

4. Dezember 2012

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:	8,21
	Hoch Tief
Preis 52W	11,52 5,61
Marktkap. (EUR Mio.)	33,79
Anzahl d. Aktien (Mio.)	4,11

Aktionärsstruktur

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

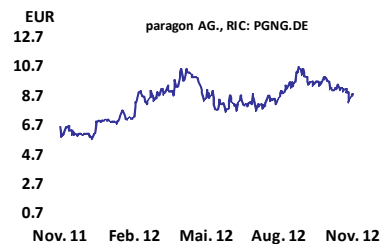
Performance

4 Wochen	-11,82%
13 Wochen	-12,03%
26 Wochen	-1,30%
52 Wochen	34,40%
Lfd. jahr	29,68%

Dividende

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

Auf aktuellem Marktniveau ein klarer Kauf

- Zwischen Januar und September 2012 erwirtschaftete die paragon einen Umsatz von EUR 54,5 Mio. und damit 6,9% mehr als im Vorjahr. Im Unterschied zum ersten Halbjahr, in dem ein zweistelliges Umsatzwachstum verzeichnet wurde, wirkten sich im Q3/12 Werksferien der Hauptkunden negativ aus. Die Entwicklung der Erlöse blieb im Rahmen der Erwartungen des Managements, das für das Gesamtjahr 2012 von einem einstelligen Wachstum ausgeht.
- Aufgrund von Investitionen in neue Produkte und Personal, die der Sicherung der Wettbewerbsfähigkeit dienen, reduzierte sich das operative Ergebnis in den 9M/12 um 1,8% auf EUR 7,3 Mio. Da das Finanzergebnis über dem des Vorjahres lag (EUR 746 Tsd. ggü. EUR 952 Tsd.), erhöhte sich jedoch das Nettoergebnis leicht um 0,7% auf EUR 4,7 Mio.
- Trotz eines im Jahresvergleich etwas höheren Nettogewinns verringerte sich der operative Cashflow von EUR 11,1 Mio. in den 9M/11 auf EUR 4,5 Mio. Der Grund dafür war ein Anstieg der Forderungen und sonstigen Aktiva um EUR 2,9 Mio. (9M/11: Abnahme um EUR 3,3 Mio.). Der Cashabfluss aus Investitionstätigkeit lag dagegen über dem Vorjahreswert (EUR 4,3 Mio. ggü. EUR 1,7 Mio. in den 9M/11), was auf höhere Investitionen bspw. in Produktionsanlagen, Entwicklungsprojekte und IT zurückzuführen war. Obwohl sich der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit verbesserte (EUR -1,4 Mio. ggü. EUR -4,6 Mio. in den 9M/11) verringerte sich die Cashposition der paragon von EUR 15,3 Mio. zu Jahresbeginn auf EUR 14,1 Mio. Ende September 2012 lag die EK-Quote des Unternehmens bei 32,7% und das Net gearing bei 11,9%.
- Als Reaktion auf die 9M-Zahlen haben wir unsere Umsatzschätzung für das GJ 2012 leicht gesenkt, das Kursziel von EUR 20,48 aber unverändert gelassen. Mit einem Upside-Potenzial von derzeit 149,4% bleibt die paragon-Aktie aus unserer Sicht ein klarer Kauf.

Key Figures

EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
Nettoumsatz	112.00	67.35	60.36	67.06	69.40	74.95
EBITDA	-53.54	-35.12	109.82	12.89	13.47	14.64
EBIT	-66.13	-40.52	104.85	8.82	9.20	10.03
Nettoergebnis	-71.84	-46.69	103.42	5.34	5.74	6.35
EPS	-17.46	-11.35	25.13	1.30	1.39	1.54
BVPS	-13.17	-24.05	1.08	2.38	3.78	5.32
RoE	132.59%	60.97%	-218.89%	74.82%	45.30%	33.96%
EBIT-Marge	-59.04 %	-60.16 %	173.70 %	13.15 %	13.06 %	13.19 %
P/E	neg	neg	0.33x	6.33x	6.33x	5.72x
P/BVPS	neg	neg	7.57x	3.45x	2.34x	1.66x
EV/EBITDA	neg	neg	0.29x	2.49x	2.57x	2.36x

Inhaltsverzeichnis

1	Unternehmensprofil	3
1.1	Produkte und Marktanteile.....	3
1.2	Kunden.....	3
2	SWOT-Analyse.....	4
3	Bewertung	5
4	9M/12-Ergebnisse	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 dem im Jahr 2011 neu geschaffenen Bereich Effizienz. Der Produktkatalog umfasst mehr als 170 Produkte bei einer Kapazität von 18 Millionen produzierten Einheiten p.a. Die paragon AG besitzt 250 Patente.

