

Analyse

BUY

Price Target: 19,43 EUR

paragon AG

Nach überstandener Insolvenz durchgestartet

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

Kurs aktuell: 10,40
Hoch **Tief**
Kurs 52 W. 12,94 2,25
Marktkap. (Mio. EUR) 42,79
Anzahl Aktien (in Mio.) 4,11

Aktionäre

Klaus Dieter Frers 51,32%
Freefloat 48,68%

Performance

4 Wochen -22,96%
13 Wochen 103,92%
26 Wochen -5,80%
52 Wochen 383,72%
lfd. Jahr -8,37%

Dividende

	in EUR	in %
2008	0,00	0%
2009	0,00	0%
2010e	0,00	0%
2011e	0,00	0%

■ paragon ist nach überstandener Insolvenz wieder auf Wachstumskurs, nachdem die automobilen Krise im November 2008 schliesslich auch das Unternehmen getroffen hatte. Bereits vor Stellung des Insolvenzantrags und nach zwei negativen Quartalen war die Gesellschaft operativ wieder profitabel. Lediglich im Bankenkreis kam keine Einigung über eine neue Finanzierung zustande. Auch während der Insolvenz blieben alle Kunden treu und tätigten weiter Bestellungen. Hier machten sich die langjährigen starken Kundenbeziehungen zu den großen internationalen Automobilherstellern bezahlt.

■ Im Geschäftsjahr 2010 wird paragon einen Umsatz von rund 60 Mio. Euro machen, mit einer EBITDA-Marge von ca. 15 Prozent. Nach einer weitreichenden Restrukturierung (Mitarbeiterzahl angepasst, Tochterunternehmen entkonsolidiert und Auslandsniederlassungen geschlossen) schon vor und während der Insolvenz, wurden 2010 bereits wieder neue Mitarbeiter eingestellt, um die starke Nachfrage bedienen zu können. Hier profitiert paragon vom positiven Trend in der Automobilbranche.

■ Die Aktie hat ihren Wert im Dezember verdreifacht und seitdem wieder leicht nachgegeben. Der starke Anstieg zeigt, dass Investoren die paragon-Aktie wieder entdeckt haben und dem Unternehmen eine positive Zukunft zutrauen. Allerdings sehen wir beim Aktienkurs noch Luft nach oben (auf Basis der geschätzten Ergebnisse für 2010 wird die Aktie mit einem EV/EBITDA von 5 bewertet).

■ Im Jahr 2011 wird kein großes Wachstum möglich sein, da in 2009 wegen der Insolvenz weniger Neuaufträge gewonnen werden konnten. Diese fehlen in 2011. Für die Jahre 2012 und 2013 wurden im abgelaufenen Jahr jedoch wieder Neuaufträge generiert, so dass wir hier wieder 2-stellige Wachstumsraten sehen werden.

■ paragon verfügt über langfristige Verträge mit großen Herstellern und gehört in seinen Bereichen zu den Marktführern. Sollte der Aufwärtstrend in der Automobilindustrie wie erwartet weiter anhalten, sollte paragon davon profitieren. Durch die effiziente Produktion der Komponenten werden diese zunehmend auch für Fahrzeuge in der Kompaktklasse verwendet wodurch die verkauften Stückzahlen bei paragon steigen.

■ Der in unserem DCF-Modell hergeleitete faire Wert beträgt 19,43 Euro. Dies entspricht einem Aufwärtspotenzial von 87 Prozent gegenüber dem aktuellen Kurs. Unser Urteil lautet „Kaufen“.



Dr. Norbert Kalliwoda
 nk@kalliwoda.com

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

EUR m	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Umsatzerlöse	112,00	67,35	60,45	62,50	68,75
EBITDA	-53,54	-35,12	111,01	10,20	12,73
EBIT	-66,13	-40,52	106,03	6,00	7,73
Nettoergebnis	-71,84	-46,69	104,53	3,47	4,73
EPS	-17,46	-11,35	0,87	0,84	1,15
BVPS	-13,17	-19,17	1,35	2,20	3,34
CFPS	3,27	1,16	0,05	2,24	2,09
RoE	NA	NA	64,61%	38,39%	34,35%
RoS	-64,14 %	-69,32 %	172,91 %	5,55 %	6,88 %
EBIT margin	-59,04 %	-60,16 %	175,39 %	9,60 %	11,24 %

Inhalt

1	Investment Case.....	3
2	Unternehmensprofil.....	4
3	Aktuelle Entwicklung	5
4	Unternehmensstrategie.....	6
4.1	Produkte.....	7
4.2	Kunden.....	10
5	Markt und Wettbewerb.....	11
6	Aktie.....	13
7	SWOT	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

