

04. Juni 2013

Europa | Deutschland | Autozulieferer

DR. KALLIWODA
RESEARCH GmbH

Update

KAUFEN

Kursziel: EUR 20,48

Überblick

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

Schlusskurs:	8,55
	Hoch Tief
Preis 52W	11,20 7,20
Marktkap. (EUR Mio.)	35,19
Anzahl d. Aktien (Mio.)	4,11

Aktionärsstruktur

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

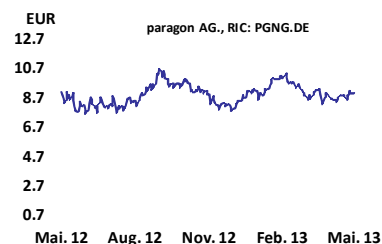
Performance

4 Wochen	4,15%
13 Wochen	-9,90%
26 Wochen	5,93%
52 Wochen	2,85%
Lfd. jahr	1,13%

Dividende

	in EUR	in %
2009	0,00	0,00%
2010	0,00	0,00%
2011	0,00	0,00%
2012E	0,00	0,00%

52-Wochen Chart



Analyst

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

paragon AG

Wachstum findet im H2/13 statt

- Die Q1-Ergebnisse von paragon sind erwartungsgemäß geringer ausgefallen. Zwischen Januar und März 2013 erwirtschaftete das Unternehmen einen Umsatz in Höhe von EUR 16,5 Mio., der damit 12,9% unter dem Vorjahr lag. Der Grund für den Rückgang waren längere Betriebsferien der Automobilkunden, die ihre Lagerbestände abbauten. Zudem wurde der Umsatz im Q1/12 durch das Verschieben von Aufträgen aus dem Q4/11 positiv beeinflusst. Trotz der rückläufigen Erlöse blieb die Auftragsituation sehr solide und deckte Ende März bereits über 96% der Umsatz-Guidance für das GJ 2013 ab.
- Aufgrund des Umsatzrückganges sowie Investitionen in die Sicherung der Wettbewerbsfähigkeit, wie neue Produkte und Patente, reduzierte sich das operative Ergebnis um 64,2% von EUR 2,5 Mio. auf EUR 0,9 Mio. Der Rückgang des Nettoergebnisses fiel etwas stärker aus (-76% auf EUR 0,5 Mio.), da sich der effektive Steuersatz von 15,0% auf 29,5% erhöhte.
- Im Q1/13 reduzierte sich der operative Cashflow von EUR 1,9 Mio. im Vorjahr auf EUR -1,1 Mio. Der Grund dafür war ein Rückgang des Nettoergebnisses sowie höhere Investitionen in das Working Capital (EUR 1,7 Mio. ggü. EUR 0,3 Mio. im Vorjahr). Während der Cashflow aus Investitionstätigkeit bei EUR -1,5 Mio. nach EUR -1 Mio. im Vorjahr lag, verbesserte sich der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit leicht von EUR -0,4 Mio. auf EUR -0,3 Mio. Folglich verringerte sich die Cashposition um EUR 2,9 Mio. auf EUR 11,2 Mio. Ende März 2013 lag die Eigenkapitalquote der paragon bei 31% nach 27,5% im Vorjahr.
- Trotz des erwartungsgemäß schwächeren Q1/13 behalten wir unser Kursziel von EUR 20,48 und die Kaufempfehlung für die paragon-Aktie bei. Obwohl wir ein insgesamt rückläufiges H1/13 erwarten, gehen wir aufgrund des bisher starken Auftragseingangs und des höheren Umsatzbeitrags der neuen Produkte für das H2/13 von deutlich besseren Ergebnissen aus. Insgesamt sollte die paragon damit in der Lage sein, ihre Guidance und unsere Prognosen für das GJ 2013 zu erreichen.

Key Figures

EUR Mio.	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
Nettoumsatz	67.35	60.36	67.06	70.45	74.95	78.70
EBITDA	-35.12	109.82	12.89	11.66	13.94	14.76
EBIT	-40.52	104.85	8.82	7.78	9.81	10.42
Nettoergebnis	-46.69	103.42	5.34	4.64	6.15	6.61
EPS	-11.35	25.13	1.30	1.13	1.49	1.61
BVPS	-24.05	1.08	2.38	3.17	4.66	6.27
RoE	60.97%	-218.89%	74.82%	40.61%	38.18%	29.41%
EBIT-Marge	-60.16%	173.70%	13.15%	11.04%	13.09%	13.24%
P/E	neg	0.34x	6.59x	7.59x	5.72x	5.32x
P/BVPS	neg	7.88x	3.59x	2.70x	1.83x	1.36x
EV/EBITDA	neg	0.37x	3.18x	3.52x	2.94x	2.78x

Inhaltsverzeichnis

1	Unternehmensprofil	3
1.1	Produkte und Marktanteile.....	3
1.2	Kunden.....	3
2	SWOT-Analyse.....	4
3	Bewertung	5
4	Ergebnisse des Q1 2013.....	6
5	Ausblick.....	8
6	Aktie und Aktionärsstruktur	9
7	Gewinn- und Verlustrechnung.....	10
8	Bilanz.....	11
9	Kapitalflussrechnung.....	12
10	Finanzkennzahlen.....	12

1 Unternehmensprofil

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

1.1 Produkte und Marktanteile

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

Geschäftsbereiche

Sensoren	Akustik	Elektromobilität
Luftgütesensor AQS®	Mikrofone	Energy Storage Powerpack
Luftverbesserungssystem AQI®	Gurtmikrofon belt-mic®	Motor Controller MoDrive
Luftaufbereitungssystem AQC®		DC/DC Converter DCCon
Kupplungswegsensor		Onboard Charger ChargeOn
Allgangsensor		
Start-Stopp-Sensor		
Cockpit	Karosserie-Kinematik	
Schnittstellen	Aerodynamik	
Cradles & Konsolen	Komfort	
cTablet Docking Station	CabrioVerdeck-Peripherie	
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 30%, 20% und 11% des Umsatzes. Etwa 67% des Umsatzes werden durch Audi, VW, Daimler, BMW und Porsche bedingt (Stand März 2013). 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 aber auch gleichzeitig eine Chance.