Geschäftsbereiche

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

Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

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

1.2 Kunden

Zu den Kunden von paragon zählen die großen internationalen Automobilhersteller. Zu diesen pflegt paragon langjährige Kundenbeziehungen. paragons Produkte werden von 23 Kunden für 172 Fahrzeugmodelle nachgefragt. Dabei entfallen auf die 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 Volkswagen-Konzern, zu dem eine besonders lange und intensive Kundenbeziehung besteht. Ein Risiko besteht durch die Konzentration eines Großteils des Umsatzes.

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 149,4%.

DCF-Modell

WACC-Annahmen

Wachstumsannahmen

Langfristige Wachstumsrate	2,0%
Anpassungsphase (ab 2015)	5 Jahre
Umsatzwachstum am Anfang	4,0%
Margenentwicklung (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%

Discounted-Cash-Flow-Modell (Basis 12/2012)

in EUR Mio.	Phase 1								
	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Umsatz	69,40	74,95	78,70	81,85	84,92	87,72	90,35	92,61	94,46
(Veränd. ggü. Vj.)	3,5%	8,0%	5,0%	4,0%	3,8%	3,3%	3,0%	2,5%	2,0%
Betriebsergebnis	9,20	10,03	10,58	11,07	11,48	11,76	12,02	12,21	12,35
(Operative-Marge)	12,9%	13,0%	13,1%	13,2%	13,2%	13,1%	13,0%	12,9%	12,8%
NOPLAT	6,44	7,02	7,41	7,75	8,04	8,23	8,41	8,55	8,65
+ Abschreibungen	4,21	4,55	4,77	4,97	5,15	5,32	5,48	5,62	5,73
= Operativer Netto-Cashflow	10,71	11,63	12,25	12,79	13,26	13,63	13,97	14,25	14,46
- Investitionen (CAPEX und WC)	-7,62	-7,81	-8,06	-8,30	-8,53	-8,74	-8,93	-9,04	-9,16
CAPEX	-7,28	-7,59	-7,70	-7,85	-8,03	-8,19	-8,34	-8,45	-8,54
Working Capital	-0,28	-0,16	-0,29	-0,38	-0,43	-0,47	-0,51	-0,51	-0,54
Freier Cashflow (FCF)	3,09	3,82	4,19	4,48	4,73	4,89	5,04	5,21	5,30
Barwert der FCF's	3,06	3,47	3,49	3,43	3,31	3,14	2,97	2,81	2,62

BW der FCFs in offener Periode	28,31
BW des Endwerts	47,20
Unternehmenswert	75,52
+ Nettoliquidität / - Nettoschulden (30 Sep 2012)	1,72
+ Investitionen / - Minderheiten	0,00
Wert des Eigenkapitals	77,24
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)	18,77
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	6,1%	27,78	30,54	33,29	36,04	38,80	41,55	44,30
	7,1%	22,64	24,69	26,74	28,79	30,84	32,88	34,93
	8,1%	19,17	20,76	22,35	23,94	25,53	27,11	28,70
	9,1%	16,68	17,94	19,21	20,48	21,74	23,01	24,28
	10,1%	14,79	15,82	16,86	17,89	18,92	19,95	20,98
	11,1%	13,32	14,17	15,03	15,88	16,73	17,59	18,44

Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH

4 9M/12-Ergebnisse

Umsatz

Im den ersten neun Monaten des GJ 2012 erwirtschaftete die paragon einen Umsatz von EUR 54,5 Mio. und damit 6,9% mehr als im Vorjahr. Nach dem zweistelligen Umsatzwachstum im H1/12, der aus hohen Absatzzahlen der deutschen Automobilhersteller insbesondere in den USA und Asien resultierte, schwächte sich im Q3/12 die Entwicklung der Erlöse ab. Der Grund dafür waren Werksferien der Hauptkunden der paragon in den Sommermonaten.