paragon ist die erste börsennotierte Aktiengesellschaft in Deutschland, die aus einer Insolvenz heraus gekommen ist, ohne dass die Aktionäre geschädigt wurden. Der Aktienkurs hat sich im Dezember 2010 bereits deutlich erholt, spiegelt aber unserer Meinung nach noch nicht den fairen Wert der Aktie wider. Schon vor der Insolvenz und auch währenddessen konnte paragon zahlreiche Restrukturierungsmaßnahmen durchführen. Unter anderem wurde die Mitarbeiterzahl angepasst und die Auslandsvertretungen wurden geschlossen. Einige der Tochtergesellschaften wurden liquidiert, oder an Investoren abgegeben. Der große Bankenkreis, ein wichtiger Grund für das Scheitern der Verhandlungen über die Finanzierung vor der Insolvenz, wurde auf eine Hausbank verkleinert. Der starke Aufwärtstrend im Automobilsektor im Jahr 2010 sorgte dafür, dass paragon wieder auf den Wachstumskurs von vor der Krise zurückkehren konnte. Nachdem die Automobilkrise Ende 2008 und Anfang 2009 voll auf paragon durchschlug, war die Gesellschaft bereits in Q2 2009 wieder profitabel. Die langjährigen Kundenbeziehungen zu den großen Automobilherstellern hatten auch während der Insolvenz Bestand und halfen paragon, durch diese Unternehmenskrise zu kommen. Insbesondere die Beziehung zum VW Konzern war wichtig, da dieser Großkunde weiter Bestellungen bei paragon tätigte.

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 im Allgemeinen über mindestens eine Modellgeneration und laufen daher langfristig, zumeist wird auch die Nachfolgeneration von paragon gewonnen. Aufgrund der Insolvenzphase konnte paragon im Jahr 2009 nicht so viele Aufträge gewinnen, wie möglich gewesen wären. Diese fehlen beim Wachstum im laufenden Geschäftsjahr. In 2010 konnten wieder vermehrt Aufträge hinzu gewonnen werden, so dass in den Jahren 2012 und 2013 wieder stärkeres Wachstum mit 2-stelligen Wachstumsraten möglich sein wird.

Innovationen sind gefragt

Die Innovationen im Automobilsektor 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.

Aktie hat starkes Momentum

Da paragon den Turn-Around geschafft hat und für 2010 und 2011 positive Zahlen in Aussicht gestellt hat, haben Investoren die Aktie wiederentdeckt. Im Dezember 2010, nach der Ankündigung der positiven Zahlen, machte die Aktie einen Sprung und verdreifachte ihren Wert. Dennoch sehen wir noch Potenzial nach oben, da der Markt nach unserer Meinung noch nicht das gesamte Potenzial von paragon sieht. Seitdem die Aktie ihren Höchstkurs bei 13,79 Euro gefunden hatte, gab sie wieder leicht nach.

Attraktive Bewertung

Der aktuelle Aktienkurs (10,40 Euro) entspricht einer Marktkapitalisierung von 43 Mio. Euro. Der aktuelle Enterprise Value beträgt 37 Mio. Euro. Die Prognose des Managements für das EBITDA

2010 beläuft sich auf mindestens 9 Mio. Euro und für 2011 soll dieser Wert sicher übertroffen werden. Damit ist die Aktie mit dem 5-fachen EBITDA momentan sehr günstig bewertet.

2 Unternehmensprofil

Die paragon AG wurde 1988 als Elektronikhersteller gegründet. Die Produktpalette wurde 1995 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 ca. 300 Mitarbeiter.

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 Anzeigeeinstrumenten
- 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
- 06/2010 Ende der Insolvenz
- 2010 Volle Konzentration auf die Automobilindustrie

Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research

3 Aktuelle Entwicklung

paragon befindet sich an einem Neuanfang. Das Insolvenzverfahren wurde zum 01.06.2010 aufgehoben und die aufgrund der Insolvenz fehlenden Geschäftsberichte wurden mittlerweile erstellt. Auch der Aufschwung der vergangenen Monate in der Automobilindustrie hat paragon geholfen, diese schwierige Phase zu überstehen und wieder auf Wachstumskurs zu gelangen. Im Folgenden wird die Vergangenheit kurz beschrieben, um eine Einordnung der aktuellen Zahlen zu ermöglichen.

Wirtschaftskrise

Die weltweite Finanz- und Wirtschaftskrise wirkte sich bekanntermaßen in erheblichem Maße auf die Automobilbranche aus. In Folge dieser Entwicklung wurde auch paragon zum Opfer, was dazu führte, dass die Gesellschaft zum Jahreswechsel 2008/2009 in Schwierigkeiten geriet. Daraufhin wurden umfassende Restrukturierungsmaßnahmen eingeleitet, so dass paragon ab Q2 2009 operativ wieder profitabel war. Die Verhandlungen mit dem relativ großen Bankenkreis über das Bewahren der Kreditlinien und die Zuführung von Liquidität gestalteten sich dagegen schwierig. Unter anderem waren Forderungen von den Banken verkauft worden, wodurch paragon mit Forderungskäufern verhandeln musste, zu denen zuvor noch kein Kontakt bestand. Diese schwierige Situation führte dazu, dass keine Einigung erzielt werden konnte, da es immer wieder Teilnehmer in der Verhandlungsrunde gab, die eine mögliche Einigung verhinderten.

