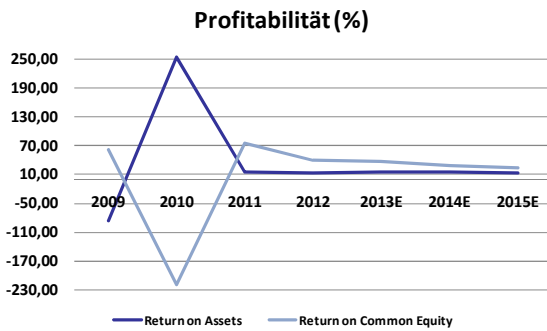
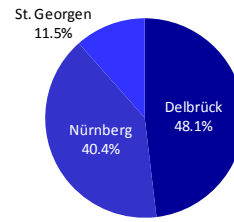
## 10 Finanzkennzahlen

Geschäftsjahr	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Bruttomarge	40,63%	47,00%	50,82%	49,41%	49,41%	49,41%	49,41%	49,41%
EBITDA-Marge	-56,81%	179,56%	18,83%	15,97%	18,34%	18,56%	18,66%	18,66%
EBIT-Marge	-65,53%	171,43%	12,88%	12,92%	12,90%	13,10%	13,20%	13,20%
Umsatzrendite	-75,52%	169,10%	7,79%	6,35%	8,08%	8,31%	8,46%	8,52%
Return on equity (ROE)	60,97%	-218,89%	74,82%	40,61%	38,18%	29,41%	23,87%	20,06%
Return on assets (ROA)	-87,09%	253,00%	15,68%	13,38%	15,21%	14,12%	13,07%	12,09%
Return on capital employed (ROCE)	47,77%	416,53%	23,20%	17,87%	19,08%	17,26%	15,62%	14,19%
Nettoverbindlichkeiten (in EUR Mio.)	41,12	9,63	1,87	3,30	1,20	-1,91	-5,39	-9,14
Net gearing	-41,56%	215,68%	19,12%	25,29%	6,27%	-7,43%	-16,44%	-22,81%
Eigenkapitalquote	-254,38%	10,27%	23,65%	29,63%	38,08%	45,17%	51,16%	56,20%
Current ratio	0,15	1,37	1,69	1,83	1,91	2,09	2,30	2,52
Quick ratio	0,11	0,96	1,10	1,15	1,25	1,43	1,63	1,84
Nettozinsendeckungsgrad	-6,29	134,94	6,69	7,22	9,55	10,67	11,77	12,90
Nettoverbindlichkeiten/EBITDA	-1,17	0,09	0,15	0,28	0,09	-0,13	-0,35	-0,57
Tangible BVPS	-24,05	1,08	2,38	3,17	4,66	6,27	7,97	9,74
Capex/Sales	1,61%	-4,67%	-4,91%	-8,21%	-11,26%	-9,48%	-9,27%	-9,12%
Working capital/Sales	-115,83%	-5,19%	-6,85%	-2,77%	-2,99%	-2,36%	-1,72%	-1,07%
EV/Sales	0,58	0,64	0,58	0,55	0,52	0,49	0,48	0,46
EV/EBITDA	-1,11	0,35	3,02	3,34	2,79	2,64	2,52	2,43
EV/EBIT	-0,96	0,37	4,41	5,01	3,97	3,74	3,57	3,44
P/Tangible BVPS	-0,36	7,98	3,64	2,74	1,86	1,38	1,09	0,89
P/E	-0,76	0,34	6,68	7,69	5,80	5,39	5,10	4,88
P/FCF	13,21	6,78	-102,69	16,58	11,40	10,24	9,47	8,97

Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH



### Umsatzaufteilung 2012



Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

<b>DR. KALLIWODA</b> RESEARCH GmbH		Rüsterstraße 4a 60325 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 www.kalliwoda.com
Primary Research   Fair Value Analysis   International Roadshows		
<b>Head:</b> <b>Dr. Norbert Kalliwoda</b> 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
<b>Dr. Peter Arendarski</b> 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)
<b>Patrick Bellmann</b> E-Mail: pb@kalliwoda.com	Junior-Analyst; WHU - Otto Beisheim School of Management, Vallendar (2012)	<u>Sectors:</u> Support Research and Quantitative Approach
<b>Andreas Braun</b> E-Mail: rb@kalliwoda.com	Junior-Analyst; University of Frankfurt/Main (2012)	<u>Sectors:</u> Support Research and Quantitative Approach
<b>Michael John</b> E-Mail: mj@kalliwoda.com	Dipl.-Ing. (Aachen)	<u>Sectors:</u> Chemicals, Chemical Engineering, Basic Metals, Renewable Energies, Laser/Physics
<b>Adrian Kowollik</b> E-Mail: ak@kalliwoda.com	Dipl.-Kfm.; Humboldt-Universität zu Berlin, CFA Candidate	<u>Sectors:</u> Media, Internet, Gaming, Technology, Eastern European stocks
<b>Maximilian F. Kaessens</b> 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
<b>Dr. Christoph Piechaczek</b> E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
<b>Anoop Pillai</b> E-Mail: anp@kalliwoda.com	Master of Science in Economics and Business Administration (Goethe University Frankfurt M. / Graduation April 2013)	<u>Sectors:</u> <u>Biotech &amp; Healthcare;</u> <u>Internet &amp; Technology</u>
<b>Hellmut Schaarschmidt;</b> E-Mail: hs@kalliwoda.com	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt/Main.	<u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
<b>Dr. Erik Schneider</b> E-Mail: es@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
<b>David Schreindorfer</b> E-Mail: ds@kalliwoda.com	MBA, Economic Investment Management; Univ. Frankfurt/ Univ. Iowa (US).	<u>Sectors:</u> IT/Logistics; Quantitative Modelling
<b>Rainer Wochele</b> E-Mail: rw@kalliwoda.com	Bachelor of Science in Economics and Business Administration (Goethe University Frankfurt M. / Graduation Fall 2013)	<u>Junior-Analyst</u>
<b>Nele Rave</b> 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 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 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.