

29. August 2012

Europa | Deutschland | Autozulieferer

DR. KALLIWODA
RESEARCH GmbH

Update

KAUFEN

Kursziel: EUR 20,48

Überblick

Branche:	Autozulieferer
Land:	Deutschland
Reuters:	PGNG.DE
WKN	555869
Webseite:	www.paragon.ag

Kurs aktuell:	9,00
	Hoch Tief
Kurs 52 W.:	10,50 5,75
Marktkap. (Mio. CAD)	37,0
Anzahl Aktien (in Mio.)	4,1

Aktionärsstruktur

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

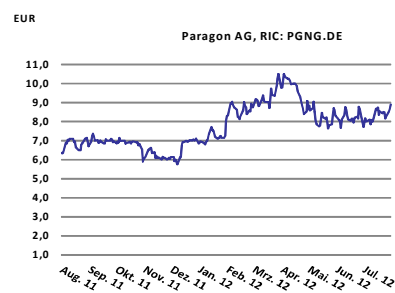
Performance

4 Wochen	12,2%
13 Wochen	4,9%
26 Wochen	8,3%
52 Wochen	41,3%
lfd. Jahr	56,5%

Dividende

	EUR/Aktie	in %
2009	0,00	0,00%
2010	0,00	0%
2011e	0,00	0%
2012e	0,00	0%
2013e	0,00	0%

52-Wochen Chart



Analyst

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

paragon AG

H1-Zahlen bestätigen unsere Einschätzung

- Im ersten Halbjahr 2012 erwirtschaftete die paragon einen Umsatz von EUR 37,6 Mio. und damit 12,8% mehr als im Vorjahr. Das Unternehmen profitierte von einer weiterhin starken Entwicklung der Automärkte in den USA, China und Russland, wo insbesondere die deutschen Fahrzeughersteller ihren Marktanteil kontinuierlich steigern.
- Infolge von Investitionen bspw. in neues Personal, die der Sicherung der Wettbewerbsfähigkeit dienen, stieg das EBIT nur unterproportional um 1,4% auf EUR 5 Mio. In der Konsequenz verringerte sich die operative Marge von 14,6% im H1/11 auf 13,2%. Das Nettoergebnis blieb im Vergleich zum Vorjahr konstant bei EUR 3,6 Mio.
- Aufgrund von stichtagsbezogenen Sondereffekten bspw. erhöhten Entwicklungsabrechnungen an Kunden reduzierte sich der operative Cashflow von EUR 4,3 Mio. im H1/11 auf EUR 4,1 Mio. Infolge von Investitionen bspw. in Produktionsanlagen, neue Entwicklungsprojekte sowie IT erhöhte sich der Cashflow aus Investitionstätigkeit von EUR -0,9 Mio. auf EUR -2,7 Mio. Zusammen mit einem Cashflow aus Finanzierungstätigkeit von EUR -1,9 Mio. (H1/11: EUR -3 Mio.) führte dies zu einer Abnahme der Cash-Position im Vergleich zu Anfang Januar um 0,4 Mio. auf EUR 14,9 Mio. Ende Juni 2012 lag die EK-Quote der paragon bei 31,4% und das Net gearing bei 4,1%.
- Nach den überzeugenden Halbjahreszahlen lassen wir unser 12-Monats-Kursziel von EUR 20,48 und die Kaufempfehlung unverändert. Ähnlich der Unternehmensguidance gehen wir für das GJ 2012 von einem Umsatzwachstum im oberen einstelligen Prozentbereich und einer im Vorjahresvergleich konstanten EBIT-Marge aus. Unserer Meinung nach wird die paragon in den nächsten Jahren von steigenden Auftragsvolumina in den neuen Segmenten E-Mobilität und Karosserie-Kinematik, der Expansion nach China sowie einem sich erholenden Fahrzeugmarkt in Westeuropa profitieren.

Key Figures

EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
Nettoumsatz	112,00	67,35	60,36	67,06	72,29	78,07
EBITDA	-53,54	-35,12	109,82	12,89	13,84	15,03
EBIT	-66,13	-40,52	104,85	8,82	9,45	10,29
Nettoergebnis	-71,84	-46,69	103,42	5,34	5,92	6,54
EPS	-17,46	-11,35	25,13	1,30	1,44	1,59
BVPS	-13,17	-24,05	1,08	2,38	3,82	5,41
RoE	132,59%	60,97%	-218,89%	74,82%	46,38%	34,44%
EBIT-Marge	-59,04 %	-60,16 %	173,70 %	13,15 %	13,08 %	13,18 %
P/E	neg	neg	0,36	6,91	6,24	5,64
P/BVPS	neg	neg	8,27	3,76	2,35	1,66
EV/EBITDA	neg	neg	0,34	2,91	2,71	2,49

Inhaltsverzeichnis

1	Unternehmensprofil	3
1.1	Produkte und Marktanteile.....	3
1.2	Kunden.....	3
2	SWOT-Analyse.....	4
3	Bewertung.....	5
4	H1/12-Ergebnisse.....	6
5	Ausblick.....	7
6	Aktie und Aktionärsstruktur	8
7	Gewinn- und Verlustrechnung.....	9
8	Bilanz.....	10
9	Kapitalflussrechnung.....	11
10	Finanzkennzahlen	11

1 Unternehmensprofil

Die paragon AG wurde 1988 als Auftragsfertiger für Elektronik gegründet, konzentriert sich seit einigen Jahren aber vollständig auf ihre Position als Direktlieferant der Automobilindustrie. Der Sitz der Gesellschaft befindet sich in Delbrück (Nordrhein-Westfalen). Weitere Standorte gibt es in Suhl (Thüringen), St. Georgen (Baden-Württemberg) und Nürnberg (Bayern).

