

21. September 2014

Europa | Deutschland | Autozulieferer

Update

KAUFEN

Kursziel: EUR 22,70

Überblick

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

| | | | |
|-------------------------|-------|------|------|
| Schlusskurs: | 14,90 | Hoch | Tief |
| Preis 52W | 15,98 | 8,21 | |
| Marktkap. (EUR Mio.) | 61,31 | | |
| Anzahl d. Aktien (Mio.) | 4,11 | | |

Aktionärsstruktur

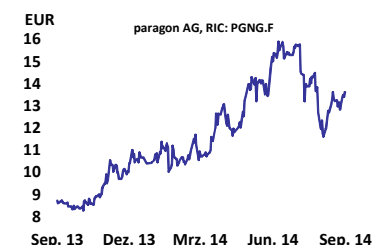
| | |
|--------------------|--------|
| Klaus-Dieter Frers | 52,00% |
| Streubesitz | 48,00% |

Performance

| | |
|-----------|--------|
| 4 Wochen | 7,99% |
| 13 Wochen | 40,66% |
| 26 Wochen | 43,75% |
| 52 Wochen | 64,29% |
| Lfd. jahr | 44,16% |

Dividende

| | in EUR | in % |
|------|--------|-------|
| 2011 | 0,25 | 1,68% |
| 2012 | 0,35 | 2,35% |
| 2013 | 0,25 | 1,68% |



Analyst

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

Also see our Bloomberg page: KALL

paragon AG

Solides Wachstum und Investitionen in zukunftsträchtige Technologien

- Zwischen Januar und Juni verzeichnete die paragon AG mit Umsätzen in Höhe von EUR 37.75 Mio. (+5,9% ggü. Vorjahreszeitraum) ein stabiles Wachstum. Die Auftragslage ist solide und deckte zum 30. Juni bereits über 97,2% der Umsatz-Guidance für das Jahr 2014 ab. Das Umsatzwachstum lässt sich insbesondere durch die erfreuliche Entwicklung der Geschäftsbereiche Akustik (+25.89%) und Sensoren (+7,34%) begründen.
- Hoher Investitionen in die neuen Geschäftsbereiche „Elektromobilität“ und „Karosserie-Kinematik“ geschuldet blieb die Rentabilität deutlich unter dem Vorjahr, allerdings spricht das Unternehmen in diesem Zusammenhang von einmaligen Aufwendungen. In der ersten Jahreshälfte erzielte paragon AG ein EBIT von EUR 1,503 Mio. (-48.9% ggü. Vorjahr), bereinigt blieb das EBIT jedoch mit EUR 2,913 Mio. (H1/2013: EUR 2,944 Mio.) nahezu konstant. Die Aufwendungen für Personal und Material stiegen um 12,7% respektive 10 % an ggü. dem Vorjahr.
- Trotz des schwächeren Nettoergebnisses stieg der operative Cashflow von EUR -0,421 Mio. um EUR 0,503 Mio. auf EUR 0,082 Mio. was sich primär durch die Teilauslagerung von Pensionsverpflichtung erklären lässt. Die Cash-Position erhöhte sich um 183% auf EUR 15,833 Mio. zum 30 Juni 2014.
- Aufgrund des guten Umsatzwachstums und einem bereinigt konstanten EBIT, und des neuen Geschäftsbereiches „Elektromobilität“ erhöhen wir unser Kursziel auf EUR 22,70. Da dies einem Upside-Potenzial von derzeit 52,3% entspricht, bleibt unsere Kaufempfehlung für die Aktie unverändert. Die Wachstumsaussichten, die hohe Innovationskraft (10.3% werden für F&E aufgewendet), sowie die guten langjährigen Geschäftsbeziehungen zu Premiumherstellern unterstützen unsere Auffassung fundamental. paragon AG sollte damit in der Lage sein, ihre Zielprognosen für das laufende Geschäftsjahr 2014 zu erreichen.

Key Figures

| in EUR Mio. | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Nettoumsatz | 67,06 | 70,45 | 73,88 | 79,79 | 95,75 | 102,45 |
| EBITDA | 12,89 | 11,66 | 12,23 | 13,32 | 16,45 | 18,01 |
| EBIT | 8,82 | 7,78 | 7,92 | 8,67 | 10,86 | 12,03 |
| Nettoergebnis | 5,34 | 4,64 | 3,95 | 5,06 | 6,63 | 7,48 |
| EPS | 1,30 | 1,13 | 0,96 | 1,23 | 1,61 | 1,82 |
| Tangible BVPS | 2,38 | 3,17 | 3,86 | 5,09 | 6,70 | 8,52 |
| RoE | 74,82% | 40,61% | 27,30% | 27,47% | 27,33% | 23,89% |
| EBIT-Marge | 13,15 % | 11,04 % | 10,72 % | 10,87 % | 11,35 % | 11,74 % |
| P/E | 11,69x | 13,46x | 15,80x | 12,33x | 9,41x | 8,34x |
| P/Tangible BVPS | 6,37x | 4,79x | 3,93x | 2,98x | 2,26x | 1,78x |
| EV/EBITDA | 5,68x | 6,28x | 5,99x | 5,50x | 4,45x | 4,07x |

Inhaltsverzeichnis

| | | |
|------------|---|-----------|
| 1 | Unternehmensprofil | 3 |
| 1.1 | Produkte und Marktanteile..... | 3 |
| 1.2 | Kunden..... | 4 |
| 2 | SWOT-Analyse..... | 5 |
| 3 | Bewertung | 6 |
| 4 | H1/14-Zahlen | 7 |
| 5 | Ausblick..... | 9 |
| 6 | Gewinn- und Verlustrechnung..... | 11 |
| 7 | Bilanz..... | 12 |
| 8 | Kapitalflussrechnung..... | 13 |
| 9 | Finanzkennzahlen..... | 13 |

1 Unternehmensprofil

Die paragon AG wurde 1988 als Elektronikhersteller gegründet. Der Sitz der Gesellschaft befindet sich in Delbrück in Nordrhein-Westfalen. Weitere Niederlassungen bestehen in Suhl, St. Georgen, Nürnberg (Produktion bzw. Entwicklung) sowie Shanghai (Vertriebsbüro). Die paragon AG hat zudem mit dem Aufbau eines Werkes in Texas/USA (Batterieproduktion) begonnen, plant einen Standort in Mexiko (Produktion; mit Partner) und hat mit einem chinesischen Autozulieferer ein Joint Venture für die Produktion in China vereinbart. Der Konzern beschäftigt aktuell 403 Mitarbeiter.