Insolvenzverfahren

Da eine Einigung mit dem Bankenkreis scheiterte, sah sich das Management von paragon am 05. Oktober 2009 gezwungen, einen Insolvenzantrag zu stellen mit dem Ziel, ein Planinsolvenzverfahren durchzuführen. Am 01. Januar 2010 wurde das Insolvenzverfahren eröffnet und kurz später der endgültige Insolvenzplan vorgelegt, der am 16. April 2010 von der Gläubigerversammlung angenommen wurde. Die im Insolvenzplan vorgesehene Ausschüttungsquote beträgt 12,7 Prozent, gegenüber 61 Prozent, die paragon bei den Verhandlungen mit den Banken angeboten hatte. Zum 01. Juni 2010 wurde das Insolvenzverfahren vom Amtsgericht Paderborn aufgehoben. Ein wichtiger Grund für das Gelingen der Restrukturierung dürfte gewesen sein, dass viele Kunden paragon in der Phase der Insolvenz die Treue gehalten haben und weiterhin Bestellungen tätigten. Dadurch war ersichtlich, dass das Unternehmen sanierungswürdig war und das operative Geschäft konnte profitabel weitergeführt werden.

Nach der Insolvenz

Schon während der laufenden Insolvenz konnte paragon von der Erholung der Weltwirtschaft und dem damit einhergehenden Aufschwung in der Automobilbranche profitieren. Die gefestigten Kundenbeziehungen halfen dem Unternehmen, auch in der Zeit der Restrukturierung operativ profitabel zu arbeiten. Im ersten Quartal nach Aufhebung der Insolvenz (01.06.2010 bis 31.08.2010) konnte der Umsatz um 16 Prozent gegenüber dem gleichen Zeitraum des Vorjahres gesteigert werden. Stand bei den Kunden zu Beginn noch das Wiederauffüllen der Läger im Mittelpunkt, sorgte anschließend die steigende Nachfrage nach Neufahrzeugen für zahlreiche Bestellungen bei paragon.

In den ersten sechs Monaten des abgelaufenen Geschäftsjahres (Juni bis November 2010) konnte paragon den Umsatz um 10 Prozent steigern. Auch beim Ergebnis waren deutliche Zuwächse zu verzeichnen. Das Betriebsergebnis stieg von -2,0 Mio. Euro im Vorjahreszeitraum auf 5,4 Mio. Euro. Das EBITDA betrug 7,9 Mio. Euro, nach 0,5 Mio. Euro vor Jahresfrist. Der Jahresüberschuss betrug 4,1 Mio. Euro, was einem Ergebnis je Aktie von 1,00 Euro entspricht und das höchste

Halbjahresergebnis seit dem Börsengang bedeutet. Aufgrund der geringen Fixkosten würde sich paragon auch ohne den branchenweite Aufschwung in der Gewinnzone befinden.

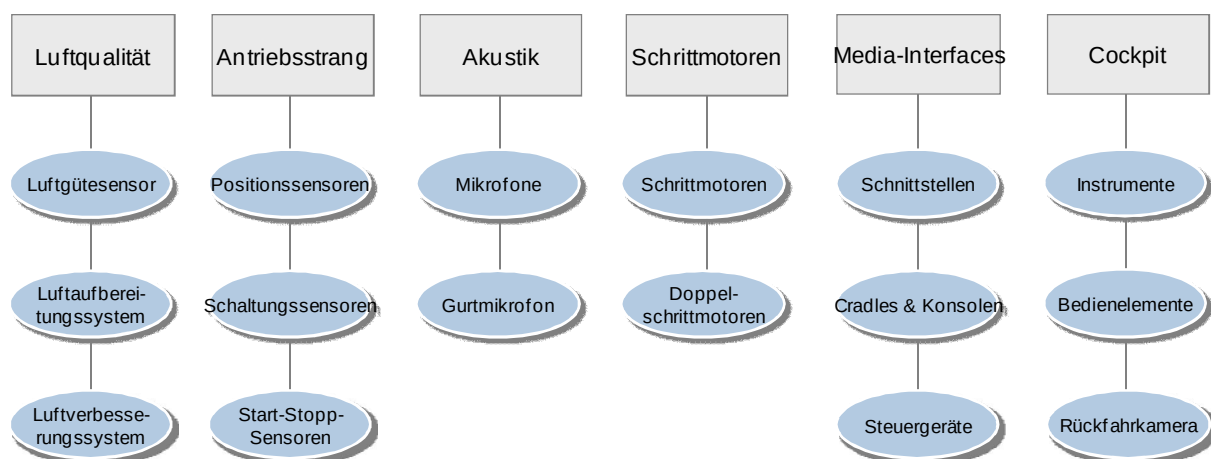
Für das laufende Geschäftsjahr erwarten wir ein leichtes Wachstum. Wegen der Insolvenz konnte paragon im Jahr 2009 weniger Neuaufträge als erwartet akquirieren (bestehende Aufträge und Kunden blieben jedoch bestehen). Diese fehlenden Neuaufträge werden sich 2011 bemerkbar machen. Für die Folgejahre erwarten 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.