1.1 Produkte und Marktanteile

paragon strukturiert die geschäftlichen Aktivitäten in fünf Geschäftsbereiche. Der Fokus liegt traditionell auf der Mensch-Maschine-Schnittstelle, wobei zunehmend auch höherwertige Systeme hinzukommen. Mit den selbst entwickelten Produkten trägt das Unternehmen zur Verbesserung von Gesundheit, Komfort, Kommunikation und Effizienz beim Autofahren bei. Das aktuelle Portfolio umfasst mehr als 170 Produkte bei einer Kapazität von 18 Millionen produzierten Einheiten p.a. Die paragon AG besitzt rund 250 Patente, die die Innovationen schützen.

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	Cabriovertdeck-Peripherie	
Anzeigeinstrumente	Sicherheit	
Bedienelemente		
Rückfahrkamera-System		
Schrittmotoren		

Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

Viele Produkte der paragon AG besitzen Alleinstellungsmerkmale, etwa der Allgang-Sensor, welcher bereits beim Start eines Schaltvorganges erkennen kann, welcher Gang gerade eingelegt wird. Der Sensor ermöglicht weichere und gleichzeitig schnellere Schaltvorgänge und auch für den Fahrzeughersteller ergeben sich wirtschaftliche Vorteile, weil ein gesonderter Rückwärtsgangsensor nicht mehr erforderlich ist.

1.2 Kunden

Zu den Kunden von paragon zählen die großen internationalen Automobilhersteller. Zu diesen pflegt paragon langjährige Kundenbeziehungen. paragons Produkte werden von 23 Kunden für 172 Fahrzeugmodelle nachgefragt. Dabei entfallen auf die größten drei Kunden etwa 30%, 20% und 11% des Umsatzes. Etwa 60% des Umsatzes werden durch Audi, VW, Daimler, BMW und Porsche bedingt (Stand März 2012). Mit Abstand größter Kunde ist der Volkswagenkonzern, zu dem eine besonders lange und intensive Kundenbeziehung besteht. Ein Risiko besteht durch die Konzentration eines Großteils des Umsatzes.

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

3 Bewertung

Wir haben die paragon mithilfe unseres DCF-Modells bewertet, welches ein 12-Monats-Kursziel von EUR 20,48 ergibt. Auf dem aktuellen Marktniveau entspricht dies einem Upside von 128,5%.

WACC-Annahmen

Wachstumsannahmen

Langfristige Wachstumsrate	2,0%
Anpassungsphase (ab 2015)	5 Jahre
Umsatzwachstum am Anfang	4,0%
Margenerückbildung (p.a)	-1 BP

Eigenkapital

Risikoloser Zinssatz	2,3%
Marktrisikoprämie	6,0%
Beta	1,40

Eigenkapitalkosten

10,7%

Fremdkapital

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

FK-Kosten (nach Steuern)

5,3%

Eigenkapitalquote

60

Fremdkapitalquote

40

Gearing

66,7%

WACC

8,5%

DCF-Modell

Discounted-Cash-Flow-Modell (Basis 08/2012)

in EUR Mo.	Phase 1								
	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Umsatz	72,29	78,07	81,97	85,25	88,45	91,37	94,11	96,46	98,39
(Veränd. ggü. Vj.)	7,8%	8,0%	5,0%	4,0%	3,8%	3,3%	3,0%	2,5%	2,0%
Betriebsergebnis	9,45	10,29	10,81	11,23	11,45	11,62	11,76	11,83	11,83
(Operative-Marge)	12,9%	13,0%	13,1%	13,1%	12,8%	12,6%	12,4%	12,2%	11,9%
NOPLAT	6,62	7,20	7,57	7,86	8,02	8,13	8,23	8,28	8,28
+ Abschreibungen	4,39	4,74	4,97	5,17	5,37	5,54	5,71	5,85	5,97
= Operativer Netto-Cashflow	11,00	11,94	12,54	13,03	13,38	13,68	13,94	14,13	14,25
- Investitionen (CAPEX und WC)	-6,82	-7,28	-7,58	-7,85	-8,09	-8,31	-8,52	-8,64	-8,77
CAPEX	-6,64	-7,02	-7,16	-7,33	-7,52	-7,69	-7,84	-7,97	-8,06
Working Capital	-0,18	-0,26	-0,42	-0,51	-0,57	-0,63	-0,67	-0,67	-0,70
Freier Cashflow (FCF)	4,18	4,66	4,96	5,19	5,29	5,37	5,42	5,49	5,49
Barwert der FCF's	4,05	4,14	4,04	3,87	3,62	3,37	3,12	2,90	2,65