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 über 20 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 | Cabrioüberdeck-Peripherie | |
| Anzeigeelemente | 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 größten drei Kunden etwa 33%, 17% und 15% des Umsatzes. Etwa 81% der Erlöse werden durch Audi, VW, Daimler, BMW und Porsche bedingt (Stand Juni 2014). 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, was aber gleichzeitig auch Chancen bietet.

2 SWOT-Analyse

| Stärken | Schwächen |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> • 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 | <ul style="list-style-type: none"> • 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 |
| Chancen | Risiken |
| <ul style="list-style-type: none"> • 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. Diesbezüglich es werden weitere Vertriebskanäle angestrebt. • Senkung der produktspezifischen Integrationskosten beim Kunden durch die Entwicklung von Applikationen zur Unterstützung zum Fahrzeuginbau kann zu einem bedeutenden Wettbewerbsvorteil werden. | <ul style="list-style-type: none"> • 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 Liquiditätsgpässen bei paragon |

3 Bewertung

Wir haben die paragon mithilfe unseres DCF-Modells bewertet, welches ein 12-Monats-Kursziel von EUR 22,70 ergibt. Auf dem aktuellen Marktniveau entspricht dies einem Upside von 52,3%.

DCF-Modell

Discounted-Cash-Flow-Modell (Basis 6/2014)

| in EUR Mo. | Phase 1 | | | | | | | | |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
| Umsatz | 79.79 | 89.36 | 92.94 | 96.01 | 98.89 | 101.65 | 104.20 | 106.49 | 108.62 |
| (Veränd. ggü. Vj.) | 8.0% | 12.0% | 4.0% | 3.3% | 3.0% | 2.8% | 2.5% | 2.2% | 2.0% |
| Betriebsergebnis | 8.67 | 10.15 | 10.92 | 11.57 | 12.56 | 12.85 | 13.11 | 13.34 | 13.54 |
| (Operative-Marge) | 10.8% | 11.3% | 11.7% | 12.0% | 12.6% | 12.6% | 12.5% | 12.5% | 12.4% |
| NOPLAT | 6.07 | 7.10 | 7.65 | 8.10 | 8.79 | 8.99 | 9.18 | 9.34 | 9.48 |
| + Abschreibungen | 4.65 | 5.21 | 5.42 | 5.60 | 5.77 | 5.93 | 6.08 | 6.21 | 6.34 |
| = Operativer Netto-Cashflow | 10.72 | 12.31 | 13.07 | 13.70 | 14.56 | 14.92 | 15.25 | 15.55 | 15.81 |
| - Investitionen (CAPEX und WC) | -8.12 | -9.29 | -8.72 | -8.94 | -9.07 | -9.25 | -9.40 | -9.54 | -9.62 |
| CAPEX | -6.94 | -7.78 | -7.53 | -7.72 | -7.87 | -8.02 | -8.15 | -8.27 | -8.38 |
| Working Capital | -1.18 | -1.51 | -1.18 | -1.22 | -1.20 | -1.23 | -1.25 | -1.27 | -1.24 |
| Freier Cashflow (FCF) | 2.60 | 3.02 | 4.35 | 4.76 | 5.48 | 5.67 | 5.85 | 6.01 | 6.19 |
| Barwert der FCF's | 2.49 | 2.68 | 3.56 | 3.60 | 3.84 | 3.67 | 3.50 | 3.32 | 3.16 |

| | |
|--|--------------|
| BW der FCFs in offener Periode | 29.84 |
| BW des Endwerts | 58.94 |
| Unternehmenswert | 88.78 |
| + Nettoliquidität / - Nettoschulden (31 März 2013) | -10.86 |
| + Investitionen / - Minderheiten | 0.00 |
| Wert des Eigenkapitals | 77.92 |
| Anzahl der Aktien (Mo.) | 4.11 |

| | |
|--|--------------|
| WACC | 8.2% |
| Eigenkapitalkosten (COE) | 9.4% |
| Fremdkapitalkosten v.St. | 7.5% |
| Effektiver Steuersatz | 30.0% |
| Fremdkapitalkosten n.St. | 5.3% |
| Eigenkapitalquote | 70.0% |
| Fremdkapitalquote | 30.0% |
| Fairer Wert je Aktie in € (heute) | 18.94 |
| Fairer Wert je Aktie in € (in 12 Monaten) | 20.48 |

| Sensitivitätsanalyse | | Terminal EBIT-Marge | | | | | | |
|----------------------|-------|---------------------|-------|-------|--------------|-------|-------|-------|
| | | 9.4% | 10.4% | 11.4% | 12.4% | 13.4% | 14.4% | 15.4% |
| WACC | 5.2% | 31.92 | 36.11 | 40.29 | 44.47 | 48.65 | 52.84 | 57.02 |
| | 6.2% | 23.81 | 26.74 | 29.67 | 32.61 | 35.54 | 38.47 | 41.40 |
| | 7.2% | 18.81 | 20.99 | 23.18 | 25.36 | 27.54 | 29.73 | 31.91 |
| | 8.2% | 15.41 | 17.10 | 18.79 | 20.48 | 22.17 | 23.86 | 25.55 |
| | 9.2% | 12.95 | 14.30 | 15.64 | 16.98 | 18.33 | 19.67 | 21.02 |
| | 10.2% | 11.08 | 12.17 | 13.26 | 14.36 | 15.45 | 16.54 | 17.63 |

Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH

4 H1/14-Zahlen

Umsatz

In den ersten sechs Monaten des Jahres 2014 erlöste die Firma EUR 37,75 Mio. (+5,9%) als Resultat einer dynamischen Entwicklung am PKW-Markt in der ersten Jahreshälfte (+6% Neuzulassungen in den wichtigsten Märkten laut des Verbands der Automobilindustrie).

Zwischen Januar und Juni 2014 verzeichneten drei von vier Geschäftsbereichen eine positive Entwicklung, „Sensoren“ (+7,34% ggü. Vj. auf EUR 14,69 Mio.) und „Akustik“ (+25,98% ggü. Vj. auf EUR 7,34 Mio.) entwickelten sich jedoch am besten. Im Segment „Sensoren“ tätigt die paragon AG zurzeit Verhandlungen mit mehreren Herstellern bezüglich innovativen CO2-Sensoren für erhöhte Sicherheit im Fahrzeug, während im Segment „Cockpit“ das Interesse an Möglichkeiten zur drahtlosen Ladung von mobilen Endgeräten ein Geschäftstreiber ist. Lediglich der Bereich „Karosserie-Kinematik“ bleibt hinter den Vorjahreszahlen zurück (H1/2014 EUR 1,028 Mio. ggü. H1/2013 EUR 1,755 Mio.)