4 Unternehmensstrategie

Als Auftragsfertiger für Elektronik gegründet, ist paragon mittlerweile ein reiner Tier-1 Automobildirektlieferant. Im Zuge der Restrukturierung trennte sich das Unternehmen von allen Tochtergesellschaften und schloss die internationalen Standorte. Schon vor der unternehmensinternen Krise war geplant, sich von der Elektronik-Sparte zu trennen und sich auf die Automobilindustrie zu konzentrieren. Der Fokus liegt dabei auf Autoelektronik für den Innenraum. Das Angebot von paragon umfasst Produkte in den Bereichen Luftqualität, Antriebsstrang, Akustik, Media-Interfaces und Cockpit, die alle am Standort Suhl gefertigt werden, sowie Schrittmotoren, die in St. Georgen entwickelt und produziert werden. Die Gesellschaft entwickelt dabei eigene Produkte mit zahlreichen Alleinstellungsmerkmalen – die F&E für Luftqualität, Antriebsstrang und Akustik wird vom Unternehmenssitz Delbrück aus durchgeführt, während Media-Interfaces und Cockpit in Nürnberg entwickelt werden - 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. Weit über 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. Im Bereich Antriebsstrang kümmert man sich überdies um Produkte, die für den Betrieb eines Autos unverzichtbar sind und unabhängig von der Fahrzeugklasse Verwendung finden.

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.

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



Schwanenhalsmikrofon

flex-mic



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.

Doppelschrittmotor



Quelle: Unternehmen

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 eine bessere Verbindungsqualität und geringere Strahlung im Innenraum des Fahrzeugs bringt. Gleichzeitig wird der Akku des Mobiltelefons geladen.

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 Mikrofon 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.

Einzel-Instrument



Mittelkonsole



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

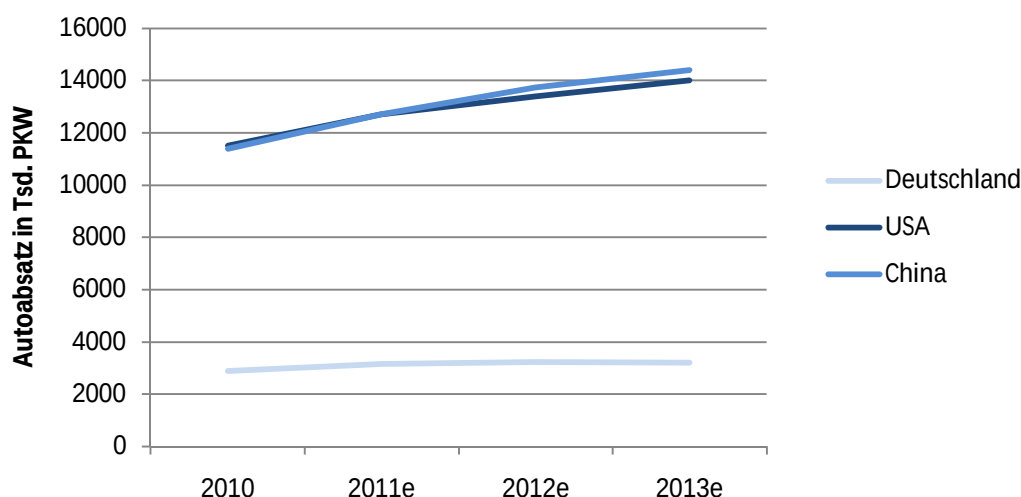
5 Markt und Wettbewerb

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 AQS ist paragon Weltmarktführer.

Automobilmarkt auf Wachstumskurs

Der deutsche Automobilmarkt erholt sich nach einem Absatzeinbruch im Jahr 2009. Unterstützt durch die anhaltende positive wirtschaftliche Entwicklung Deutschlands steigen nicht nur die gewerbliche sondern auch die privaten Automobilkäufe. Der deutsche Automobilabsatz wird jedoch in den nächsten Jahren unter dem Vorkrisenniveau bleiben und etwa bei 3,2 Mio. liegen. Etwa viermal so hoch ist die Anzahl verkaufter Autos in USA und China. Die höchsten Wachstumsraten sind in Asien zu erwarten.

Entwicklung des Automobilabsatzes



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.

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 der höchste Wert seit Jahren dar.

Nach dem Verkauf einer amerikanischen Tochtergesellschaft und weiteren Auslandsniederlassungen konzentriert sich paragon verstärkt auf den Heimatmarkt, ist dort gut aufgestellt. 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 Produkte mit klaren Alleinstellungsmerkmalen bei gleichzeitig hohen Stückzahlen setzt sich paragon von der Konkurrenz ab.