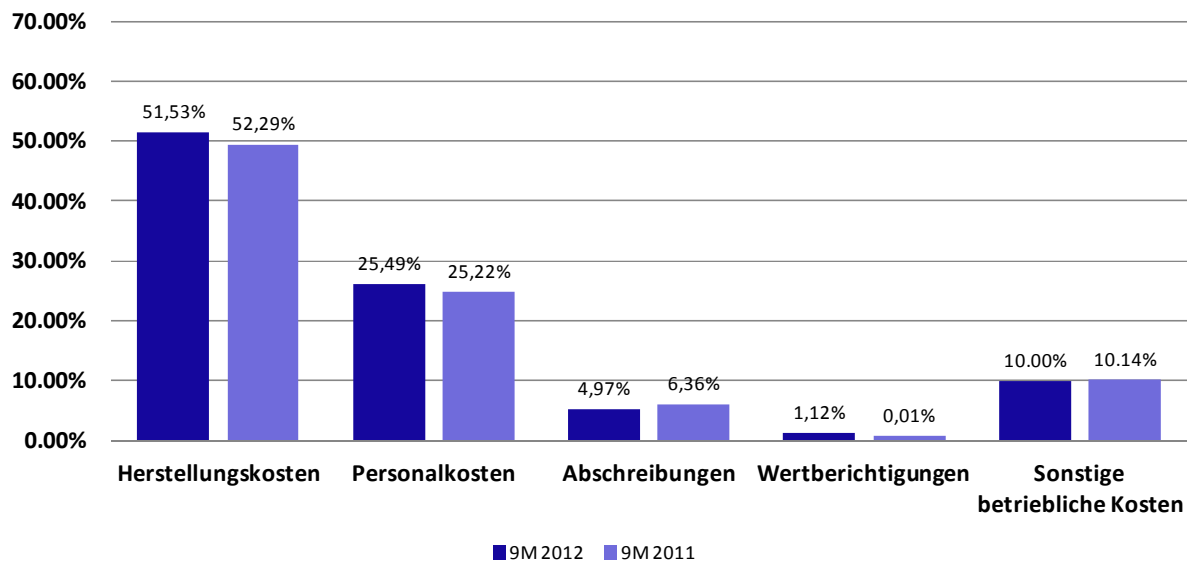
9M/12 ggü. Vorjahr

9M/2012 ggü. Vorjahr			
in EUR Mio.	9M 2012	9M 2011	Veränd. (%)
Nettoumsatz	54,49	50,95	6,9%
EBITDA	10,28	10,62	-3,2%
EBITDA-Marge	18,9%	20,8%	
EBIT	7,33	7,46	-1,8%
EBIT-Marge	13,5%	14,6%	
Nettoergebnis	4,67	4,64	0,7%
Umsatzrendite	8,6%	9,1%	

Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

Rentabilität

Anteil am Umsatz 9M/12 ggü. 9M/11



Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

Trotz eines soliden Umsatzwachstums lag die EBIT-Marge etwas unterhalb des Vorjahres (13,5% ggü. 14,6% im 9M/11). Die Gründe dafür waren vor allem ein höherer Materialaufwand sowie ein gestiegener Anteil der Personalkosten. Aufgrund von geringeren Zinsaufwendungen entwickelte sich das Nettoergebnis besser als das EBIT und stieg im Jahresvergleich um 0,7% auf EUR 4,7 Mio.

Bilanz und Cashflow

Zum 30. September 2012 war das Eigenkapital mit EUR 14,5 Mio. die größte Bilanzposition. Es folgten liquide Mittel in Höhe von EUR 14,1 Mio. sowie Sachanlagen im Wert von EUR 13,3 Mio. Die zinstragenden Finanzverbindlichkeiten summierten sich auf insgesamt EUR 15,9 Mio., wovon EUR 14 Mio. langfristig waren. Ende des Q3/12 hatte die paragon Nettoverbindlichkeiten in Höhe von EUR 1,7 Mio. und ein Net gearing von 11,9%.