2 SWOT-Analyse

Stärken

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

Chancen

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

Schwächen

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

Risiken

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

3 Bewertung

Wir haben die paragon mithilfe unseres DCF-Modells bewertet, welches ein 12-Monats-Kursziel von EUR 20,48 ergibt. Auf dem aktuellen Marktniveau entspricht dies einem Upside von 139,5%.

DCF-Modell

Discounted-Cash-Flow-Modell (Basis 05/2013)

in EUR Mio.	Phase 1								
	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Umsatz	74.95	78.70	81.85	84.91	87.72	90.35	92.88	95.20	97.10
(Veränd. ggü. Vj.)	6.4%	5.0%	4.0%	3.8%	3.3%	3.0%	2.8%	2.5%	2.0%
Betriebsergebnis	9.81	10.42	10.91	11.44	11.72	11.97	12.21	12.41	12.56
(Operative-Marge)	12.9%	13.1%	13.2%	13.3%	13.2%	13.1%	13.0%	12.9%	12.8%
NOPLAT	6.87	7.30	7.64	8.01	8.20	8.38	8.54	8.69	8.79
+ Abschreibungen	4.13	4.34	4.51	4.68	4.84	4.98	5.12	5.25	5.36
= Operativer Netto-Cashflow	11.00	11.64	12.15	12.69	13.04	13.36	13.67	13.94	14.14
- Investitionen (CAPEX und WC)	-8.23	-7.79	-8.01	-8.20	-8.40	-8.58	-8.72	-8.86	-9.24
CAPEX	-8.44	-7.46	-7.58	-7.74	-7.88	-8.01	-8.14	-8.25	-8.32
Working Capital	0.22	-0.33	-0.42	-0.46	-0.52	-0.57	-0.59	-0.62	-0.92
Freier Cashflow (FCF)	2.78	3.85	4.15	4.49	4.64	4.79	4.94	5.07	4.91
Barwert der FCFs	2.65	3.40	3.39	3.40	3.25	3.10	2.96	2.82	2.52

BW der FCFs in offener Periode	27.50
BW des Endwerts	56.35
Unternehmenswert	83.85
+ Nettoliquidität / - Nettoschulden (31 Mar 2013)	-5.87
+ Investitionen / - Minderheiten	0.00
Wert des Eigenkapitals	77.98
Anzahl der Aktien (Mio.)	4.11
WACC	8.1%
Eigenkapitalkosten (COE)	9.3%
Fremdkapitalkosten v.St.	7.5%
Effektiver Steuersatz	30.0%
Fremdkapitalkosten n.St.	5.3%
Eigenkapitalquote	70.0%
Fremdkapitalquote	30.0%
Fairer Wert je Aktie in € (heute)	18.95
Fairer Wert je Aktie in € (in 12 Monaten)	20.48

Sensitivitätsanalyse		Terminal EBIT-Marge						
		9.8%	10.8%	11.8%	12.8%	13.8%	14.8%	15.8%
WACC	5.1%	32.33	36.23	40.13	44.04	47.94	51.84	55.75
	6.1%	24.13	26.85	29.56	32.27	34.98	37.69	40.40
	7.1%	19.17	21.18	23.18	25.19	27.19	29.20	31.21
	8.1%	15.84	17.39	18.93	20.48	22.02	23.57	25.12
	9.1%	13.45	14.67	15.90	17.12	18.35	19.58	20.80
	10.1%	11.64	12.64	13.63	14.62	15.61	16.60	17.60

Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH

Peer Group Analyse

Die aus unserem DCF-Modell hervorgegangene Bewertung des Unternehmens haben wir zusätzlich, mit Hilfe einer Peer Group Analyse, einer Plausibilitätsprüfung unterzogen. Die Anwendung eines relativen Bewertungsmodells beruht auf dem Gedanken, dass vergleichbare Unternehmen korrespondierende Marktwerte besitzen. Dementsprechend werden vorrangig börsennotierte Unternehmen ausgewählt, welche ähnliche Produkte liefern oder ein gleichartiges Geschäftsmodell besitzen. Eine Analyse der Finanzkennzahlen aller Unternehmen liefert eine Einschätzung, inwiefern das Bewertungsergebnis des Unternehmens auf eine geringe Vergleichbarkeit mit seiner Peergruppe, oder eben auf eine Unter- bzw. Überbewertung zurückzuführen ist.

Die Ausgangsdaten der Vergleichsunternehmen stammen von dem Informationsdienstleister Thomson Reuters. Die zukunftsorientierten Finanzdaten der Vergleichsunternehmen repräsentieren den Mittelwert aller Analystenschätzungen, die über das Produkt ThomsonReutersKnowledge zur Verfügung stehen. Der Marktwert der finanziellen Verbindlichkeiten wird bei allen Unternehmen mit dem Buchwert approximiert.