BW der FCFs in offener Periode	31,77
BW des Endwerts	46,05
Unternehmenswert	77,82
+ Nettoliquidität / - Nettoschulden (30 Jun 2012)	-0,56
+ Investitionen / - Minderheiten	0,00
Wert des Eigenkapitals	77,27
Anzahl der Aktien (Mio.)	4,11
WACC	9,1%
Eigenkapitalkosten (COE)	10,7%
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)	18,78
Fairer Wert je Aktie in € (in 12 Monaten)	20,48

Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH

Sensitivitätsanalyse	Terminal EBIT-Marge						
	8,9%	9,9%	10,9%	11,9%	12,9%	13,9%	14,9%
WACC	6,1%	7,1%	8,1%	9,1%	10,1%	11,1%	
	27,67	30,45	33,24	36,02	38,80	41,58	44,36
	22,59	24,65	26,72	28,78	30,85	32,92	34,98
	19,15	20,75	22,35	23,94	25,54	27,14	28,74
	16,67	17,94	19,21	20,48	21,75	23,03	24,30
	14,79	15,83	16,86	17,89	18,92	19,95	20,99
	13,32	14,17	15,02	15,87	16,73	17,58	18,43

4 H1/12-Ergebnisse

Umsatz

Im ersten Halbjahr 2012 erlöste die paragon EUR 37,6 Mio. und damit 12,8% mehr als im gleichen Zeitraum des Vorjahres. Der Grund waren hohe Absatzzahlen der deutschen Automobilhersteller, die weiterhin von einer starken Nachfrage insbesondere in den USA, China, Japan, Indien und Russland profitierten.

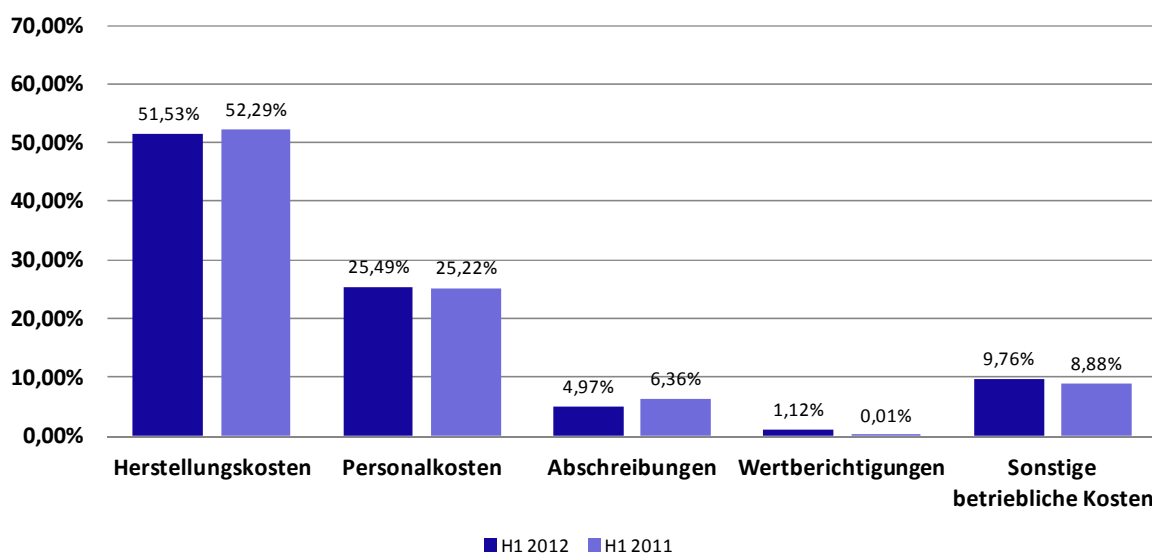
H1/12 ggü. Vorjahr

H1/2012 ggü. Vorjahr			
in EUR Mio.	H1 2012	H1 2011	Veränd. (%)
Nettoumsatz	37,64	33,36	12,8%
EBITDA	7,24	7,01	3,3%
EBITDA-Marge	19,2%	21,0%	
EBIT	4,95	4,89	1,4%
EBIT-Marge	13,2%	14,6%	
Nettoergebnis	3,64	3,58	1,6%
Umsatzrendite	9,7%	10,7%	

Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

Profitabilität

Anteil am Umsatz H1/12 ggü. H1/11



Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

Trotz eines zweistelligen Umsatzwachstums lag die EBIT-Marge etwas unterhalb des Vorjahres (13,2% ggü. 14,6% im H1/11). Der Grund waren Investitionen in die Zukunftssicherung, die sich insbesondere in einem höheren Anteil der Personalkosten und sonstigen betrieblichen Kosten widerspiegelten. Das Nettoergebnis entwickelte sich ähnlich dem EBIT und stieg im Jahresvergleich um 1,6% auf EUR 3,6 Mio.