Trotz eines leicht verbesserten Nettoergebnisses reduzierte sich der operative Cashflow von EUR 11,1 Mio. im Vorjahr auf EUR 4,5 Mio. Der Grund dafür war ein Anstieg der Forderungen und sonstigen Aktiva von EUR 2,9 Mio. (9M/11: Abnahme von EUR 3,3 Mio.). Aufgrund von Investitionen in die Zukunftssicherung bspw. in neue Patente, Produktionsanlagen und IT-Infrastruktur stieg der Cashflow aus Investitionstätigkeit von EUR 1,7 Mio. im Vorjahr auf EUR 4,3 Mio. Zusammen mit einem Cashflow aus Finanzierungstätigkeit, der mit EUR -1,4 Mio. etwas besser als im Vorjahr ausfiel (EUR -4,6 Mio.), führte dies zu einer Abnahme der liquiden Mittel im Vergleich zum Januar 2012 von EUR 1,2 Mio.

5 Ausblick

Wir bleiben bei unserer optimistischen Einschätzung der paragon-Aktie. Die Geschäfte der größten Einzelkunden des Unternehmens, insbesondere des VW-Konzerns, laufen weiterhin sehr gut. Zudem gleicht die robuste Autokonjunktur in den USA und Asien den schwächeren Autoabsatz in Westeuropa, der durch die Staatsschuldenkrise verursacht wird, aus.

In den letzten Quartalen investierte die paragon verstärkt in Produktionsanlagen, IT und neue Produkte bspw. einen neuen Fahrwerkssensor, Lithium-Ion-Batteriesysteme mit unterschiedlichen Spannungsanlagen und Speicherkapazitäten sowie eine cTabletDockingStation für Flottenkunden zur Integration eines Tablet-Computers. Zudem bleibt die Finanzierungsstruktur des Unternehmens solide (EK-Quote 32,7%; 88,5%-Anteil langfristiger Finanzverbindlichkeiten). Unserer Meinung nach ist die paragon deshalb für die Zukunft gut aufgestellt.

Nach den 9M-Zahlen haben wir unsere Umsatzschätzung von EUR 72,3 Mio. (+7,8% im Vergleich zum Vorjahr) auf EUR 69,4 Mio. (+3,5%) angepasst. Der Grund dafür ist die Meinung des Managements, wonach die meisten der Kunden der paragon ähnlich wie in den Sommermonaten über den Jahreswechsel 2012/13 ausgeprägte Werksferien machen werden. Ab dem GJ 2013 prognostizieren wir jedoch eine Verbesserung der Ergebnisse. Wir erwarten insbesondere Wachstumsimpulse durch eine Erholung der Konjunktur in Europa sowie einen starken Autoabsatz in China.

Unsere Schätzungen 2012E-14E

Unsere Schätzungen 2012E - 2014E			
in EUR Mio.	2012E	2013E	2014E
Nettoumsatz	69,40	74,95	78,70
EBITDA	13,47	14,64	15,42
EBITDA-Marge	19,1%	19,3%	19,3%
EBIT	9,20	10,03	10,58
EBIT-Marge	13,1%	13,2%	13,3%
Nettoergebnis	5,74	6,35	6,78
Umsatzrendite	8,1%	8,4%	8,5%

Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH

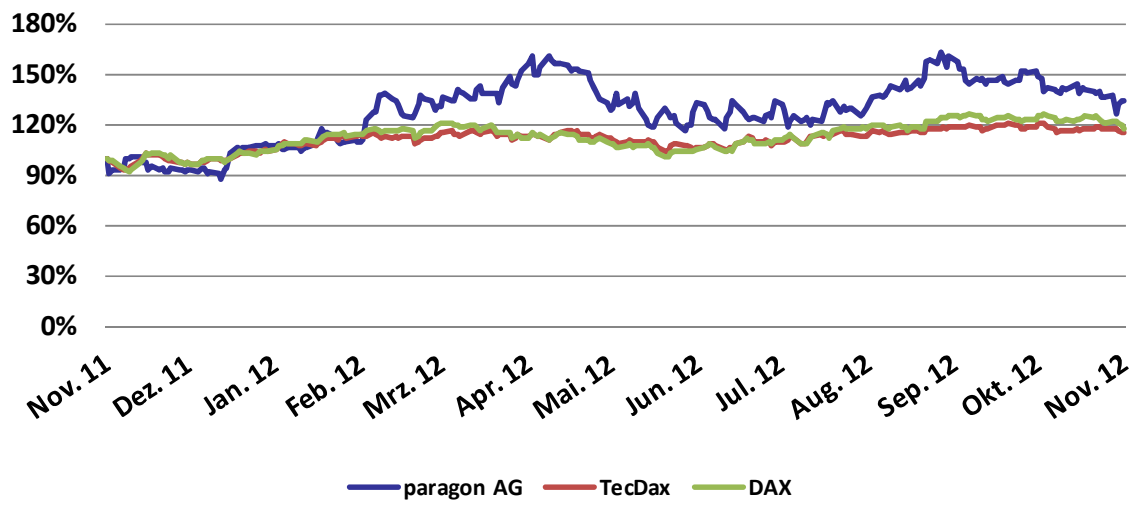
Umsatzschätzungen nach Geschäftsbereichen 2012E-14E

Umsatzschätzungen nach Segmenten 2012E-2014E			
in EUR Mio.	2012E	2013E	2014E
Delbrück	33,39	36,06	37,86
Veränd. ggü. Vorjahr	3,5%	8,0%	5,0%
Anteil am Umsatz	48,1%	48,1%	48,1%
Nürnberg	28,05	30,30	31,81
Veränd. ggü. Vorjahr	3,5%	8,0%	5,0%
Anteil am Umsatz	40,4%	40,4%	40,4%
St. Georgen	7,96	8,60	9,03
Veränd. ggü. Vorjahr	3,5%	8,0%	5,0%
Anteil am Umsatz	11,5%	11,5%	11,5%
Gesamtumsatz	69,40	74,95	78,70