Peer Group Multiples		Enterprise Value Multiples				Equity Value Multiples				
Peers	EV / Sales		EV / EBITDA		EV / EBIT		Price / Eps		Price / Bvps	
	FY2013	FY2014	FY2013	FY2014	FY2013	FY2014	FY2013	FY2014	FY2013	FY2014
Continental AG	1,0	0,9	6,9	6,6	9,7	8,9	9,8	8,5	2,0	1,7
ElringKlinger AG	2,2	2,0	10,9	10,6	16,6	14,6	17,2	14,8	2,5	2,2
Funkwerk AG	0,1	0,1	5,9	2,3	10,1	12,6	n.a.	n.a.	0,6	0,7
Grammer AG	0,4	0,4	6,7	6,2	9,8	8,3	10,2	8,2	1,1	1,0
Leoni AG	0,5	0,5	5,1	6,0	10,3	8,3	10,9	8,5	1,4	1,2
Progress Werk Oberkirch AG	0,7	0,6	6,1	7,2	10,4	8,9	7,4	7,3	n.a.	n.a.
Renk AG	1,0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	9,4	n.a.	n.a.	n.a.
Twintec AG	n.a.	n.a.	2,1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Veritas AG	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Saf-Holland SA	0,7	0,6	8,6	8,0	10,8	9,1	9,6	7,8	1,4	1,3
paragon AG	0,6	0,6	3,7	3,2	5,7	4,7	8,2	6,6	2,1	1,6
Median	0,7	0,6	6,1	6,4	10,2	8,9	9,7	8,2	1,4	1,3
Mean	0,8	0,7	6,2	6,3	10,4	9,4	10,3	8,8	1,6	1,4
Peer Benchmark	0,7	0,6	6,1	6,4	10,2	8,9	9,7	8,2	1,4	1,3
Discount (-)/Premium (+)	-14%	-7%	-40%	-50%	-44%	-47%	-16%	-20%	52%	25%
Valuation										
Peer Benchmark	0,7	0,6	6,1	6,4	10,2	8,9	9,7	8,2	1,4	1,3
paragon AG financials	73,9	77,5	11,6	13,3	7,5	9,0	1,1	1,4	4,3	5,6
Implied Enterprise Value	49,5	45,8	71,1	84,9	76,4	80,1				
+ Cash and Cash Equivalents	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2				
- Financial Debt	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1				
- Pension Liabilities	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0				
- Minority Interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0				
- Preferred Equity	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0				
+ Change in Equity Capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0				
Implied Equity Value	43,6	40,0	65,3	79,1	70,6	74,2				
Number of Shares	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1				
Implied fair value per share	10,6	9,7	15,9	19,2	17,1	18,0	10,7	11,2	5,9	7,2
Weights	17%	17%	17%	17%	17%	17%	25%	25%	25%	25%
Results	15,09						8,74			
Weights	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Fair Value Implied by Both Peer Multiples:						12,55 EUR				
Premium (Discount) to Peer Benchmark: 0 %										
Fair Value per Share 12,55 EUR										

Source: Dr. Kalliwoda | Research 2013

Auf Basis unserer Peer Group Multiples liegt der Implied Fair Value bei EUR 12,55 je Aktie.

4 Ergebnisse des Q1 2013

Umsatz

Im Q1/13 erwirtschaftete die paragon einen Umsatz von EUR 16,5 Mio. und damit 12,9% weniger als im Vorjahr. Der Grund dafür waren zum einen Werksferien der deutschen Premiumhersteller sowie Sondereffekte im ersten Quartal des Vorjahres, welches durch ein Verschieben von Aufträgen aus dem Q4/11 positiv beeinflusst wurde.

Zwischen Januar und März 2013 hatte der Geschäftsbereich „Cockpit“ den höchsten Umsatzanteil und steuerte 40,4% der Erlöse bei. „Sensoren“ und „Akustik“ zeichneten für 39,8% bzw. 17% des Gesamtumsatzes verantwortlich. Die neuen Geschäftsbereiche „Elektromobilität“ und „Karosserie-Kinematik“ hatten einen Umsatzanteil von 0,1% bzw. 2,7%.