Bilanz und Cashflow

Zum 30 Juni 2012 waren die wichtigsten Positionen in paragons Bilanz (1) Liquide Mittel in Höhe von EUR 14,9 Mio. (2) Eigenkapital von EUR 13,4 Mio. sowie (3) Sachanlagen im Wert von EUR 13,3 Mio. Positiv hervorzuheben ist der Abbau von Finanzverbindlichkeiten, die zwischen Juni 2011 und 2012 von EUR 20,3 Mio. auf EUR 15,4 Mio. abnahmen. Ende Juni 2012 enthielt die Bilanz der paragon langfristige Darlehen und Leasingverbindlichkeiten in Höhe von EUR 11,8 Mio., Pensionsrückstellungen im Wert von EUR 2,1 Mio. sowie kurzfristige Darlehen/Leasingverbindlichkeiten von EUR 1,6 Mio.

Trotz eines verbesserten Nettoergebnisses reduzierte sich der operative Cashflow von EUR 4,3 Mio. im Vorjahr auf EUR 4,1 Mio. Der Grund waren stichtagsbezogene Sondereffekte bspw. erhöhte Entwicklungsabrechnungen an Kunden. Im H1/12 lagen die Investitionen ins Working Capital bei EUR 0,9 Mio. und damit etwas unterhalb des Vorjahres (EUR 1,1 Mio.).

Der Cashflow aus Investitionstätigkeit fiel mit EUR -2,7 Mio. deutlich höher aus als im Vorjahreszeitraum (EUR -0,9 Mio.). Dies resultierte aus Investitionen in neue Patente, Produktionsanlagen und IT-Infrastruktur, die das Produktangebot verbreitern und es der paragon erlauben sollen, kurzfristig höhere Auftragsvolumina zu verarbeiten. Auf den Cashflow aus Finanzierungstätigkeit (EUR -1,9 Mio. ggü. EUR -3 Mio.) wirkte sich vor allem der Abbau der langfristigen Darlehen und Sondertilgungen von kurzfristigen Finanzschulden aus. Insgesamt verzeichnete die paragon zwischen Januar und Juni 2012 einen Liquiditätsabfluss in Höhe von EUR 0,4 Mio. auf EUR 14,9 Mio. Zum 30 Juni lag die Eigenkapitalquote des Unternehmens bei 31,4% (H1/11: 18,2%) und das Net gearing bei 4,1% (75,5%). Somit konnte die paragon im Jahresvergleich ihre Bilanzstruktur deutlich verbessern.

5 Ausblick

Wir sind für paragons Zukunft sehr optimistisch. Das Unternehmen hat sich in den letzten Jahren erfolgreich restrukturiert und sich als Automobilzulieferer gut aufgestellt. Zudem konnte die Eigenkapitalquote deutlich erhöht und der Anteil der kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten signifikant reduziert werden.

In den ersten sechs Monaten des Geschäftsjahres 2012 investierte die paragon EUR 2,7 Mio. in die Sicherung ihrer Wettbewerbsfähigkeit. So stellte das Unternehmen zusätzliches Personal ein und investierte in Produktionsanlagen, IT und neue Produkte bspw. ein Federbein mit neuartiger Niveau-Sensorik, Prototyp eines Wählhebels mit integrierter Fahrererkennung, oder eine cTablet Docking Station für Flottenkunden zur Integration eines Tablet-Computers im Auto. Die neuen Geschäftsbereiche E-Mobilität und Karosserie-Kinematik werden voraussichtlich 2013 erste nennenswerte Aufträge generieren.

In unserem Modell nehmen wir an, dass sich der Umsatz und das EBIT im GJ 2012 ähnlich der Unternehmensguidance entwickeln werden (einstelliges Umsatzwachstum, EBIT-Marge auf Vorjahresniveau). Aufgrund einer verbesserten Weltkonjunktur sowie eines höheren Autoabsatzes insbesondere in Westeuropa, das derzeit stark unter der Euro-Schuldenkrise zu leiden hat, gehen wir für das GJ 2013 von einer besseren Entwicklung als im aktuellen Geschäftsjahr aus. Neben neuen Produkten sollte sich in den nächsten Jahren die geplante Expansion in den schnellwachsenden chinesischen Markt als Wachstumstreiber erweisen.

Unsere Schätzungen 2012E - 2014E

in EUR Mio.	2012E	2013E	2014E
Nettoumsatz	72,29	78,07	81,97
EBITDA	13,84	15,03	15,78
EBITDA-Marge	19,1%	19,2%	19,3%
EBIT	9,45	10,29	10,81
EBIT-Marge	13,1%	13,2%	13,2%
Nettoergebnis	5,92	6,54	6,94
Umsatzrendite	8,2%	8,4%	8,5%

Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH

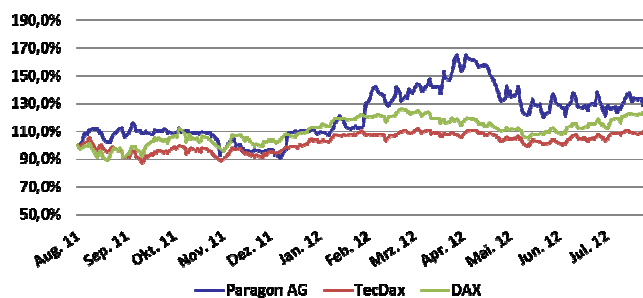
Umsatzschätzungen nach Segmenten 2012E-2014E

in EUR Mio.	2012E	2013E	2014E
Delbrück	34,78	37,56	39,44
Veränd. ggü. Vorjahr	7,8%	8,0%	5,0%
Anteil am Umsatz	48,1%	48,1%	48,1%
Nürnberg	29,22	31,56	33,14
Veränd. ggü. Vorjahr	7,8%	8,0%	5,0%
Anteil am Umsatz	40,4%	40,4%	40,4%
St. Georgen	8,29	8,95	9,40
Veränd. ggü. Vorjahr	7,8%	8,0%	5,0%
Anteil am Umsatz	11,5%	11,5%	11,5%
Gesamtumsatz	72,29	78,07	81,97

Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH

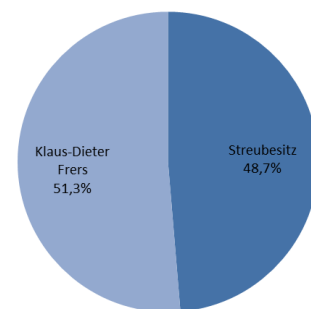
6 Aktie und Aktionärsstruktur

Entwicklung des Aktienkurses



Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH

Aktionärsstruktur



Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH

7 Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung - paragon AG						
in EUR Mio.	Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
Umsatzerlöse	112,00	67,35	60,36	67,06	72,29	78,07
Bestandsveränderungen	1,08	-5,85	0,58	0,06	0,48	0,59
Aktivierte Eigenleistungen	5,22	0,33	0,22	1,34	0,50	0,50
Gesamtleistung	118,30	61,82	61,16	68,46	73,27	79,16
Herstellungskosten	-63,51	-36,70	-32,42	-33,67	-36,03	-38,93
Rohergebnis	54,79	25,12	28,75	34,79	37,23	40,23
Sonstige betriebliche Erträge	5,12	3,16	106,18	1,86	1,90	1,94
Personalkosten	-27,89	-20,42	-12,50	-16,72	-17,58	-18,92
Abschreibungen	-12,59	-5,39	-4,97	-4,07	-4,39	-4,74
Wertminderungen	-62,50	-0,34	-0,11	-0,11	-0,80	0,00
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-23,05	-42,64	-12,49	-6,94	-6,91	-8,22
Betriebsergebnis	-66,13	-40,52	104,85	8,82	9,45	10,29
Finanzergebnis	-8,21	-6,45	-0,78	-1,32	-1,00	-0,95
Ergebnis vor Steuern (und Minderheitsanteilen)	-74,34	-46,96	104,07	7,50	8,45	9,34
Steuern vom Einkommen und Ertrag	2,51	0,27	-0,65	-2,17	-2,54	-2,80
Minderheitenbeteiligungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	-71,84	-46,69	103,42	5,34	5,92	6,54
EPS	-17,46	-11,35	25,13	1,30	1,44	1,59
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Veränderung ggü. Vj.						
Umsatzerlöse	n.a	-39,87%	-10,37%	11,09%	7,80%	8,00%
Gesamtleistung	n.a	-47,74%	-1,07%	11,93%	7,02%	8,04%
Herstellungskosten	n.a	-42,21%	-11,69%	3,87%	7,02%	8,04%
Rohergebnis	n.a	-54,15%	14,44%	21,02%	7,02%	8,04%
Personalkosten	n.a	-26,78%	-38,78%	33,76%	5,16%	7,59%
Abschreibungen	n.a	-57,18%	-7,84%	-18,13%	7,80%	8,00%
Wertminderungen	n.a	-99,46%	-66,17%	-7,02%	654,72%	-100,00%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	n.a	84,98%	-70,71%	-44,45%	-0,36%	18,91%
Betriebsergebnis	n.a	-38,73%	-358,79%	-91,59%	7,15%	8,88%
Finanzergebnis	n.a	-21,52%	-87,94%	69,76%	-24,18%	-5,00%
Ergebnis vor Steuern (und Minderheitsanteilen)	n.a	-36,83%	-321,62%	-92,79%	12,66%	10,52%
Steuern vom Einkommen und Ertrag	n.a	-89,07%	-337,59%	232,87%	17,00%	10,52%
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	n.a	-35,01%	-321,52%	-94,84%	10,89%	10,52%
EPS	n.a	-35,01%	-321,52%	-94,84%	10,89%	10,52%
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	195,98 %	102,42 %	101,32 %	113,42 %	121,38 %	131,14 %
Herstellungskosten	-105,22 %	-60,81 %	-53,70 %	-50,21 %	-49,85 %	-49,87 %
Rohergebnis	90,76 %	41,61 %	47,62 %	51,88 %	51,51 %	51,53 %
Personalkosten	-46,21 %	-33,83 %	-20,71 %	-24,94 %	-24,33 %	-24,23 %
Abschreibungen	-20,86 %	-8,93 %	-8,23 %	-6,07 %	-6,07 %	-6,07 %
Wertminderungen	-103,55 %	-0,56 %	-0,19 %	-0,16 %	-1,11 %	0,00 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-38,19 %	-70,64 %	-20,69 %	-10,35 %	-9,56 %	-10,53 %
Betriebsergebnis	-109,56 %	-67,12 %	173,70 %	13,15 %	13,08 %	13,18 %
Finanzergebnis	-13,60 %	-10,68 %	-1,29 %	-1,97 %	-1,38 %	-1,22 %
Ergebnis vor Steuern (und Minderheitsanteilen)	-123,16 %	-77,80 %	172,41 %	11,19 %	11,69 %	11,96 %
Steuern vom Einkommen und Ertrag	4,15 %	0,45 %	-1,08 %	-3,23 %	-3,51 %	-3,59 %
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	-119,01 %	-77,34 %	171,34 %	7,96 %	8,18 %	8,38 %