H1/14 im Vgl. zum Vorjahr

| H1/14 im Vgl. mit Vorjahr | | | |
|---------------------------|-------|-------|--------------------|
| in EUR Mio. | H1/14 | H1/13 | H1/14 vs. H1/13 |
| Nettoumsatz | 37,75 | 35,66 | 5,9% |
| EBITDA | 3,77 | 5,09 | -25,9% |
| EBITDA-Marge | 10,0% | 14,3% | |
| EBIT | 1,50 | 2,94 | -48,9% |
| EBIT-Marge | 4,0% | 8,3% | |
| Nettoergebnis | 0,36 | 1,76 | -79,3% |
| Umsatzrendite | 1,0% | 4,9% | |

Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

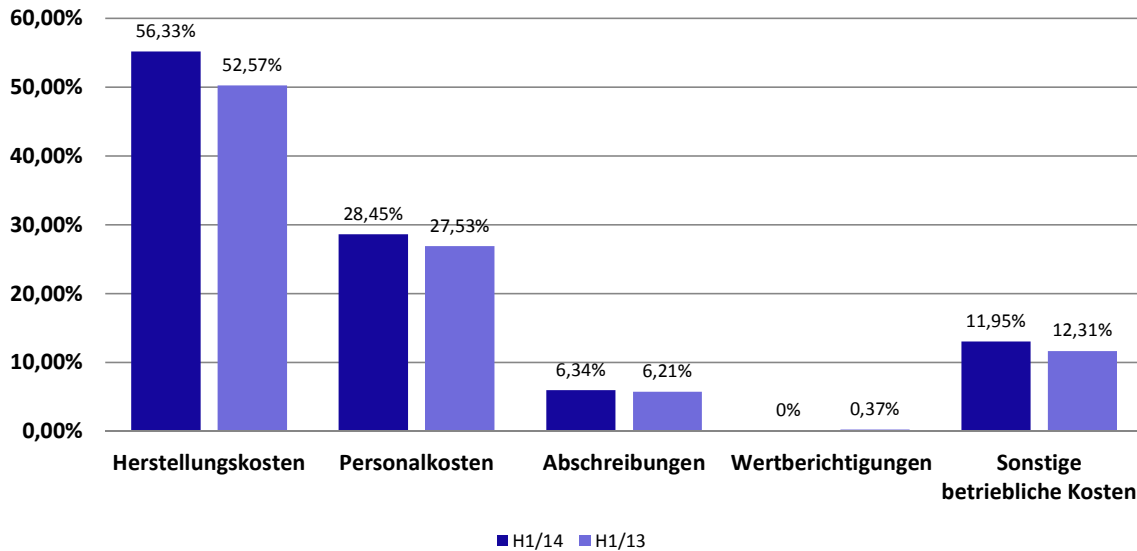
Unser Ausblick

| in EURm | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------------------|--------------|--------------|---------------|
| Nettoumsatz | 79,79 | 95,75 | 102,45 |
| EBITDA | 13,32 | 16,45 | 18,01 |
| <i>EBITDA Marge</i> | 16,7% | 17,2% | 17,6% |
| EBIT | 8,67 | 10,86 | 12,03 |
| <i>EBIT Marge</i> | 10,9% | 11,3% | 11,7% |
| Nettoergebnis | 5,06 | 6,63 | 7,48 |
| <i>Umsatzrendite</i> | 6,3% | 6,9% | 7,3% |

Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH

Rentabilität

Anteil am Umsatz H1/14 ggü. H1/13



Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

Trotz eines soliden Umsatzwachstums liegt die EBIT-Marge (4% ggü. 8,3%) und die Umsatzrendite (1,0% ggü. 4,9%) unterhalb der Vorjahreszahlen. Primär lässt sich dies durch Sondereffekte aufgrund von strategischen Investitionen in den Geschäftsbereich Elektromobilität erklären (bereinigte EBIT-Marge 7,7%). Des Weiteren stieg aufgrund von Neueinstellungen in den GBs „Karosserie-Kinematik“ und „Elektromobilität“ die Personalaufwandsquote von 26,9% im Vorjahr auf 28,6% an. Hier bestärkte das Management allerdings das langfristige Ziel von einer Personalaufwandsquote von 26,5%, somit betrachten wir die höhere Kostenquote als temporär. Das Nettoergebnis ging infolgedessen um etwa 79,5% auf einen Wert von EUR 0,363 Mio. zurück. Credit Reform Rating AG stufte paragon AG zudem von BB+ auf BBB- (Investment Grade).

Bilanz und Cashflow

Zum 30. Juni 2014 wies die Bilanz der paragon AG ein Eigenkapital von EUR 15,23 Mio. auf (EK-Quote von 27,91%). Die zinstragenden Verbindlichkeiten summierten sich auf EUR 28,1 Mio. (H1/13: EUR 17,2 Mio.) und das Working Capital nach unserer Schätzung auf EUR 9,33 Mio. (H1/13: EUR 8,09 Mio.). Aufgrund der neuen Anleihe von EUR 2,9 Mio. lagen die Nettoverbindlichkeiten über dem Wert von Ende Juni 2014 (EUR 12,25 Mio. ggü. EUR 8,56 Mio.)