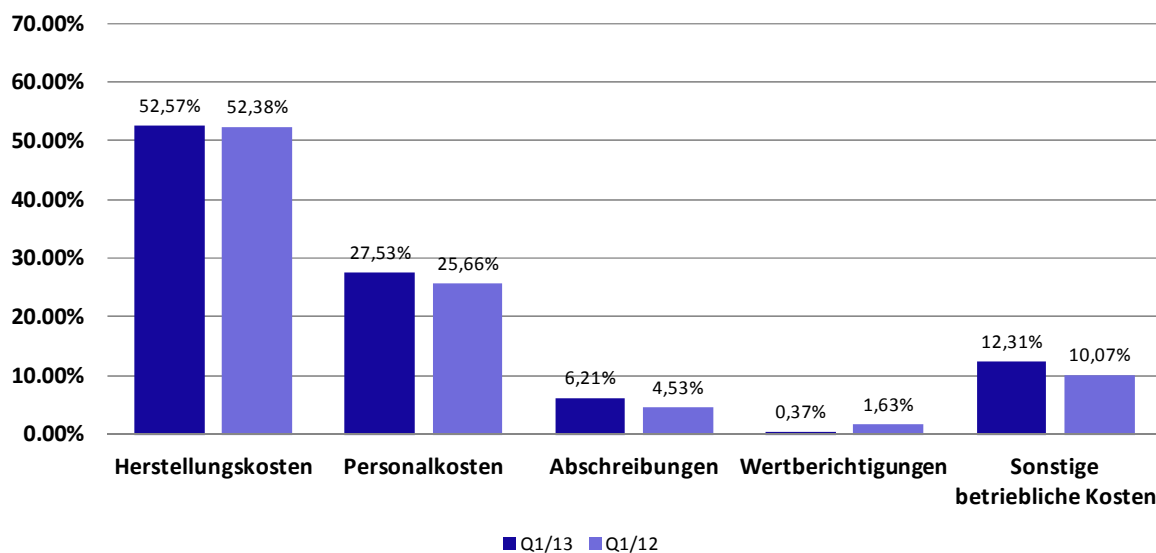
Q1/13 ggü. Vorjahr

Q1/13 im Vgl. mit Vorjahr			
in EUR Mio.	Q1/13	Q1/12	Veränd. (%)
Nettoumsatz	16,49	18,93	-12,9%
EBITDA	1,98	3,67	-46,0%
EBITDA-Marge	12,0%	19,4%	
EBIT	0,90	2,50	-64,2%
EBIT-Marge	5,4%	13,2%	
Nettoergebnis	0,46	1,91	-76,0%
Umsatzrendite	2,8%	10,1%	

Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

Rentabilität

Anteil am Umsatz Q1/13 ggü. Q1/12



Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

Zwischen Januar und März 2013 verringerte sich das EBIT um 64,2% auf EUR 0,9 Mio. und die operative Marge von 13,2% auf 5,4%. Dies lag vor allem an einem höheren Anteil der Abschreibungen, Personal- und Sonstigen betrieblichen Kosten, die auf Investitionen in die Zukunftsfähigkeit zurückgingen. Ende März beschäftigte die paragon insgesamt 382 Vollzeit- und 43 Leiharbeitskräfte gegenüber 421 bzw. 52 im Vorjahr.

Aufgrund eines im Vorjahresvergleich höheren effektiven Steuersatzes (29,5% ggü. 15% im Q1/12) reduzierte sich das Nettoergebnis im Q1/13 stärker als das EBIT.

Bilanz und Cashflow

Zum 31. März 2013 wies die Bilanz der paragon einen Cash-Bestand in Höhe von EUR 11,2 Mio. auf, verglichen mit EUR 15,9 Mio. Ende Q1/12. Gleichzeitig betragen die verzinslichen Verbindlichkeiten EUR 17,1 Mio. (davon 86,3% langfristig). Die größten Bilanzpositionen waren jedoch das Eigenkapital (EUR 13,9 Mio.) und die Sachanlagen (EUR 13,8 Mio.).

Infolge des Rückgangs beim Nettoergebnis sowie höherer Investitionen in das Working Capital (EUR 1,7 Mio. ggü. EUR 0,3 Mio. im Vorjahr) verringerte sich der operative Cashflow von EUR 1,9 Mio. im auf EUR -1,1 Mio. Aufgrund von Investitionen in die Zukunftssicherung bspw. neue Patente, Ausbau und Instandhaltung von Gebäuden, Entwicklungsprojekte stieg der Cashflow aus Investitionstätigkeit von EUR -1 Mio. im Vorjahr auf EUR -1,5 Mio. Zusammen mit einem Cashflow aus Finanzierungstätigkeit von EUR -0,3 Mio. (Q1/12: EUR -0,4 Mio.) führte dies zu einem Rückgang der liquiden Mittel im Zeitraum Januar-März 2013 um EUR 2,9 Mio.

5 Ausblick

Trotz der erwartungsgemäß schwächeren Q1/13-Ergebnisse haben wir unsere Schätzungen für die paragon und das 12-Monats Kursziel von EUR 20,48 unverändert gelassen. Aufgrund ihrer sehr günstigen Bewertung, der aussichtsreichen neuen Produkte sowie der Expansion nach China bleibt die paragon-Aktie für uns ein klarer Kauf.

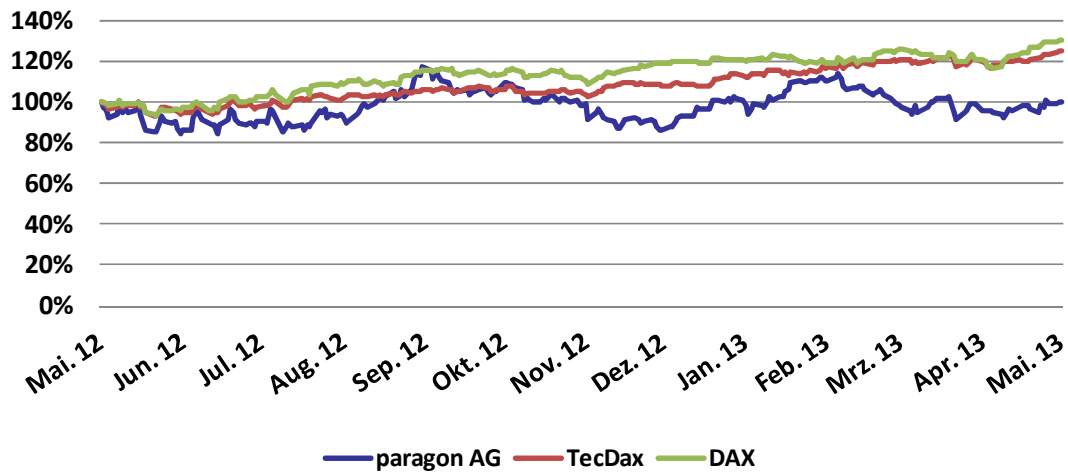
In den letzten Quartalen stellte die paragon die Weichen für weitere Expansion in den kommenden Jahren. Es wurde eine Vertriebsniederlassung in Shanghai eröffnet und Investitionen bspw. in neue Patente und die Optimierung von Fertigungsabläufen getätigt. Zudem wurde im GJ 2012 in den fünf Geschäftsbereichen jeweils die Neuentwicklung und der Vertrieb gebündelt und das Seriengeschäft Kundenteams übertragen.