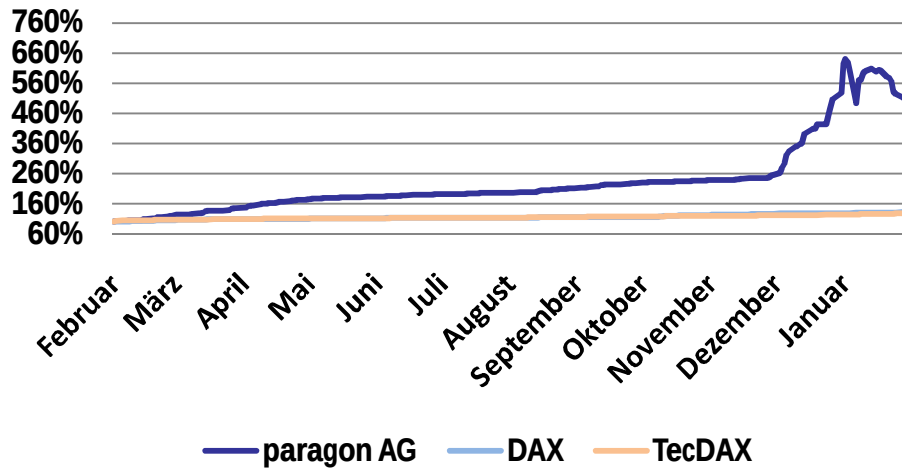
Potentiale sehen wir in der Forschung und Entwicklung neuer Produkte. Fahrzeuge werden sich in Zukunft weiter elektrifizieren. Dies kommt paragon als Zulieferer für elektronische Automobilkomponenten zugute.

Der Markt der Elektroautos in den nächsten Jahren immer stärker wachsen. paragon entwickelte bereits einen besonders für Hybridautos genutzten Start-Stopp-Sensor sowie ein Anzeigesystem für Elektrofahrzeuge. Hier erschließen sich langfristig neue Wachstumsmöglichkeiten als Zulieferer für Elektroautos.

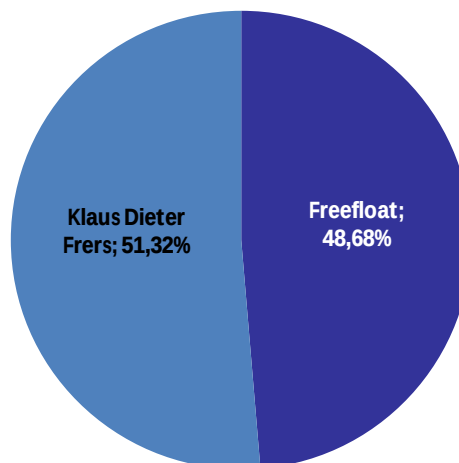
6 Aktie

In der ersten Jahreshälfte erzielte die paragon-Aktie bereits eine Performance von 191% (4,10 Euro). Im zweiten Halbjahr 2010 stieg die Aktie weiterhin stark bis auf 12,95 Euro, was einer Jahresperformance von 474% entspricht. Seit 2011 ist der Kursverlauf weiter sehr volatil. Er erreichte am 5.1.2011 das Hoch von 13,79 EURO (641% Jahresperformance) und fiel am 2.2.2011 auf 10,30 Euro und schwankt seitdem um dieses Kursniveau.

Aktienkursentwicklung 2010/02 bis 2011/02



Aktionärsstruktur



Quelle: Thomson Reuters

7 SWOT

Stärken	Schwächen
- 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	- 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
Chancen	Risiken
- 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	- Wachstumstrend in der Automobilbranche schwächt sich ab - Automobilhersteller üben Preisdruck auf Zulieferer aus - Hohe Wettbewerbsintensität im Automobilzulieferer-Bereich - Druck, stetig neue Innovationen zu liefern

8 Finanzteil

8.1 Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung - paragon AG							
Zahlenangaben in TEURO	Geschäftsjahr						
	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014e
Umsatzerlöse	112.003	67.349	60.450	62.500	68.750	74.938	78.684
Sonstige betriebliche Erträge	5.118	3.156	106.864 ¹⁾	500	766	1.372	1.541
Erhöhung oder Verminderung des Bestands an fertigen und unfertigen Erzeugnissen	1.079	-5.853	350	100	300	100	300
Andere aktivierte Eigenleistungen	5.218	328	220	400	525	1.647	1.647
Gesamtleistung	123.418	64.980	167.884	63.500	70.341	78.057	82.173
Materialaufwand	-63.513	-36.704	-32.249	-33.211	-35.750	-38.218	-40.129
Rohertrag	59.905	28.276	135.635	30.290	34.591	39.839	42.044
Um die Zuschreibung bereinigter Rohertrag			34.705				
Personalaufwand	-27.891	-20.421	-12.348	-12.688	-13.363	-13.489	-13.376
Abschreibungen auf immaterielle VG und SA	-12.591	-5.392	-4.985	-4.200	-5.000	-5.995	-6.295
Wertminderung auf Finanzanlagen, immaterielle VG, SA und GoF	-62.503	-337	-125	0	0	0	0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-23.052	-42.642	-12.151	-7.400	-8.500	-11.990	-12.590
Betriebsergebnis	-66.132	-40.516	106.026	6.002	7.728	8.365	9.783
Bereinigtes Betriebsergebnis			5.096				
Finanzerträge	211	123	207	217	228	240	252
Finanzierungsaufwendungen	-8.423	-6.568	-703	-1.300	-1.250	-1.200	-1.100
Finanzergebnis	-8.212	-6.445	-496	-1.083	-1.022	-960	-848
Ergebnis vor Steuern	-74.344	-46.961	105.530	4.919	6.706	7.405	8.935
Bereinigtes Ergebnis vor Steuern			4.600				
Ertragsteuern	2.508	274	-1.003	-1.451	-1.978	-2.184	-2.636
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	-71.836	-46.687	104.527	3.468	4.728	5.220	6.299
Bereinigter Jahresüberschuss			3.597				
<i>Ergebnis je Aktie (unverwässert)</i>	-17,46	-11,35	0,87	0,84	1,15	1,27	1,53
<i>Ergebnis je Aktie (verwässert)</i>	-17,46	-11,35	0,87	0,84	1,15	1,27	1,53
Bereinigtes Ergebnis je Aktie (unverwässert)			0,87				