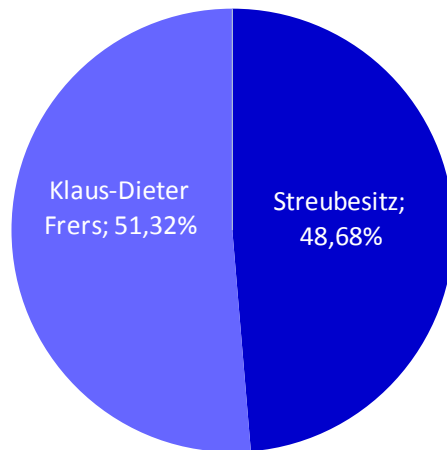
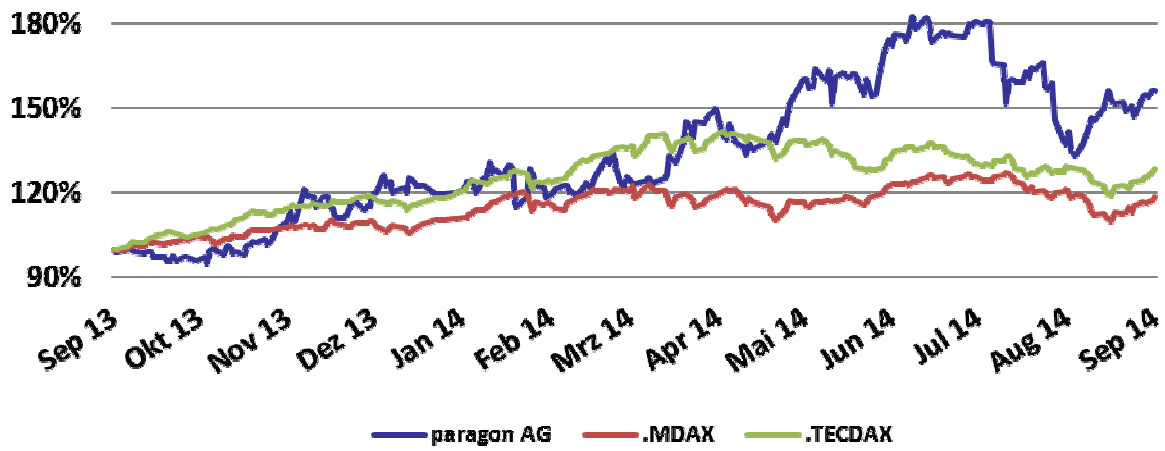
Die erhöhten bereits besprochenen Investitionen in die neuen Geschäftsbereiche zur Zukunftssicherung, spiegelten sich im Cashflow aus Investitionstätigkeit wider, der sich von EUR -2,43 Mio. auf EUR -4,46 Mio. erhöhte. Zusammen mit einem Cashflow aus Finanzierungstätigkeit, der mit EUR 2,57 Mio. besser als im Vorjahr ausfiel (EUR -2,59 Mio.), führte dies zu einer Abnahme der liquiden Mittel im Vergleich zum Dezember 2013 von EUR 1,82 Mio. auf EUR 15,84 Mio.

5 Ausblick

Wir bleiben bei unserer optimistischen Einschätzung der paragon-Aktie und gehen davon aus, dass das Unternehmen seine eigene Guidance (ca. +8% ggü. Vj. beim Umsatz, EBIT-Marge von ca. 10%) und unsere Prognosen für das GJ 2014 erreichen kann, wenngleich die EBIT-Marge bedingt durch Einmalaufwendungen schwächer als erwartet war. Das primäre Investment in den Geschäftsbereich „Elektromobilität“ verstehen wir daher als Stärkung der Positionierung in diesem schnell wachsenden Marktsegment. Die US-Tochter Voltabox Texas Inc konnte zudem bereits positiv mit einem im Mai 2014 platzierten Großauftrag im zweistelligen Millionen-Dollar-Bereich in Erscheinung treten. Der neue Produktionsstandort in den USA soll wie in Deutschland Kunden aus verschiedenen Bereichen beliefern (Hersteller von Pkws, Nutzfahrzeugen, Solar und Gabelstaplern) und damit zur stärkeren Diversifikation (und damit Risikominimierung) der paragon beitragen.

In den nächsten Jahren plant die paragon ihr Geschäft vor allem weiter zu internationalisieren. Dazu sollen neben dem Standort in Texas neue Produktionen in Kooperation mit mexikanischen und chinesischen Kooperationspartnern errichtet werden. Mit einem renommierten chinesischen Automobilzulieferer wurde kürzlich der Vertrag eines Joint Ventures unterzeichnet. Der Grund dafür ist, dass mittlerweile ca. 77% der Fahrzeuge, die von deutschen Herstellern stammen, ins Ausland verkauft werden. Das Unternehmen rechnet mit der Fertigstellung einer Produktion in China in der zweiten Jahreshälfte 2015. Des Weiteren investiert die paragon weiterhin sehr stark in Forschung und Entwicklung (10,3% des Umsatz im H1/14 ggü. 9,0% im Vorjahr), um ihren Wettbewerbsvorteil zu sichern bzw. weiter auszubauen. Derzeit arbeitet das unternehmenseigene Entwicklerteam bspw. an einer neuen Produktplattform für Anzeigeninstrumente, einer infrarotbasierten Gestentechnologie sowie einem innovativen TFT-Anzeigensystem.