Im Q1/13 hat die paragon durch den Aufbau zusätzlicher Produktionskapazitäten in Delbrück die Voraussetzungen dafür geschaffen, dass die neuen Geschäftsbereiche „Karosserie-Kinematik“ und „Elektromobilität“ bereits im GJ 2013 nennenswerte Umsatzbeiträge erwirtschaften. Des Weiteren hat das Unternehmen einen bedeutenden Großauftrag für Batteriepacks erhalten, der im Herbst 2013 anlaufen wird. Im Bereich Forschung & Entwicklung gab es im Q1/13 große Fortschritte bei zukunftsorientierten Projekten bspw. dem Prototyp einer sich selbst einstellenden Kopfstütze und dem Luftverbesserungssystem AQI (Geschäftsbereich Sensoren), einem neuen Mikrofonkonzept mit adaptiver Windanpassung und einer Einplatz-Lösung für das Gurtmikrofon belt-mic (Geschäftsbereich Akustik) sowie dem weiterentwickelten Batteriesystem-Baukasten auf drei Modulgrößen (Geschäftsbereich Elektromobilität).

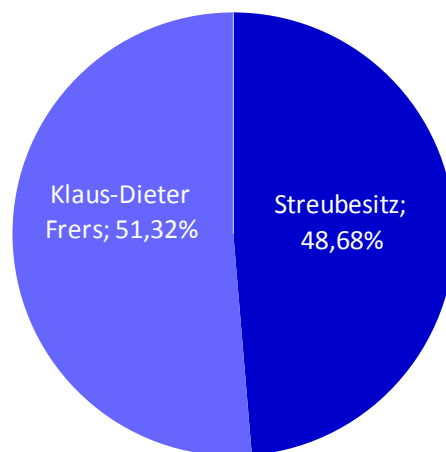
Ähnlich wie das Management erwarten wir für das GJ 2013 einen Umsatzanstieg von um die 5% sowie eine im Vergleich zum Vorjahr unveränderte EBIT-Marge. Obwohl die Ergebnisse im H1/13 insgesamt rückläufig sein sollten, gehen wir davon aus, dass die paragon aufgrund des bisher starken Auftragseingangs sowie eines höheren Umsatzbeitrags der neuen Geschäftsbereiche im H2/13 in der Lage sein wird, unsere Prognosen zu erreichen.

6 Aktie und Aktionärsstruktur

Entwicklung des Aktienkurses



Aktionärsstruktur



7 Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung - paragon AG						
in EUR Mio.	Geschäftsjahr					
	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
Umsatzerlöse	67.35	60.36	67.06	70.45	74.95	78.70
Bestandveränderungen	-5.85	0.58	0.06	0.57	0.60	0.36
Aktivierte Eigenleistungen	0.33	0.22	1.34	2.03	0.50	0.50
Gesamtleistung	61.82	61.16	68.46	73.04	76.05	79.55
Herstellungskosten	-36.70	-32.42	-33.67	-36.95	-39.09	-40.41
Rohergebnis	25.12	28.75	34.79	36.09	36.96	39.14
Sonstige betriebliche Erträge	3.16	106.18	1.86	2.02	2.06	2.10
Personalkosten	-20.42	-12.50	-16.72	-18.85	-19.55	-20.38
Abschreibungen	-5.39	-4.97	-4.07	-3.89	-4.13	-4.34
Wertminderungen	-0.34	-0.11	-0.11	-0.14	0.00	0.00
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-42.64	-12.49	-6.94	-7.45	-5.52	-6.10
Betriebsergebnis	-40.52	104.85	8.82	7.78	9.81	10.42
Finanzergebnis	-6.45	-0.78	-1.32	-1.08	-1.03	-0.98
Ergebnis vor Steuern (und Minderheitsanteilen)	-46.96	104.07	7.50	6.70	8.78	9.44
Steuern vom Einkommen und Ertrag	0.27	-0.65	-2.17	-2.07	-2.63	-2.83
Minderheitenbeteiligungen	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	-46.69	103.42	5.34	4.64	6.15	6.61
EPS	-11.35	25.13	1.30	1.13	1.49	1.61
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Veränderung ggü. Vj.						
Umsatzerlöse	n.a	-10.37%	11.09%	5.06%	6.39%	5.00%
Gesamtleistung	n.a	-1.07%	11.93%	6.69%	4.12%	4.61%
Herstellungskosten	n.a	-11.69%	3.87%	9.75%	5.78%	3.39%
Rohergebnis	n.a	14.44%	21.02%	3.72%	2.42%	5.90%
Personalkosten	n.a	-38.78%	33.76%	12.76%	3.72%	4.21%
Abschreibungen	n.a	-7.84%	-18.13%	-4.50%	6.39%	5.00%
Wertminderungen	n.a	-66.17%	-7.02%	27.36%	-100.00%	#DIV/0!
Sonstige betriebliche Aufwendungen	n.a	-70.71%	-44.45%	7.38%	-25.96%	10.56%
Betriebsergebnis	n.a	-358.79%	-91.59%	-11.84%	26.14%	6.23%
Finanzergebnis	n.a	-87.94%	69.76%	-18.35%	-4.64%	-4.87%
Ergebnis vor Steuern (und Minderheitsanteilen)	n.a	-321.62%	-92.79%	-10.69%	31.09%	7.53%
Steuern vom Einkommen und Ertrag	n.a	-337.59%	232.87%	-4.71%	27.60%	7.53%
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	n.a	-321.52%	-94.84%	-13.12%	32.65%	7.53%
EPS	n.a	-321.52%	-94.84%	-13.12%	32.65%	7.53%
DPS	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Anteil am Gesamtumsatz						
Umsatzerlöse	100.00 %	100.00 %	100.00 %	100.00 %	100.00 %	100.00 %
Gesamtleistung	92.20 %	91.21 %	102.10 %	108.92 %	113.41 %	118.64 %
Herstellungskosten	-54.74 %	-48.34 %	-50.21 %	-52.45 %	-52.15 %	-51.35 %
Rohergebnis	37.46 %	42.87 %	51.88 %	51.23 %	49.31 %	49.74 %
Personalkosten	-30.45 %	-18.64 %	-24.94 %	-26.76 %	-26.09 %	-25.89 %
Abschreibungen	-8.04 %	-7.41 %	-6.07 %	-5.51 %	-5.51 %	-5.51 %
Wertminderungen	-0.50 %	-0.17 %	-0.16 %	-0.19 %	0.00 %	0.00 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-63.59 %	-18.63 %	-10.35 %	-10.58 %	-7.36 %	-7.75 %
Betriebsergebnis	-60.42 %	156.37 %	13.15 %	11.04 %	13.09 %	13.24 %
Finanzergebnis	-9.61 %	-1.16 %	-1.97 %	-1.53 %	-1.37 %	-1.24 %
Ergebnis vor Steuern (und Minderheitsanteilen)	-70.03 %	155.21 %	11.19 %	9.51 %	11.72 %	12.00 %
Steuern vom Einkommen und Ertrag	0.41 %	-0.97 %	-3.23 %	-2.93 %	-3.52 %	-3.60 %
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	-69.62 %	154.24 %	7.96 %	6.58 %	8.20 %	8.40 %