3443

Profit & Loss (Year on Year)

Umsatzerlöse	2,9%	-39,9%	-10,2%	3,4%	10,0%	9,0%	5,0%
Sonstige betriebliche Erträge	1,7%	-38,3%		-99,5%	53,1%	79,2%	12,3%
Erhöhung oder Verminderung des Bestands an fertigen und unfertigen Erzeugnissen				-71,4%	200,0%	-66,7%	200,0%
Andere aktivierte Eigenleistungen	-22,3%	-93,7%	-32,9%	81,8%	31,3%	213,8%	0,0%
Gesamtleistung	2,4%	-47,3%	158,4%	-62,2%	10,8%	11,0%	5,3%
Materialaufwand	4,7%	-42,2%	-12,1%	3,0%	7,6%	6,9%	5,0%
Rohertrag	0,1%	-52,8%	379,7%	-77,7%	14,2%	15,2%	5,5%
Personalaufwand	1,0%	-26,8%	-39,5%	2,7%	5,3%	0,9%	-0,8%
Abschreibungen auf immaterielle VG und SA	5,5%	-57,2%	-7,5%	-15,7%	19,0%	19,9%	5,0%
Wertminderung auf immaterielle VG und SA		-99,5%	-62,9%	-100,0%			
Sonstige betriebliche Aufwendungen	70,9%	85,0%	-71,5%	-39,1%	14,9%	41,1%	5,0%
Betriebsergebnis		-38,7%		-94,3%	28,8%	8,2%	16,9%
Finanzerträge	-52,3%	-41,7%	68,3%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Finanzierungsaufwendungen	21,6%	-22,0%	-89,3%	84,9%	-3,8%	-4,0%	-8,3%
Finanzergebnis	26,6%	-21,5%	-92,3%	118,3%	-5,6%	-6,0%	-11,7%
Ergebnis vor Steuern		-36,8%		-95,3%	36,3%	10,4%	20,7%
Ertragsteuern	16,5%	-89,1%		44,7%	36,3%	10,4%	20,7%
Jahresüberschuss/-fehlbetrag		-35,0%		-96,7%	36,3%	10,4%	20,7%

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%	176,8%	0,8%	1,1%	1,8%	2,0%
Erhöhung oder Verminderung des Bestands an fertigen und unfertigen Erzeugnissen	1,0%	-8,7%	0,6%	0,2%	0,4%	0,1%	0,4%
Andere aktivierte Eigenleistungen	4,7%	0,5%	0,4%	0,6%	0,8%	2,2%	2,1%
Gesamtleistung	110,2%	96,5%	277,7%	101,6%	102,3%	104,2%	104,4%
Materialaufwand	-56,7%	-54,5%	-53,3%	-53,1%	-52,0%	-51,0%	-51,0%
Rohertrag	53,5%	42,0%	224,4%	48,5%	50,3%	53,2%	53,4%
Personalaufwand	-24,9%	-30,3%	-20,4%	-20,3%	-19,4%	-18,0%	-17,0%
Abschreibungen auf immaterielle VG und SA	-11,2%	-8,0%	-8,2%	-6,7%	-7,3%	-8,0%	-8,0%
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%	-20,1%	-11,8%	-12,4%	-16,0%	-16,0%
Betriebsergebnis	-59,0%	-60,2%	175,4%	9,6%	11,2%	11,2%	12,4%
Bereinigtes Betriebsergebnis			8,4%				
Finanzerträge	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Finanzierungsaufwendungen	-7,5%	-9,8%	-1,2%	-2,1%	-1,8%	-1,6%	-1,4%
Finanzergebnis	-7,3%	-9,6%	-0,8%	-1,7%	-1,5%	-1,3%	-1,1%
Ergebnis vor Steuern	-66,4%	-69,7%	174,6%	7,9%	9,8%	9,9%	11,4%
Ertragsteuern	2,2%	0,4%	-1,7%	-2,3%	-2,9%	-2,9%	-3,3%
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	-64,1%	-69,3%	172,9%	5,5%	6,9%	7,0%	8,0%