Aktie und Aktionärsstruktur



6 Gewinn- und Verlustrechnung

| Gewinn- und Verlustrechnung - paragon | | | | | | |
|---|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| in EUR Mio. | Geschäftsjahr | | | | | |
| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| Umsatzerlöse | 67,06 | 70,45 | 73,88 | 79,79 | 95,75 | 102,45 |
| Bestandveränderungen | 0,06 | 0,57 | 0,26 | 0,36 | 0,32 | 0,31 |
| Aktiviert Eigenleistungen | 1,34 | 2,03 | 1,68 | 0,50 | 0,50 | 0,50 |
| Gesamtleistung | 68,46 | 73,04 | 75,81 | 80,65 | 96,56 | 103,26 |
| Herstellungskosten | -33,67 | -36,95 | -36,27 | -39,76 | -47,51 | -51,11 |
| Rohergebnis | 34,79 | 36,09 | 39,54 | 40,89 | 49,05 | 52,15 |
| Sonstige betriebliche Erträge | 1,86 | 2,02 | 1,10 | 1,12 | 1,14 | 1,16 |
| Personalkosten | -16,72 | -18,85 | -19,60 | -20,77 | -24,78 | -26,39 |
| Abschreibungen | -4,07 | -3,89 | -4,31 | -4,65 | -5,58 | -5,98 |
| Wertminderungen | -0,11 | -0,14 | -0,27 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | -6,94 | -7,45 | -8,54 | -7,91 | -8,97 | -8,91 |
| Betriebsergebnis | 8,82 | 7,78 | 7,92 | 8,67 | 10,86 | 12,03 |
| Finanzergebnis | -1,32 | -1,08 | -1,49 | -1,44 | -1,39 | -1,34 |
| Ergebnis vor Steuern (und Minderheitsanteilen) | 7,50 | 6,70 | 6,43 | 7,23 | 9,47 | 10,69 |
| Steuern vom Einkommen und Ertrag | -2,17 | -2,07 | -2,49 | -2,17 | -2,84 | -3,21 |
| Minderheitenbeteiligungen | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag | 5,34 | 4,64 | 3,95 | 5,06 | 6,63 | 7,48 |
| EPS | 1,30 | 1,13 | 0,96 | 1,23 | 1,61 | 1,82 |
| DPS | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Veränderung ggü. Vj. | | | | | | |
| Umsatzerlöse | n.a | 5,06% | 4,87% | 8,00% | 20,00% | 7,00% |
| Gesamtleistung | n.a | 6,69% | 3,80% | 6,38% | 19,74% | 6,94% |
| Herstellungskosten | n.a | 9,75% | -1,85% | 9,62% | 19,49% | 7,59% |
| Rohergebnis | n.a | 3,72% | 9,58% | 3,40% | 19,97% | 6,30% |
| Sonstige betriebliche Erträge | n.a | 8,16% | -45,56% | 2,00% | 2,00% | 2,00% |
| Personalkosten | n.a | 12,76% | 3,98% | 5,97% | 19,27% | 6,52% |
| Abschreibungen | n.a | -4,50% | 10,91% | 8,00% | 20,00% | 7,00% |
| Wertminderungen | n.a | 27,36% | 98,52% | n.a | n.a | n.a |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | n.a | 7,38% | 14,59% | -7,35% | 13,41% | -0,64% |
| Betriebsergebnis | n.a | -11,84% | 1,88% | 9,43% | 25,31% | 10,74% |
| Finanzergebnis | n.a | -18,35% | 38,35% | -3,36% | -3,47% | -3,60% |
| Ergebnis vor Steuern (und Minderheitsanteilen) | n.a | -10,69% | -3,99% | 12,39% | 31,04% | 12,84% |
| Steuern vom Einkommen und Ertrag | n.a | -4,71% | 20,34% | -12,71% | 31,04% | 12,84% |
| Minderheitenbeteiligungen | n.a | n.a | n.a | n.a | n.a | n.a |
| Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag | n.a | -13,12% | -14,82% | 28,19% | 31,04% | 12,84% |
| EPS | n.a | -13,12% | -14,82% | 28,19% | 31,04% | 12,84% |
| DPS | n.a | n.a | n.a | n.a | n.a | n.a |
| Anteil am Gesamtumsatz | | | | | | |
| Umsatzerlöse | 100,00 % | 100,00 % | 100,00 % | 100,00 % | 100,00 % | 100,00 % |
| Gesamtleistung | 102,10 % | 103,68 % | 102,62 % | 101,07 % | 100,85 % | 100,79 % |
| Herstellungskosten | -50,21 % | -52,45 % | -49,09 % | -49,83 % | -49,62 % | -49,89 % |
| Rohergebnis | 51,88 % | 51,23 % | 53,53 % | 51,24 % | 51,23 % | 50,90 % |
| Sonstige betriebliche Erträge | 2,78 % | 2,86 % | 1,48 % | 1,40 % | 1,19 % | 1,14 % |
| Personalkosten | -24,94 % | -26,76 % | -26,54 % | -26,04 % | -25,88 % | -25,76 % |
| Abschreibungen | -6,07 % | -5,51 % | -5,83 % | -5,83 % | -5,83 % | -5,83 % |
| Wertminderungen | -0,16 % | -0,19 % | -0,36 % | 0,00 % | 0,00 % | 0,00 % |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | -10,35 % | -10,58 % | -11,56 % | -9,91 % | -9,37 % | -8,70 % |
| Betriebsergebnis | 13,15 % | 11,04 % | 10,72 % | 10,87 % | 11,35 % | 11,74 % |
| Finanzergebnis | -1,97 % | -1,53 % | -2,02 % | -1,80 % | -1,45 % | -1,31 % |
| Ergebnis vor Steuern (und Minderheitsanteilen) | 11,19 % | 9,51 % | 8,71 % | 9,06 % | 9,90 % | 10,44 % |
| Steuern vom Einkommen und Ertrag | -3,23 % | -2,93 % | -3,36 % | -2,72 % | -2,97 % | -3,13 % |
| Minderheitenbeteiligungen | 0,00 % | 0,00 % | 0,00 % | 0,00 % | 0,00 % | 0,00 % |
| Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag | 7,96 % | 6,58 % | 5,34 % | 6,34 % | 6,93 % | 7,30 % |

Dr. Kalliwoda | Research © 2014

7 Bilanz

| Bilanzen - paragon | | | | | | |
|--|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| in EUR Mio. | Geschäftsjahr | | | | | |
| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| Aktiva | | | | | | |
| Zahlungsmittel | 15,33 | 14,08 | 17,65 | 18,67 | 19,79 | 22,84 |
| Vorräte | 6,87 | 7,31 | 7,47 | 8,19 | 9,78 | 10,53 |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen | 0,49 | 1,79 | 6,04 | 7,17 | 9,40 | 10,90 |
| Sonstige kurzfristigen Vermögenswerte | 1,60 | 2,20 | 1,95 | 2,11 | 2,53 | 2,71 |
| Summe kurzfristige Vermögenswerte | 24,28 | 25,39 | 33,10 | 36,14 | 41,50 | 46,96 |
| Sachanlagen | 13,27 | 13,54 | 12,98 | 14,83 | 16,67 | 18,51 |
| Sonstige immaterielle Vermögenswerte | 3,28 | 4,91 | 5,60 | 6,05 | 7,26 | 7,77 |
| Firmenwert | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Sonstige Vermögenswerte | 0,16 | 0,12 | 0,25 | 0,27 | 0,32 | 0,34 |
| Aktive latente Steuern | 0,43 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Summe langfristige Vermögenswerte | 17,14 | 18,58 | 18,83 | 21,15 | 24,25 | 26,63 |
| Aktiva | 41,43 | 43,97 | 51,94 | 57,29 | 65,75 | 73,59 |
| Passiva | | | | | | |
| Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen | 3,07 | 3,04 | 3,36 | 3,68 | 4,40 | 4,73 |
| Sonstige Verbindlichkeiten | 7,77 | 8,13 | 5,91 | 6,39 | 7,66 | 8,20 |
| Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten | 2,67 | 2,39 | 2,86 | 2,71 | 2,56 | 2,41 |
| Rückstellungen | 0,88 | 0,30 | 0,06 | 0,06 | 0,07 | 0,08 |
| Kurzfristige Verbindlichkeiten | 14,38 | 13,86 | 12,18 | 12,83 | 14,69 | 15,41 |
| Langfristige Finanzverbindlichkeiten | 12,52 | 12,26 | 20,21 | 19,71 | 19,21 | 18,71 |
| Sonderposten für Zuwendungen | 2,71 | 2,09 | 1,50 | 1,54 | 1,75 | 1,77 |
| Pensionsverpflichtungen | 2,02 | 2,73 | 1,22 | 1,32 | 1,59 | 1,70 |
| Passive latente Steuern | 0,00 | 0,00 | 0,94 | 0,94 | 0,94 | 0,94 |
| Langfristige Verbindlichkeiten | 17,25 | 17,08 | 23,86 | 23,50 | 23,48 | 23,11 |
| Summe Verbindlichkeiten | 31,63 | 30,94 | 36,04 | 36,33 | 38,16 | 38,52 |
| Summe Eigenkapital | 9,80 | 13,03 | 15,89 | 20,95 | 27,59 | 35,07 |
| Minderheitenanteile | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Passiva | 41,43 | 43,97 | 51,94 | 57,29 | 65,75 | 73,59 |