8 Bilanz

Bilanzen - paragon AG						
in EUR Mio.	Geschäftsjahr					
	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
Aktiva						
Zahlungsmittel	9.36	13.79	15.33	14.08	15.63	18.30
Vorräte	4.00	6.47	6.87	7.31	7.74	8.00
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4.72	3.91	0.49	1.79	2.32	2.86
Sonstige kurzfristigen Vermögenswerte	0.50	1.10	1.60	2.20	1.79	1.88
Summe kurzfristige Vermögenswerte	18.59	25.27	24.28	25.39	27.47	31.04
Sachanlagen	14.94	14.25	13.27	13.54	16.34	19.13
Sonstige immaterielle Vermögenswerte	4.54	3.08	3.28	4.91	6.42	6.74
Firmenwert	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Sonstige Vermögenswerte	0.18	0.15	0.16	0.12	0.18	0.19
Aktive latente Steuern	0.65	0.72	0.43	0.00	0.00	0.00
Summe langfristige Vermögenswerte	20.32	18.20	17.14	18.58	22.94	26.06
Aktiva	38.90	43.47	41.43	43.97	50.41	57.10
Passiva						
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	36.16	2.07	3.07	3.04	3.22	3.33
Sonstige Verbindlichkeiten	46.35	9.07	7.77	8.13	8.64	9.08
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	40.71	6.33	2.67	2.39	2.24	2.09
Rückstellungen	0.00	0.98	0.88	0.30	0.32	0.34
Kurzfristige Verbindlichkeiten	123.22	18.46	14.38	13.86	14.42	14.83
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	8.51	15.17	12.52	12.26	11.76	11.26
Sonderposten für Zuwendungen	4.73	3.47	2.71	2.09	2.15	2.18
Pensionsverpflichtungen	1.26	1.91	2.02	2.73	2.90	3.05
Passive latente Steuern	0.14	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Langfristige Verbindlichkeiten	14.64	20.55	17.25	17.08	16.81	16.49
Summe Verbindlichkeiten	137.86	39.01	31.63	30.94	31.23	31.32
Summe Eigenkapital	-98.96	4.46	9.80	13.03	19.18	25.79
Minderheitenanteile	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Passiva	38.90	43.47	41.43	43.97	50.41	57.10

Dr. Kalliwoda | Research © 2013

9 Kapitalflussrechnung

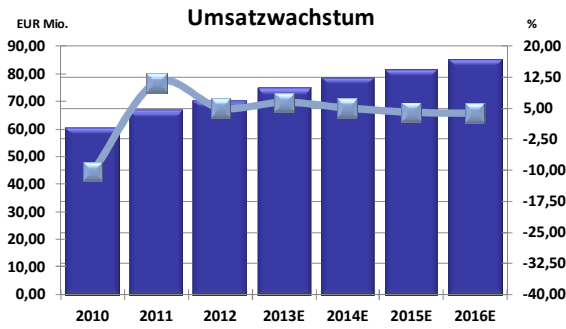
Kapitalflussrechnung - paragon AG						
in EUR Mio.	Geschäftsjahr					
	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	-46.69	103.42	5.34	4.64	6.15	6.61
Abschreibungen	5.39	4.97	4.07	3.89	4.13	4.34
Veränderung des Working Capital	16.72	-2.17	1.20	-1.62	0.22	-0.33
Sonstiges	29.00	-101.19	-2.02	-1.10	0.02	0.02
Operativer Cashflow netto	4.42	5.04	8.58	5.80	10.52	10.64
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-1.28	-2.34	-3.32	-6.15	-8.44	-7.46
Freier Cashflow	3.14	2.70	5.26	-0.35	2.08	3.18
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	2.06	3.53	-3.72	-0.90	-0.53	-0.51
Veränderung der liquiden Mittel	7.07	6.22	1.54	-1.25	1.55	2.67
Liquide Mittel am Anfang der Periode	1.20	8.27	13.79	15.33	14.08	15.63
Liquide Mittel am Ende der Periode	8.27	14.49	15.33	14.08	15.63	18.30