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

8.2 Bilanz

Bilanzen - paragon AG							
Zahlenangaben in TEURO	Geschäftsjahr						
	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014e
Aktiva							
<u>Anlagevermögen</u>							
Immaterielle Vermögenswerte	6.061	5.020	3.190	3.190	3.190	2.988	2.188
Sachanlagen	19.898	15.763	13.747	14.545	14.685	13.826	12.813
Finanzanlagen	180	180	180	180	180	180	181
Latente Steuern	447	367	500	438	435	458	444
Summe Anlagevermögen	26.586	21.330	17.617	18.353	18.490	17.451	15.626
<u>Umlaufvermögen</u>							
Vorräte	19.224	10.056	6.450	6.000	7.200	8.640	9.504
Ford. aus Lieferungen und Leistungen	4.375	4.640	5.884	6.000	6.120	6.242	6.367
Ertragssteuerausprüche	219	61	0	0	0	0	1
Sonstige Vermögenswerte	849	3.325	700	910	1.183	1.538	1.999
Liquide Mittel	2.262	1.763	15.688	18.844	21.096	24.152	29.933
Summe Umlaufvermögen	26.929	19.845	28.722	31.754	35.599	40.573	47.805
Bilanzsumme	53.515	41.175	46.339	50.107	54.089	58.024	63.431
<u>Eigenkapital</u>							
Gezeichnetes Kapital	4.115	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	7.753
Gewinn-/ Verlustvortrag	7.695	-87.749	-9.898	-6.301	-2.833	1.895	7.116
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	-71.836	-3.004	3.597	3.468	4.728	5.220	6.299
Rücklage für Währungsumrechnung	-1.905	0	0	0	0	0	1
Summe Eigenkapital	-54.178	-78.885	5.567	9.035	13.763	18.984	25.283
<u>Langfristige Rückstellungen und Verbindlichkeiten</u>							
Langfristige Finanzleasingverbindlichkeiten	947	700	480	480	480	480	480
Langfristige Darlehen	21.659	7.223	20.201	19.901	20.610	20.118	20.118
Genussrechtskapital	22.610	0	0	0	0	0	1
Sonderposten für Zuwendungen	6.432	5.177	3.472	5.027	4.559	4.353	4.646
Latente Steuern	359	233	351	368	387	406	426
Rückstellungen für Pensionen	623	334	639	532	502	557	530
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	0	0	0	0	0	0	0
Summe Langfristige Rückstellungen und Verbindlichkeiten	52.630	13.667	25.142	26.308	26.537	25.914	26.202
<u>Kurzfristige Rückstellungen und Verbindlichkeiten</u>							
Kurzfristiger Anteil der Finanzleasingverbindlichkeiten	470	388	476	490	505	520	536
Kurzfristige Darlehen und kurzfristiger Anteil der langfristigen Darlehen	26.550	36.427	850	850	850	850	850
Genussrechtskapital	0	22.738	0	0	0	0	0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	13.895	8.462	5.466	4.857	4.614	4.384	4.165
Sonstige Rückstellungen	3.277	3.312	1.986	2.000	2.000	2.000	2.000
Ertragsteuerschulden	1.778	787	851	1.000	1.000	1.000	1.000
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	9.093	34.279	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000
Summe Kurzfristige Rückstellungen und Verbindlichkeiten	55.063	106.393	15.629	15.198	14.970	14.754	14.551
Bilanzsumme	53.515	41.175	46.339	50.541	55.270	59.652	66.036

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

9 Bewertung

9.1 DCF-Modell

Für die Ermittlung des Fair Values wurden ein dreistufiges Discounted Cashflow Modell sowie die Marktdaten der Peergroup-Unternehmen herangezogen. Als Datenbasis für die Bewertungen wurden die Konzernabschlüsse der paragon AG verwendet.

Dem unterjährigen Bewertungsstichtag wurde durch die Abzinsung der operativen Free Cashflows auf den Bewertungsstichtag Rechnung getragen. Als Bewertungsstichtag wurde der 01.02.2011 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 2/2011)

	Phase 1					
(Mio. EUR)	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Umsatz	62,50	68,75	74,94	78,68	82,62	86,75
Veränderungsrate	-	10%	9%	5%	5%	5%
EBIT	6,00	7,73	8,37	9,78	10,71	11,75
Veränderungsrate	-	29%	8%	17%	9%	10%
Marge	9,6%	11,2%	11,2%	12,4%	13,0%	13,5%
Finanzergebnis	-1,08	-1,02	-0,96	-0,85	-0,74	-0,62
EBT ex. Zinsergebnis	4,92	6,71	7,40	8,93	9,97	11,13
operativer Steueraufwand	-1,45	-1,98	-2,18	-2,64	-2,94	-3,28
Steuerquote (ex. Zinsergebnis)	29,5%	29,5%	29,5%	29,5%	29,5%	29,5%
Abschreibungen imm. Verm. u. Sachanl.	4,20	5,00	6,00	6,29	6,61	6,94
Abschreibungsquote (%Umsatz)	6,7%	7,3%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Veränderung langf. Rückstellungen	-0,09	-0,03	0,06	-0,03	0,00	0,01
Anteil Umsatz	-0,1%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
CF-Geschäftsbedarf (Veränderung WC)	-0,31	-1,82	-2,13	-1,65	-1,87	-2,14
Working-Capital-Ratio (%Umsatz)	-0,5%	-2,6%	-2,8%	-2,1%	-2,3%	-2,5%
Investitionen	-2,97	-3,27	-3,67	-4,04	-4,47	-4,94
Investitionsquote (%Umsatz)	-4,8%	-4,8%	-4,9%	-5,1%	-5,4%	-5,7%
Sonstige Anpassungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Free Cash-Flow	4,30	4,60	5,47	6,87	7,30	7,71

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
Angleichungsphase (ab 2017)
Anfangswachstum des Umsatzes
Margenentwicklung (p.a.)