Dr. Kalliwoda | Research © 2014

8 Kapitalflussrechnung

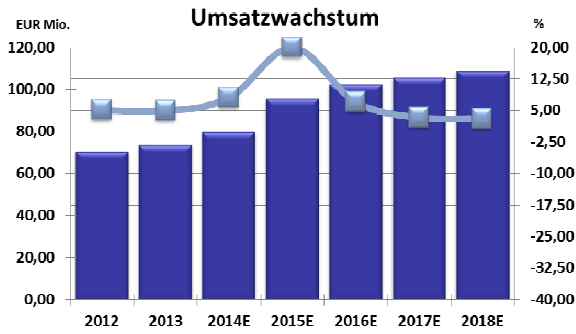
| Kapitalflussrechnung - paragon | | | | | | |
|--|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| in EUR Mio. | Geschäftsjahr | | | | | |
| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag | 5,34 | 4,64 | 3,95 | 5,06 | 6,63 | 7,48 |
| Abschreibungen | 4,07 | 3,89 | 4,31 | 4,65 | 5,58 | 5,98 |
| Veränderung des Working Capital | 1,20 | -1,62 | -3,42 | -1,18 | -2,03 | -1,53 |
| Sonstiges | -2,02 | -1,10 | 0,27 | 0,00 | 0,01 | 0,00 |
| Operativer Cashflow netto | 8,58 | 5,80 | 5,10 | 8,54 | 10,19 | 11,93 |
| Cashflow aus Investitionstätigkeit | -3,32 | -6,15 | -4,81 | -6,94 | -8,64 | -8,33 |
| Freier Cashflow | 5,26 | -0,35 | 0,29 | 1,60 | 1,56 | 3,61 |
| Cashflow aus Finanzierungstätigkeit | -3,72 | -0,90 | 3,27 | -0,57 | -0,44 | -0,56 |
| Veränderung der liquiden Mittel | 1,54 | -1,25 | 3,56 | 1,03 | 1,12 | 3,05 |
| Liquide Mittel am Anfang der Periode | 13,79 | 15,33 | 14,08 | 17,65 | 18,67 | 19,79 |
| Liquide Mittel am Ende der Periode | 15,33 | 14,08 | 17,65 | 18,67 | 19,79 | 22,84 |

Dr. Kalliwoda | Research © 2014

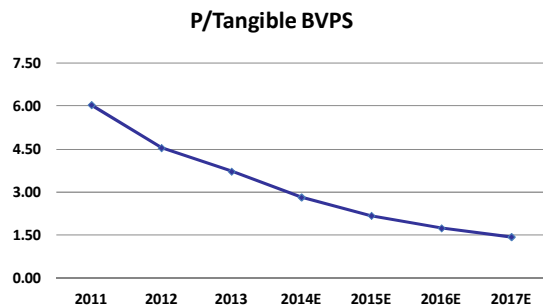
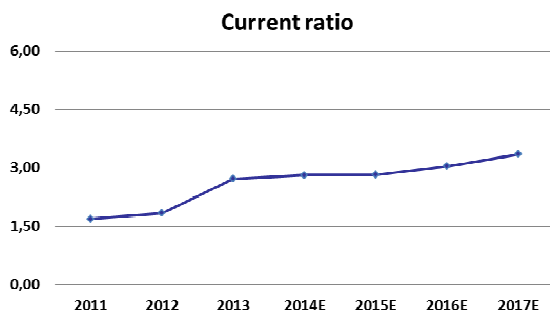
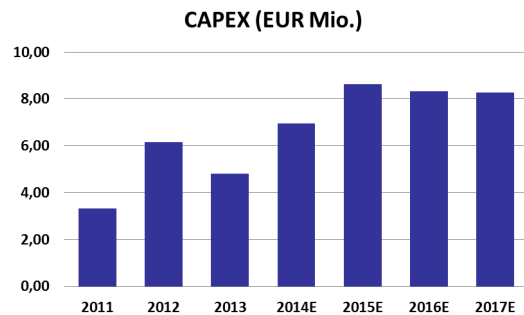
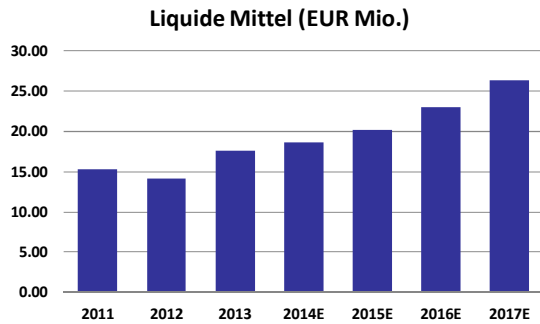
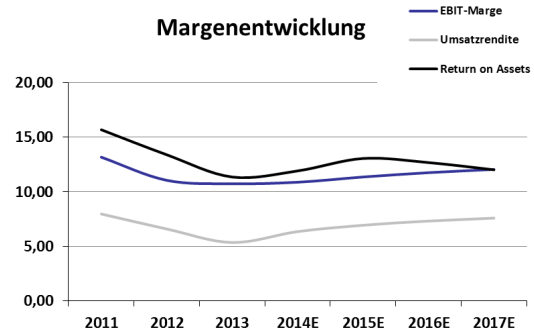
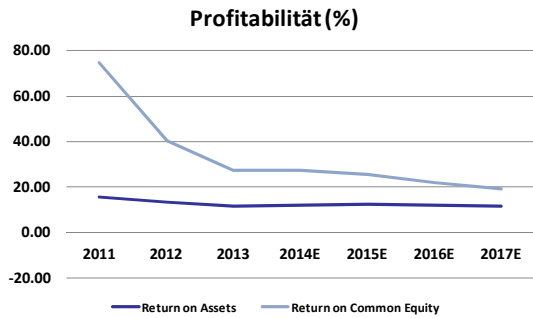
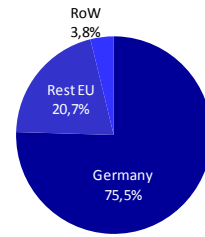
9 Finanzkennzahlen