Dr. Kalliwoda | Research © 2012

8 Bilanz

Bilanzen - paragon AG						
in EUR Mio.	Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
Aktiva						
Zahlungsmittel	2,26	9,36	13,79	15,33	18,80	22,38
Vorräte	18,73	4,00	6,47	6,87	7,35	7,94
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	5,33	4,72	3,91	0,49	0,92	1,42
Sonstige kurzfristigen Vermögenswerte	0,61	0,50	1,10	1,60	1,73	1,87
Summe kurzfristige Vermögenswerte	26,93	18,59	25,27	24,28	28,80	33,61
Sachanlagen	19,90	14,94	14,25	13,27	15,27	17,27
Sonstige immaterielle Vermögenswerte	6,06	4,54	3,08	3,28	3,54	3,82
Firmenwert	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstige Vermögenswerte	0,18	0,18	0,15	0,16	0,17	0,19
Aktive latente Steuern	0,45	0,65	0,72	0,43	0,00	0,00
Summe langfristige Vermögenswerte	26,59	20,32	18,20	17,14	18,98	21,28
Aktiva	53,51	38,90	43,47	41,43	47,78	54,89
Passiva						
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	13,90	36,16	2,07	3,07	3,19	3,34
Sonstige Verbindlichkeiten	14,15	46,35	9,07	7,77	8,38	9,05
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	27,02	40,71	6,33	2,67	2,52	2,37
Rückstellungen	0,00	0,00	0,98	0,88	0,94	1,02
Kurzfristige Verbindlichkeiten	55,06	123,22	18,46	14,38	15,02	15,77
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	22,61	8,51	15,17	12,52	12,02	11,52
Sonderposten für Zuwendungen	29,04	4,73	3,47	2,71	2,85	3,00
Pensionsverpflichtungen	0,62	1,26	1,91	2,02	2,17	2,35
Passive latente Steuern	0,36	0,14	0,00	0,00	0,00	0,00
Langfristige Verbindlichkeiten	52,63	14,64	20,55	17,25	17,04	16,87
Summe Verbindlichkeiten	107,69	137,86	39,01	31,63	32,06	32,63
Summe Eigenkapital	-54,18	-98,96	4,46	9,80	15,71	22,25
Minderheitenanteile	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Passiva	53,51	38,90	43,47	41,43	47,78	54,89

Dr. Kalliwoda | Research © 2012

9 Kapitalflussrechnung

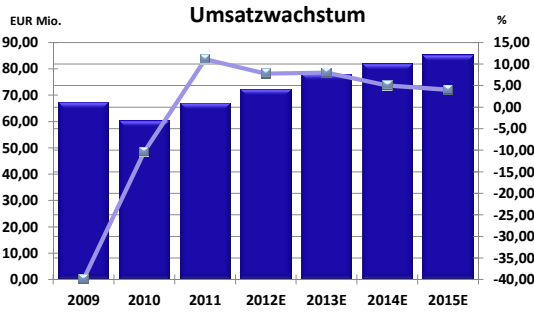
Kapitalflussrechnung - paragon AG						
in EUR Mio.	Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	-71,84	-46,69	103,42	5,34	5,92	6,54
Abschreibungen	12,59	5,39	4,97	4,07	4,39	4,74
Veränderung des Working Capital	14,86	16,72	-2,17	1,20	-0,18	-0,26
Sonstiges	57,85	29,00	-101,19	-2,02	0,50	0,08
Operativer Cashflow netto	13,46	4,42	5,04	8,58	10,62	11,09
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-11,25	-1,28	-2,34	-3,32	-6,64	-7,02
Freier Cashflow	2,21	3,14	2,70	5,26	3,98	4,07
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-6,32	2,06	3,53	-3,72	-0,51	-0,49
Veränderung der liquiden Mittel	-4,19	7,07	6,22	1,54	3,47	3,58
Liquide Mittel am Anfang der Periode	5,39	1,20	8,27	14,49	15,33	18,80
Liquide Mittel am Ende der Periode	1,20	8,27	14,49	16,03	18,80	22,38