3,0%
5 Jahre
1,0%
+1 BP

Eigenkapitalkosten

Langfristiger risikoloser Zinssatz
Risikoprämie Markt / Aktienmarktrendite
Beta des Unternehmens (Näherung)

3,8%
5,0%
0,90

Eigenkapitalkostensatz

8,3%

Fremdkapitalkosten

Fremdkapitalkostensatz (vor St.)
Steuersatz auf Fremdkapitalzinsen

7,0%
30,0%

Fremdkapitalkostensatz (nach St.)

4,9%

Wert des Eigenkapitals

43

Wert des Fremdkapitals

21

Gearing

49,2%

WACC

7,18%

Anpassungen des Fremdkapitals an den gegenwärtigen Marktzins wurden nicht getätigt. Die risikofreie Rendite basiert auf der Durchschnittsrendite 30jähriger Bundesanleihen. Die Ermittlung der Risikoprämie folgt dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) und deckt insbesondere die systematischen Risiken (Marktrisikoprämie) ab. Der von uns verwendete Betafaktor 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 19,43. Er ist damit um 87 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 10,40). 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				
β = 0,9		6,68%	6,93%	7,18%	7,43%	7,68%
Wachstum	2,0%	19,41	18,48	17,64	16,87	16,17
	2,5%	20,47	19,40	18,44	17,57	16,79
	3,0%	21,82	20,55	19,43	18,43	17,53
	3,5%	23,60	22,05	20,69	19,51	18,46
	4,0%	26,05	24,05	22,35	20,90	19,63

Sensitivitätsanalyse		Marktkapitalisierung				
(M io. EUR)		Diskontierungszinssatz				
β = 0,9		6,68%	6,93%	7,18%	7,43%	7,68%
Wachstum	2,0%	79,85	76,04	72,58	69,43	66,54
	2,5%	84,23	79,83	75,87	72,31	69,07
	3,0%	89,80	84,58	79,96	75,84	72,15
	3,5%	97,12	90,71	85,15	80,27	75,95
	4,0%	107,17	98,94	91,97	85,99	80,79

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.

Die Bewertungsbandbreite schwankt zwischen 13,24 Euro und 15,63 Euro. Auf Basis des EV/EBITDA 2011 gelangen wir zu einem fairen Wert von 14 Euro je Aktie, für 2012 zu einem fairen Wert von 14,67 Euro. Auf Basis des Kurs/Buch-Wertes ergibt sich der höchste faire Wert von 15,63 Euro. Dies entspricht einem Upside Potenzial von 50,3 Prozent. Aus unserer Peer Group Analyse errechnet sich der niedrigste faire Wert mit 13,24 Euro auf Basis des EV/EBIT 2012e. Hier ergibt sich ein Aufwärtspotenzial von 27,3%.

Multiples - Peer Group							
Peer Group	EV/EBITDA		EV/EBIT		EBIT-Marge		KBV 2009
	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E	
Continental AG	5,6	5,1	9,1	8,0	8,9%	9,6%	2,3
ElringKlinger AG	8,0	7,2	12,5	10,8	16,5%	17,7%	4,0
Funkwerk AG	2,9	2,3	7,5	4,5	3,2%	5,0%	0,7
Grammer AG	3,8	3,4	6,5	5,5	4,2%	4,6%	1,1
LEONI AG	5,6	4,8	9,1	7,6	5,5%	6,2%	2,3
Renk AG	6,8	6,2	7,7	6,8	13,0%	11,5%	2,6
SAF-HOLLAND S.A.	6,2	5,0	8,3	6,4	7,4%	8,5%	8,7
TWINTec AG	4,2	2,7	5,2	5,6	8,7%	7,8%	1,1
Median	5,6	4,9	8,0	6,6	8,4%	8,9%	2,3
paragon	3,6	2,9	4,8	4,8	12,8%	11,2%	1,1
Discount (-)/Premium (+)	-34,9	-41,1	-40,2	-27,4	51,7	26,8	-50,3
Bewertungsbandbreite:				13,24 EUR bis 15,63 EUR			

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 Primary Research Fair Value Analysis International Roadshows		Rüsterstraße 4a 60325 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 Fax: 069-138 192 15 www.kalliwoda.com
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> Capital Goods, Chemicals, Automotive
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.
Maximilian F. Kaessens E-Mail: mk@kalliwoda.com	Bachelor of Science in Business Administration (Babson College (05/2012), Babson Park, MA (US))	<u>Sectors:</u> Financials, Real Estate
Dr. Christoph Piechaczek E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
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
Robin-Andreas Braun E-Mail: rb@kalliwoda.com	Junior-Analyst; University of Frankfurt/Main (2012)	<u>Sectors:</u> Support Research and Quantitative Approach
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
Nele Rave E-Mail: nr@kalliwoda.com	Lawyer; Native Speaker, German School London,	<u>Translations English</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.