| Geschäftsjahr | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------------------------------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| Bruttomarge | 50,82% | 49,41% | 52,16% | 50,70% | 50,80% | 50,50% | 50,00% | 50,00% |
| EBITDA-Marge | 18,83% | 15,97% | 16,13% | 16,52% | 17,03% | 17,44% | 17,74% | 18,39% |
| EBIT-Marge | 12,88% | 10,65% | 10,45% | 10,75% | 11,25% | 11,65% | 11,95% | 12,60% |
| Umsatzrendite | 7,79% | 6,35% | 5,21% | 6,28% | 6,87% | 7,25% | 7,52% | 8,03% |
| Return on equity (ROE) | 74,82% | 40,61% | 27,30% | 27,47% | 27,33% | 23,89% | 20,51% | 18,56% |
| Return on assets (ROA) | 15,68% | 13,38% | 11,34% | 11,90% | 13,04% | 12,66% | 12,01% | 11,79% |
| Return on capital employed (ROCE) | 23,20% | 17,87% | 12,23% | 13,65% | 14,89% | 14,48% | 13,57% | 13,25% |
| Nettoverbindlichkeiten (in EUR Mio.) | 1,87 | 3,30 | 6,64 | 5,06 | 3,56 | -0,03 | -4,59 | -9,05 |
| Net gearing | 19,12% | 25,29% | 41,77% | 24,15% | 12,90% | -0,08% | -10,66% | -17,44% |
| Eigenkapitalquote | 23,65% | 29,63% | 30,60% | 36,58% | 41,96% | 47,66% | 52,90% | 58,27% |
| Current ratio | 1,69 | 1,83 | 2,72 | 2,82 | 2,83 | 3,05 | 3,35 | 3,64 |
| Quick ratio | 1,10 | 1,15 | 1,94 | 2,01 | 1,99 | 2,19 | 2,47 | 2,75 |
| Nettozinsdeckungsgrad | 6,69 | 7,22 | 5,32 | 6,02 | 7,82 | 8,98 | 9,88 | 11,15 |
| Nettoverbindlichkeiten/EBITDA | 0,15 | 0,28 | 0,54 | 0,38 | 0,22 | 0,00 | -0,24 | -0,45 |
| Tangible BVPS | 2,38 | 3,17 | 3,86 | 5,09 | 6,70 | 8,52 | 10,47 | 12,61 |
| Capex/Sales | -4,91% | -8,21% | -6,02% | -8,70% | -9,02% | -8,13% | -7,82% | -7,74% |
| Working capital/Sales | -6,85% | -2,77% | 6,35% | 7,35% | 8,25% | 9,20% | 10,18% | 11,10% |
| EV/Sales | 1,09 | 1,04 | 0,99 | 0,92 | 0,77 | 0,71 | 0,69 | 0,67 |
| EV/EBITDA | 5,68 | 6,28 | 5,99 | 5,50 | 4,45 | 4,07 | 3,87 | 3,63 |
| EV/EBIT | 8,30 | 9,42 | 9,25 | 8,45 | 6,74 | 6,09 | 5,75 | 5,30 |
| P/Tangible BVPS | 6,37 | 4,79 | 3,93 | 2,98 | 2,26 | 1,78 | 1,45 | 1,20 |
| P/E | 11,69 | 13,46 | 15,80 | 12,33 | 9,41 | 8,34 | 7,78 | 7,08 |
| P/FCF | 11,87 | -179,79 | 215,13 | 39,07 | 40,06 | 17,29 | 13,64 | 13,96 |

Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH



Umsatzaufteilung 2013



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/CEO: 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) |
| Harald Gruber E-Mail: hg@kalliwoda.com | DVFA-Senior-Analyst, Diplom-Ökonom (Universität Giessen) | <u>Sectors:</u> Technology/Special Situations |
| Patrick Bellmann E-Mail: pb@kalliwoda.com | Junior-Analyst; WHU - Otto Beisheim School of Management, Vallendar | <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.-Betriebsw., (Frankfurt); seasoned international Executive IT-Industry | <u>Sectors:</u> IT, IT-Services, Internet, Media, Internet, Emerging Markets |
| Olaf Köster E-Mail: ok@kalliwoda.com | Dipl.-Betriebswirt, EBS | <u>Sectors:</u> Renewable Energy/Technology |
| Adrian Kowolik E-Mail: ak@kalliwoda.com | Dipl.-Kfm.; Humboldt-Universität zu Berlin, CFA Candidate | <u>Sectors:</u> Media, Internet, Gaming, Technology, Eastern European stocks |
| Christoph Löffel E-Mail: cl@kalliwoda.com | Bachelor Betriebswirtschaftslehre Universität Mannheim | <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 | <u>Sectors:</u> Automotive, Technology |
| Nele Rave E-Mail: nr@kalliwoda.com | Lawyer; Native Speaker, German School London, | <u>Legal adviser</u> |
| 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 |
| Hans-Georg Sutter E-Mail: hsu@kalliwoda.com | Dipl.-Wirtschaftsingenieur University Kaiserslautern | <u>Sectors:</u> IT/e-commerce |
| 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> |

Also view Sales and Earnings Estimates:
DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH on Terminals of Bloomberg, Thomson Reuters, vwd group, Capital IQ and Factset

Analyst of this research:
Dr. Norbert Kalliwoda,
CEFA



Also see our Bloomberg page: **KALL**

Essential information, disclosures and disclaimer

A. Essential information

Investments in financial instruments and securities (e.g. equities, bonds) generally involve high risks. It is possible that investors lose some or all of their invested money. Potential investors should be aware of the fact that prices of securities could fall and rise. Thus, the income from such investments might be subject to considerable fluctuations. Investment strategies are not appropriate at all times and past results are not a guarantee of the future performance. Investors should make their own and independent decisions as to whether undertake a risky investment.

B. Disclosures according to Section 34b of the German Securities Trading Act (WpHG) and the German Regulation governing the Analysis of Financial Instruments (FinAnV).

I. Information about the company held accountable and regulatory authority:

Company responsible for the content of this document: DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH, Frankfurt am Main, Germany.

Regulatory authority for DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH is the Federal Financial Supervisory Authority (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn, Germany and Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt am Main, Germany.

II. Additional Information:

1. Sources of information:

Essential sources of information for the compilation of this document are publications from domestic and international information services and media (e.g. Bloomberg, dpa-AFX, Reuters, VWD, among others), financial press (e.g. Allgemeine Zeitung Frankfurter, Börsenzeitung, Financial Times Handelsblatt and others), specialized trade press, published statistics, rating agencies as well as publications by peer group companies and the company itself. This document was made available to the company before publishing to ensure the correctness of the information provided.