Dr. Kalliwoda | Research © 2013

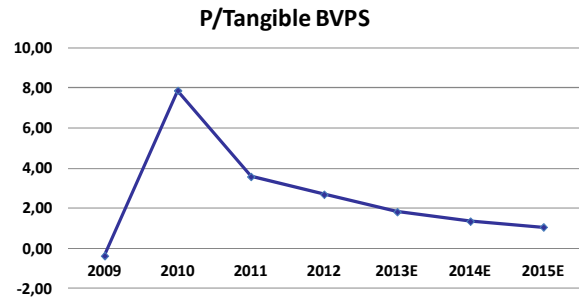
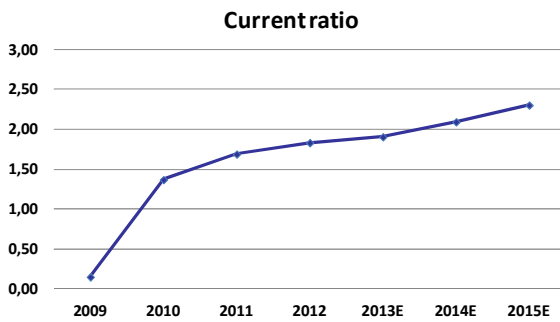
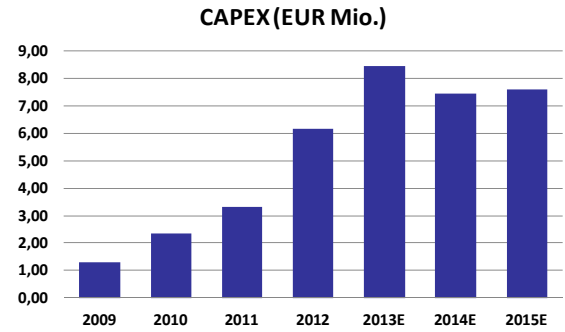
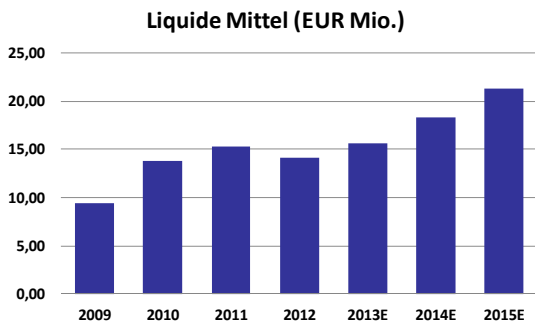
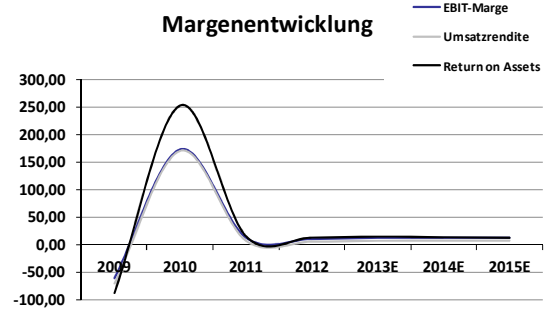
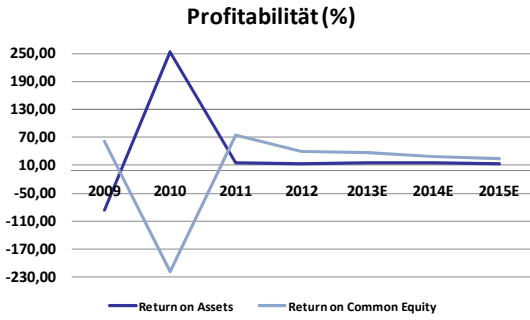
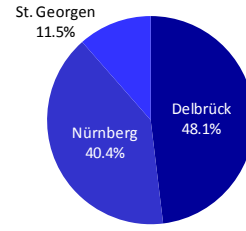
10 Finanzkennzahlen