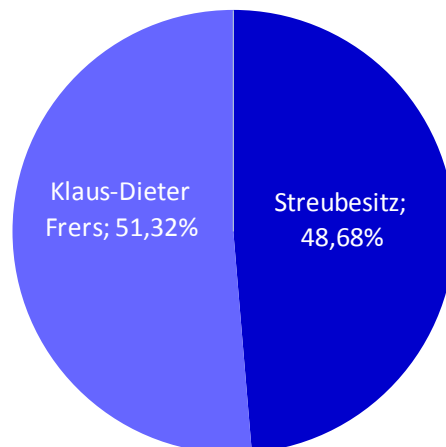
Quelle: Dr. Kalliwoda Research GmbH

6 Aktie und Aktionärsstruktur

Entwicklung des Aktienkurses



Aktionärsstruktur



7 Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung - paragon AG						
in EUR Mio.	Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
Umsatzerlöse	112,00	67,35	60,36	67,06	69,40	74,95
Bestandveränderungen	1,08	-5,85	0,58	0,06	0,27	0,60
Aktivierete Eigenleistungen	5,22	0,33	0,22	1,34	0,50	0,50
Gesamtleistung	118,30	61,82	61,16	68,46	71,18	77,14
Herstellungskosten	-63,51	-36,70	-32,42	-33,67	-35,01	-37,94
Rohergebnis	54,79	25,12	28,75	34,79	36,17	39,20
Sonstige betriebliche Erträge	5,12	3,16	106,18	1,86	1,90	1,94
Personalkosten	-27,89	-20,42	-12,50	-16,72	-17,08	-18,44
Abschreibungen	-12,59	-5,39	-4,97	-4,07	-4,21	-4,55
Wertminderungen	-62,50	-0,34	-0,11	-0,11	-0,80	0,00
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-23,05	-42,64	-12,49	-6,94	-6,72	-8,06
Betriebsergebnis	-66,13	-40,52	104,85	8,82	9,20	10,03
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	8,20	9,08
Steuern vom Einkommen und Ertrag	2,51	0,27	-0,65	-2,17	-2,46	-2,72
Minderheitenbeteiligungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	-71,84	-46,69	103,42	5,34	5,74	6,35
EPS	-17,46	-11,35	25,13	1,30	1,39	1,54
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%	3,50%	8,00%
Gesamtleistung	n.a	-47,74%	-1,07%	11,93%	3,97%	8,37%
Herstellungskosten	n.a	-42,21%	-11,69%	3,87%	3,97%	8,37%
Rohergebnis	n.a	-54,15%	14,44%	21,02%	3,97%	8,37%
Personalkosten	n.a	-26,78%	-38,78%	33,76%	2,17%	7,92%
Abschreibungen	n.a	-57,18%	-7,84%	-18,13%	3,50%	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%	-3,11%	19,93%
Betriebsergebnis	n.a	-38,73%	-358,79%	-91,59%	4,26%	9,04%
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%	9,26%	10,75%
Steuern vom Einkommen und Ertrag	n.a	-89,07%	-337,59%	232,87%	13,47%	10,75%
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	n.a	-35,01%	-321,52%	-94,84%	7,55%	10,75%
EPS	n.a	-35,01%	-321,52%	-94,84%	7,55%	10,75%
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 %	117,92 %	127,79 %
Herstellungskosten	-105,22 %	-60,81 %	-53,70 %	-50,21 %	-49,72 %	-49,89 %
Rohergebnis	90,76 %	41,61 %	47,62 %	51,88 %	51,38 %	51,55 %
Personalkosten	-46,21 %	-33,83 %	-20,71 %	-24,94 %	-24,26 %	-24,24 %
Abschreibungen	-20,86 %	-8,93 %	-8,23 %	-6,07 %	-6,07 %	-6,07 %
Wertminderungen	-103,55 %	-0,56 %	-0,19 %	-0,16 %	-1,15 %	0,00 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-38,19 %	-70,64 %	-20,69 %	-10,35 %	-9,55 %	-10,60 %
Betriebsergebnis	-109,56 %	-67,12 %	173,70 %	13,15 %	13,06 %	13,19 %
Finanzergebnis	-13,60 %	-10,68 %	-1,29 %	-1,97 %	-1,44 %	-1,27 %
Ergebnis vor Steuern (und Minderheitsanteilen)	-123,16 %	-77,80 %	172,41 %	11,19 %	11,64 %	11,94 %
Steuern vom Einkommen und Ertrag	4,15 %	0,45 %	-1,08 %	-3,23 %	-3,49 %	-3,58 %
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	-119,01 %	-77,34 %	171,34 %	7,96 %	8,15 %	8,36 %

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	17,63	20,37
Vorräte	18,73	4,00	6,47	6,87	7,14	7,74
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	5,33	4,72	3,91	0,49	0,88	1,36
Sonstige kurzfristigen Vermögenswerte	0,61	0,50	1,10	1,60	1,66	1,79
Summe kurzfristige Vermögenswerte	26,93	18,59	25,27	24,28	27,35	31,30
Sachanlagen	19,90	14,94	14,25	13,27	15,27	17,96
Sonstige immaterielle Vermögenswerte	6,06	4,54	3,08	3,28	4,35	4,70
Firmenwert	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstige Vermögenswerte	0,18	0,18	0,15	0,16	0,16	0,18
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	19,79	22,84
Aktiva	53,51	38,90	43,47	41,43	47,14	54,14
Passiva						
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	13,90	36,16	2,07	3,07	3,10	3,36
Sonstige Verbindlichkeiten	14,15	46,35	9,07	7,77	8,04	8,69
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	27,02	40,71	6,33	2,67	2,52	2,37
Rückstellungen	0,00	0,00	0,98	0,88	0,91	0,98
Kurzfristige Verbindlichkeiten	55,06	123,22	18,46	14,38	14,69	15,52
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	2,73	2,88
Pensionsverpflichtungen	0,62	1,26	1,91	2,02	2,09	2,25
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	16,84	16,65
Summe Verbindlichkeiten	107,69	137,86	39,01	31,63	31,60	32,25
Summe Eigenkapital	-54,18	-98,96	4,46	9,80	15,54	21,89
Minderheitenanteile	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Passiva	53,51	38,90	43,47	41,43	47,14	54,14