2. Summary of the basis of valuation principles and methods used to prepare this document:

Within the scope of the evaluation of companies, the following valuation methods are applied: Multiple-based models (Price/Earnings, Price/Cash-flow, Price/Book value, EV/Sales, EV/EBIT, EV/EBITDA), peer group comparisons, historic valuation methods, discounting models, sum-of-the-parts-approaches, substance-valuation methods and SWOT-analyses. The valuation principles and models are dependent on macroeconomic factors, such as interest rates, exchange rates, raw materials and on basic assumptions about the economy. Moreover, the value of enterprises is affected by market moods and market sentiment. The approaches are based on expectations that could change rapidly and in advance warning according to developments specific to the individual branch. The valuation results and fair values derived from the models might therefore change accordingly. The ratings are the evaluation results and refer to a fair value pricing reflecting a time-horizon of twelve-months. Nevertheless, evaluation results are subject to changing market conditions and constitute merely a snapshot. The evaluation results and fair values may be reached faster or slower than expected by the analysts. The results and fair values may be scaled upwards or downwards.

DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH uses the following rating model:

| | |
|--------------------|---|
| BUY: | Based on our analysis, we expect the stock to appreciate and produce a total return of at least 10% over the next twelve months |
| ACCUMULATE: | Based on our analysis, we expect the stock to appreciate and produce a total return between 5%- 10% over the next twelve months |
| HOLD: | Based on our analysis, we expect the stock to produce a total return between -5% and +5% over the next twelve months |
| REDUCE: | Based on our analysis, we expect the stock to cause a negative return between -5% and -10% over the next twelve months |
| SELL: | Based on our analysis, we expect the stock to cause a negative return exceeding -10% over the next twelve months |

3. Updates:

A specific update of this document has currently not been set. The research reflects the author's judgement on the date of this publication and is subject to change without any notice. The document might be incomplete or shortened and it may not contain all information concerning the company covered. It is in the sole decision of DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH whether and when a potential update of this research is made.

III. Disclosures about potential conflicts of interest:

The business model of DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH is based on business relationships with issuer company, their broker or IR/PR agency, as well as equity transactions to be performed on the issuer's stock. Dr. Kalliwoda Research has entered into an agreement on the preparation of this document with issuer itself.

Conflicts of interest may be in existence with employees of DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH who are the authors of this document as well as other persons that were involved in the preparation of this research or related parties. Following conflicts of interest might exist:

1. DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH employees or other persons that were involved in the preparation of this document or related parties might have a major shareholding (holding more than 5%) of the share capital of the issuer that is, or whose financial instruments are, the subject of the research.
2. DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH employees or other persons that were involved in the preparation of this document or related parties are possibly holders of instruments that are mentioned in this research (or that are linked to these instruments) or might become holders and could regularly trade the issuer's securities or securities based on these issues as principal or agent.
3. DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH employees or other persons that were involved in the preparation of this document or related parties could have participated in leading a consortium for the issuer via a public offering of the financial instruments that are the subject of this research.
4. DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH employees or other persons that were involved in the preparation of this document or related parties might have been party to an agreement on the provision of investment banking services with the issuer which is the subject of this research, or have received services or a pledge to perform under the terms of such an arrangement during the same period.

5. DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH employees or other persons that were involved in the preparation of this document or related parties may have other substantial economic interests concerning to the issuer, who is the subject of this research.

The analysts have limited access to information that possibly could constitute a conflict of interest for the institution. DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH keeps insider registers appropriate to sec. 15 WpHG for assignees that normally have approach to inside information. Insiders' dealings appropriate to sec. 14 WpHG are categorically prohibited.

The analysts that composed this research did not receive or acquire shares in the issuer that is the subject of this document at any time. The analysts hereby certify that all of the views expressed accurately reflect the individual views about the issuer. No part of the remuneration was, is or will be, directly or indirectly, linked to the evaluation result or views expressed by the analyst in this research.

C. Disclaimer:

This document is published and being distributed by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH solely for informational purposes and for the personal use by persons in Continental Europe. This research is not intended to be in any form an offer or advice to buy or sell the securities referred to herein. This research is intended to provide information to assist investors in making their own investment decisions. Any decision to purchase any securities of the issuer must be made solely on the basis of the information contained in the offering documents from the issuer relating to such securities and not on the contents hereof.

Potential investors should seek professional and individual information and advice before making their investment decisions. This document neither constitutes a contract nor any kind of obligation.

Neither this document nor any copy, in whole or in part, thereof may be distributed in any other jurisdiction where its distribution might be restricted by law.

The information within this document has been obtained from sources believed by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH to be reliable. DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH does not examine if the information is verified and complete, nor guarantees its correctness and completeness. Although due attention has been taken during the compilation of this document, it cannot be excluded that the information given is not complete or the document contains mistakes.

The liability of DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH shall be restricted to gross negligence and willful misconduct. Possible faults or incompleteness of this document may be corrected by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH and do not constitute reasons for liability, neither with regard to indirect nor to direct or consequential losses. Moreover, DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH does not accept any responsibility and liability for any damage arising from using this research or its contents or otherwise arising in relation herewith. In each case, the liability and responsibility of DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH is limited to typical, predictable damages and the liability for any direct or indirect losses is excluded.

This document is subject to the laws of the Federal Republic of Germany. Place of jurisdiction is Frankfurt am Main, Germany.

In the United Kingdom this document is to be distributed only to persons who are described in Section 11 (3) of the Financial Services Act 1986 (Investment Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (as amended). This research may not be distributed and forwarded directly or indirectly to any other group of individuals. The distribution of this document in other international jurisdictions may be restricted by law and individuals who possess this study should inform themselves of any existing restrictions and comply with them.

Neither this document nor any copy of it may be taken or transmitted into the United States of America, Canada, Japan or Australia or distributed, directly or indirectly, in the United States of America, Canada, Japan or Australia or to any resident thereof. Any Failure to comply with these restrictions may constitute a violation of United States, Canadian, Japanese or Australian securities laws or the law of any other jurisdiction.

By accepting this document the reader or user agrees and accepts to be bound by all of the foregoing provisions and this disclaimer. Moreover, the user accepts not to distribute this document to unauthorized persons. The user of this document has to compensate DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH for any disadvantages, damages, claims and losses resulting from or in relation with the unauthorized use of this document.

© 2014 DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH, Arndtstraße 47, D-60325 Frankfurt am Main. All rights reserved.