Geschäftsjahr	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
Bruttomarge	40.63%	47.00%	50.82%	49.41%	48.60%	49.20%	49.50%	49.90%
EBITDA-Marge	-56.81%	179.56%	18.83%	15.97%	18.34%	18.56%	18.66%	18.80%
EBIT-Marge	-65.53%	171.43%	12.88%	12.92%	12.90%	13.10%	13.20%	13.34%
Umsatzrendite	-75.52%	169.10%	7.79%	6.35%	8.08%	8.31%	8.46%	8.62%
Return on equity (ROE)	60.97%	-218.89%	74.82%	40.61%	38.18%	29.41%	23.87%	20.26%
Return on assets (ROA)	-87.09%	253.00%	15.68%	13.38%	15.21%	14.12%	13.07%	12.21%
Return on capital employed (ROCE)	47.77%	416.53%	23.20%	17.87%	19.08%	17.26%	15.63%	14.32%
Nettoverbindlichkeiten (in EUR Mio.)	41.12	9.63	1.87	3.30	1.27	-1.90	-5.40	-9.29
Net gearing	-41.56%	215.68%	19.12%	25.29%	6.63%	-7.37%	-16.49%	-23.12%
Eigenkapitalquote	-254.38%	10.27%	23.65%	29.63%	38.04%	45.16%	51.17%	56.28%
Current ratio	0.15	1.37	1.69	1.83	1.91	2.09	2.30	2.53
Quick ratio	0.11	0.96	1.10	1.15	1.24	1.43	1.63	1.85
Nettozinsdeckungsgrad	-6.29	134.94	6.69	7.22	9.55	10.67	11.77	13.04
Nettoverbindlichkeiten/EBITDA	-1.17	0.09	0.15	0.28	0.09	-0.13	-0.35	-0.58
Tangible BVPS	-24.05	1.08	2.38	3.17	4.66	6.27	7.97	9.76
Capex/Sales	1.61%	-4.67%	-4.91%	-8.21%	-11.26%	-9.48%	-9.26%	-9.12%
Working capital/Sales	-115.83%	-5.19%	-6.85%	-2.77%	-2.89%	-2.34%	-1.73%	-1.13%
EV/Sales	0.61	0.68	0.61	0.58	0.55	0.52	0.50	0.48
EV/EBITDA	-1.17	0.37	3.18	3.52	2.94	2.78	2.66	2.55
EV/EBIT	-1.01	0.39	4.65	5.28	4.18	3.94	3.76	3.59
P/Tangible BVPS	-0.36	7.88	3.59	2.70	1.83	1.36	1.07	0.88
P/E	-0.75	0.34	6.59	7.59	5.72	5.32	5.03	4.76
P/FCF	13.04	6.69	-101.39	16.92	11.07	10.02	9.05	8.64

Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH



Umsatzaufteilung 2012



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: Dr. Norbert Kalliwoda E-Mail: nk@kalliwoda.com	CEFA-Analyst; University of Frankfurt/Main; PhD in Economics; Dipl.-Kfm.	Sectors: 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	Sectors: 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)	Sectors: Support Research and Quantitative Approach
Andreas Braun E-Mail: rb@kalliwoda.com	Junior-Analyst; University of Frankfurt/Main (2012)	Sectors: Support Research and Quantitative Approach
Michael John E-Mail: mj@kalliwoda.com	Dipl.-Ing. (Aachen)	Sectors: Chemicals, Chemical Engineering, Basic Metals, Renewable Energies, Laser/Physics
Adrian Kowollik E-Mail: ak@kalliwoda.com	Dipl.-Kfm.; Humboldt-Universität zu Berlin, CFA Candidate	Sectors: 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))	Sectors: Financials, Real Estate
Dr. Christoph Piechaczek E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke.	Sectors: Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
Anoop Pillai E-Mail: anp@kalliwoda.com	Master of Science in Economics and Business Administration (Goethe University Frankfurt M. / Graduation April 2013)	Sectors: <u>Biotech & Healthcare;</u> <u>Internet & Technology</u>
Hellmut Schaarschmidt; E-Mail: hs@kalliwoda.com	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt/Main.	Sectors: Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
Dr. Erik Schneider E-Mail: es@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg.	Sectors: Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
David Schreindorfer E-Mail: ds@kalliwoda.com	MBA, Economic Investment Management; Univ. Frankfurt/ Univ. Iowa (US).	Sectors: IT/Logistics; Quantitative Modelling
Rainer Wochele E-Mail: rw@kalliwoda.com	Bachelor of Science in Economics and Business Administration (Goethe University Frankfurt M. / Graduation Fall 2013)	Junior-Analyst
Nele Rave E-Mail: nr@kalliwoda.com	Lawyer; Native Speaker, German School London,	Legal adviser

Also view Sales and Earnings Estimates:

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

Analyst of this research:
Dr. Norbert Kalliwoda,
CEFA



Additional Disclosure/Erklärung

DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH hat diese Analyse auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, gefertigt. Wir arbeiten so exakt wie möglich. Wir können aber für die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen und Meinungen keine Gewährleistung übernehmen.

Diese Studie ersetzt nicht die persönliche Beratung. Diese Studie gilt nicht als Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der in dieser Studie angesprochenen Anlageinstrumente. Daher rät DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH, sich vor einer Wertpapierdisposition an Ihren Bankberater oder Vermögensverwalter zu wenden.

Diese Studie ist in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Diese Studie darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Die Verteilung dieser Studie in andere internationale Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Studie gelangt, sollten sich über gegebenenfalls vorhandene Beschränkungen informieren und diese einhalten.

DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH sowie Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in dieser Studie erwähnten Wertpapieren oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Wertpapiere oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern.

Mögliche Interessenskonflikte

Weder DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- a) hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals;
- b) war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt;
- c) hält an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals;
- d) hat die analysierten Wertpapiere auf Grund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut.

Nur mit dem Unternehmen paragon AG bestehen vertragliche Beziehungen zu DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH für die Erstellung von Research-Studien.

Durch die Annahme dieses Dokumentes akzeptiert der Leser/Empfänger die Verbindlichkeit dieses Disclaimers.

DISCLAIMER

The information and opinions in this analysis were prepared by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH. The information herein is believed by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH to be reliable and has been obtained from public sources believed to be reliable. With the exception of information about DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH, DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH makes no representation as to the accuracy or completeness of such information.

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

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