Dr. Kalliwoda | Research © 2012

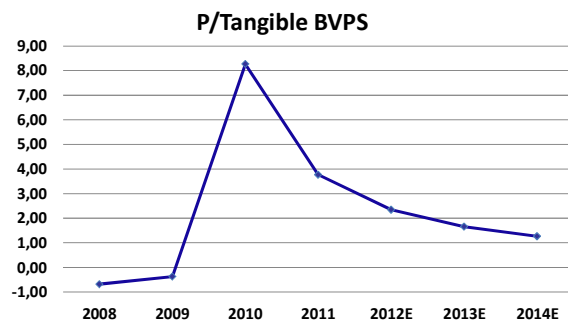
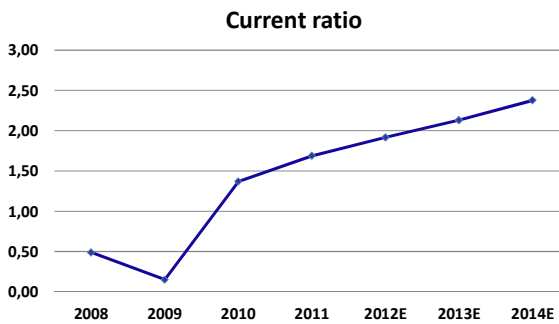
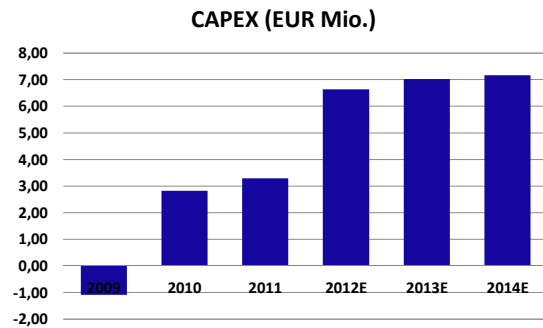
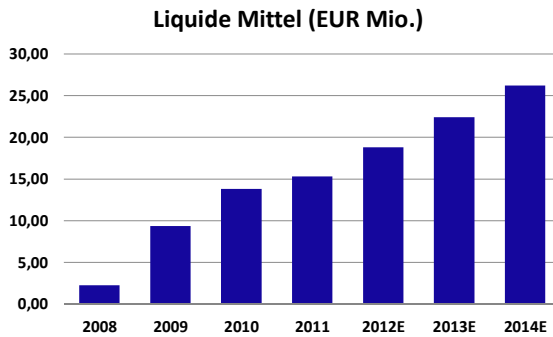
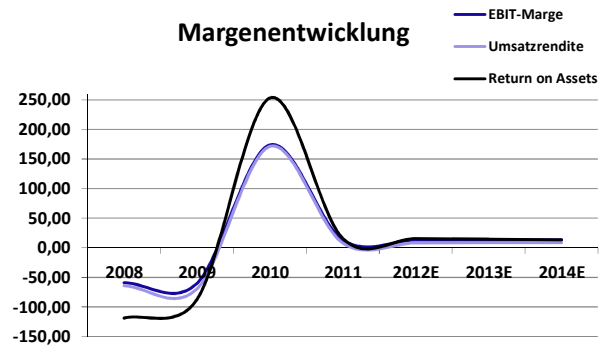
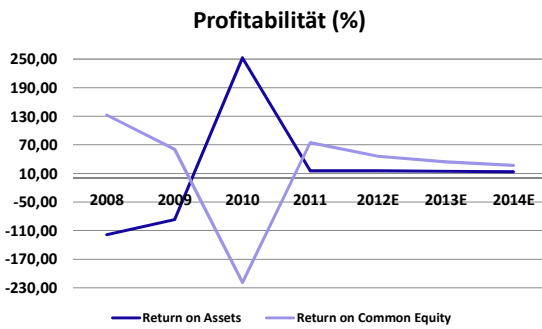
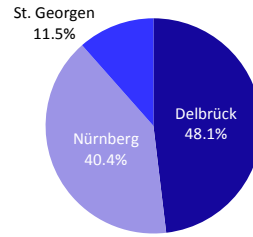
10 Finanzkennzahlen