Dr. Kalliwoda | Research © 2012

9 Kapitalflussrechnung

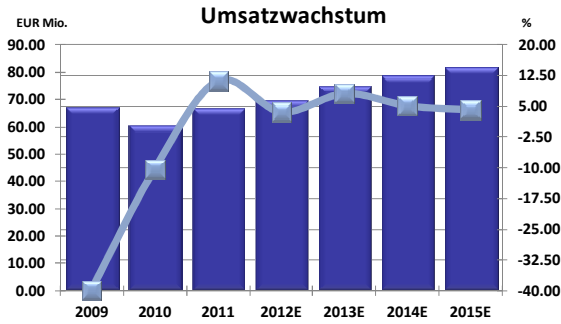
Kapitalflussrechnung - paragon AG						
in EUR Mio.	Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	-71,84	-46,69	103,42	5,34	5,74	6,35
Abschreibungen	12,59	5,39	4,97	4,07	4,21	4,55
Veränderung des Working Capital	14,86	16,72	-2,17	1,20	-0,28	-0,16
Sonstiges	57,85	29,00	-101,19	-2,02	0,46	0,07
Operativer Cashflow netto	13,46	4,42	5,04	8,58	10,20	10,88
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-11,25	-1,28	-2,34	-3,32	-7,28	-7,59
Freier Cashflow	2,21	3,14	2,70	5,26	2,86	3,23
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-6,32	2,06	3,53	-3,72	-0,56	-0,49
Veränderung der liquiden Mittel	-4,19	7,07	6,22	1,54	2,30	2,73
Liquide Mittel am Anfang der Periode	5,39	1,20	8,27	14,49	15,33	17,63
Liquide Mittel am Ende der Periode	1,20	8,27	14,49	16,03	17,63	20,37

Dr. Kalliwoda | Research © 2012

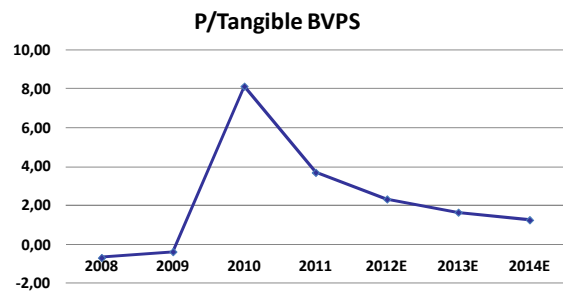
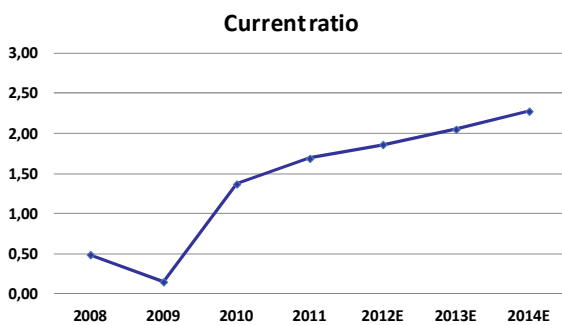
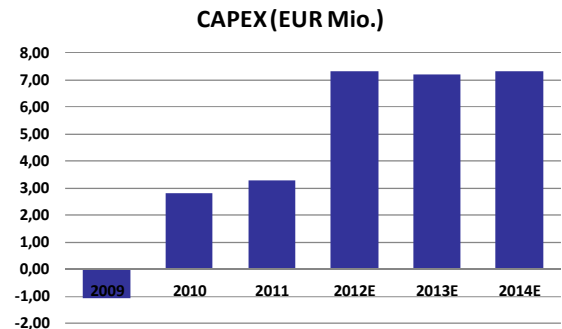
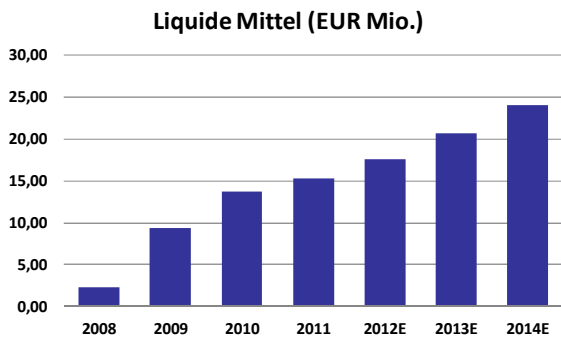
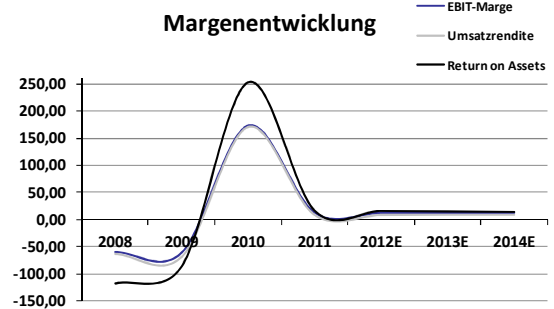
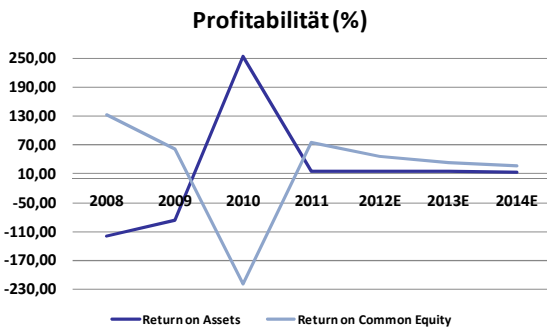
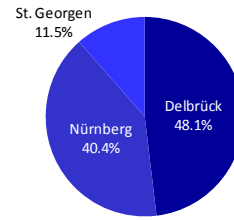
10 Finanzkennzahlen