Geschäftsjahr	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
Bruttomarge	46,31%	40,63%	47,00%	50,82%	50,82%	50,82%	50,82%	50,82%
EBITDA-Marge	-47,80%	-52,15%	181,93%	19,22%	19,14%	19,25%	19,26%	19,24%
EBIT-Marge	-55,90%	-65,53%	171,43%	12,88%	12,90%	13,00%	13,05%	13,05%
Umsatzrendite	-60,72%	-75,52%	169,10%	7,79%	8,07%	8,26%	8,37%	8,44%
Return on equity (ROE)	132,59%	60,97%	-218,89%	74,82%	46,38%	34,44%	26,97%	22,14%
Return on assets (ROA)	-118,89%	-87,09%	253,00%	15,68%	15,51%	14,59%	13,42%	12,39%
Return on capital employed (ROCE)	4127,97%	47,77%	416,53%	23,20%	20,20%	18,41%	16,54%	14,94%
Nettoverbindlichkeiten (in EUR Mio.)	47,99	41,12	9,63	1,87	-2,09	-6,15	-10,52	-15,15
Net gearing	-88,57%	-41,56%	215,68%	19,12%	-13,33%	-27,64%	-36,04%	-41,55%
Eigenkapitalquote	-101,24%	-254,38%	10,27%	23,65%	32,89%	40,54%	47,15%	52,76%
Current ratio	0,49	0,15	1,37	1,69	1,92	2,13	2,38	2,64
Quick ratio	0,14	0,11	0,96	1,10	1,31	1,51	1,74	1,99
Nettozinsdeckungsgrad	-8,05	-6,29	134,94	6,69	9,45	10,83	12,01	13,21
Nettoverbindlichkeiten/EBITDA	-0,90	-1,17	0,09	0,15	-0,15	-0,41	-0,67	-0,92
Tangible BVPS	-13,17	-24,05	1,08	2,38	3,82	5,41	7,09	8,86
Capex/Sales	n.a	1,61%	-4,67%	-4,91%	-9,19%	-8,99%	-8,74%	-8,60%
Working capital/Sales	-28,94%	-115,83%	-5,19%	-6,85%	-6,11%	-5,32%	-4,56%	-3,78%
EV/Sales	0,33	0,56	0,62	0,56	0,52	0,48	0,46	0,44
EV/EBITDA	-0,70	-1,07	0,34	2,91	2,71	2,49	2,37	2,28
EV/EBIT	-0,57	-0,92	0,36	4,24	3,96	3,64	3,46	3,33
P/Tangible BVPS	-0,68	-0,37	8,27	3,76	2,35	1,66	1,26	1,01
P/E	-0,51	-0,79	0,36	6,91	6,24	5,64	5,32	5,08
P/FCF	16,69	11,76	13,67	7,02	9,27	9,06	8,42	7,96

Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH



Umsatzaufteilung 2011



Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH		Rüsterstraße 4a 60325 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 www.kalliwoda.com
Primary Research Fair Value Analysis International Roadshows		
Head: Dr. Norbert Kalliwoda E-Mail: nk@kalliwoda.com	CEFA-Analyst; University of Frankfurt/Main; PhD in Economics; Dipl.-Kfm.	<u>Sectors:</u> IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials
Dr. Peter Arendarski E-Mail: pa@kalliwoda.com	Senior-Analyst, Msc & Ph.D in Finance (Poznan Univers. of Economics), CFA Level 2 Candidate	<u>Sectors:</u> Technology, Raw Materials, Banks & Insurances, Financial-Modelling (Quant., Buyside)
Patrick Bellmann E-Mail: pb@kalliwoda.com	Junior-Analyst; WHU - Otto Beisheim School of Management, Vallendar (2012)	<u>Sectors:</u> Support Research and Quantitative Approach
Andreas Braun E-Mail: rb@kalliwoda.com	Junior-Analyst; University of Frankfurt/Main (2012)	<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
Adrian Kowollik E-Mail: ak@kalliwoda.com	Dipl.-Kfm.; Humboldt-Universität zu Berlin, CFA Candidate	<u>Sectors:</u> Media, Internet, Gaming, Technology, Eastern European stocks
Maximilian F. Kaessens E-Mail: mk@kalliwoda.com	Bachelor of Science in Business Administration (Babson College (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
Hellmut Schaarschmidt; E-Mail: hs@kalliwoda.com	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt/Main.	<u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
Dr. Erik Schneider E-Mail: es@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
David Schreindorfer E-Mail: ds@kalliwoda.com	MBA, Economic Investment Management; Univ. Frankfurt/ Univ. Iowa (US).	<u>Sectors:</u> IT/Logistics; Quantitative Modelling
Nele Rave E-Mail: nr@kalliwoda.com	Lawyer; Native Speaker, German School London,	<u>Legal adviser</u>

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

Analyst of this research:
Dr., Norbert Kalliwoda,
CEFA



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 judgement of the author as of the date of this analysis. They do not necessarily reflect the opinions, projection, forecast or estimate set forth herein, changes or subsequently becomes inaccurate, except if research on the subject company is withdrawn. Prices and availability of financial instruments also are subject to change without notice. This report is provided for informational purposes only. It is not to be construed as an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell any financial instruments or to participate in any particular trading strategy in any jurisdiction. The financial instruments discussed in this report may not be suitable for all investors and investors must make their own investment decision using their own independent advisors as they believe necessary and based upon their specific financial situations and investment objectives. If a financial instrument is denominated in a currency other than an investor's currency, a change in exchange rates may adversely affect the price or value of, or the income derived from, the financial instrument, and such investor effectively assumes currency risk. In addition, income from an investment may fluctuate and the price or value of financial instruments described in this report, either directly or indirectly, may rise or fall. Furthermore, past performance is not necessarily indicative of future results.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person for any purpose without DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH's prior written consent. Please cite source when quoting.