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%	19,13%	19,25%	19,32%	19,40%
EBIT-Marge	-55,90%	-65,53%	171,43%	12,88%	12,92%	13,00%	13,11%	13,20%
Umsatzrendite	-60,72%	-75,52%	169,10%	7,79%	8,06%	8,24%	8,40%	8,53%
Return on equity (ROE)	132,59%	60,97%	-218,89%	74,82%	45,30%	33,96%	26,81%	22,18%
Return on assets (ROA)	-118,89%	-87,09%	253,00%	15,68%	15,22%	14,42%	13,32%	12,37%
Return on capital employed (ROCE)	4127,97%	47,77%	416,53%	23,20%	19,84%	18,18%	16,43%	14,94%
Nettoverbindlichkeiten (in EUR Mio.)	47,99	41,12	9,63	1,87	-0,98	-4,19	-7,79	-11,71
Net gearing	-88,57%	-41,56%	215,68%	19,12%	-6,30%	-19,15%	-27,18%	-32,69%
Eigenkapitalquote	-101,24%	-254,38%	10,27%	23,65%	32,96%	40,43%	46,92%	52,46%
Current ratio	0,49	0,15	1,37	1,69	1,86	2,02	2,20	2,41
Quick ratio	0,14	0,11	0,96	1,10	1,26	1,40	1,58	1,78
Nettozinsdeckungsgrad	-8,05	-6,29	134,94	6,69	9,20	10,56	11,76	13,02
Nettoverbindlichkeiten/EBITDA	-0,90	-1,17	0,09	0,15	-0,07	-0,29	-0,51	-0,73
Tangible BVPS	-13,17	-24,05	1,08	2,38	3,78	5,32	6,97	8,70
Capex/Sales	n.a	1,61%	-4,67%	-4,91%	-10,49%	-10,12%	-9,78%	-9,59%
Working capital/Sales	-28,94%	-115,83%	-5,19%	-6,85%	-6,13%	-5,46%	-4,83%	-4,19%
EV/Sales	0,29	0,48	0,53	0,48	0,46	0,43	0,41	0,39
EV/EBITDA	-0,60	-0,91	0,29	2,49	2,57	2,36	2,24	2,15
EV/EBIT	-0,48	-0,79	0,31	3,64	3,76	3,45	3,27	3,13
P/Tangible BVPS	-0,62	-0,34	7,57	3,45	2,34	1,66	1,27	1,01
P/E	-0,47	-0,72	0,33	6,33	6,33	5,72	5,36	5,08
P/FCF	15,29	10,77	12,52	6,43	12,70	11,25	10,07	9,25

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.