

17. März 2014

Europa | Deutschland | Autozulieferer

Update

KAUFEN

Kursziel: EUR 20,48

paragon AG

Starker Ausblick/Aktie deutlich unterbewertet

Überblick

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

Schlusskurs:	10,65
	Hoch Tief
Preis 52W	11,70 8,09
Marktkap. (EUR Mio.)	43,82
Anzahl d. Aktien (Mio.)	4,11

Aktionärsstruktur

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

Performance

4 Wochen	2,29%
13 Wochen	-1,29%
26 Wochen	24,52%
52 Wochen	22,50%
Lfd. Jahr	2,49%

Dividende

	in EUR	in %
2011	0,00	0,00%
2012	0,00	0,00%
2013E	0,00	0,00%
2014E	0,00	0,00%

■ Die 2013-Zahlen von paragon stiegen ggü. Vorjahr, was auf ein hervorragendes viertes Quartal zurückzuführen war. Zwischen Januar und Dezember 2013 erwirtschaftete das Unternehmen einen Umsatz in Höhe von EUR 73,9 Mio., der einem Anstieg von 4,9% ggü. Vorjahr entsprach. Der Grund für die Verbesserung waren höhere Umsätze mit deutschen Kunden, deren Anteil sich im Gegensatz zu ausländischen Abnehmern von 70,5% im Vorjahr auf 75,5% erhöhte.

■ Im GJ 2013 entwickelte sich die Rentabilität etwas schwächer als im Vorjahr, was vor allem aus einem höheren Anteil von sonstigen betrieblichen Kosten sowie erhöhten Zins- und Steueraufwendungen resultierte. Während das EBIT um 1,9% auf EUR 7,9 Mio. anstieg, reduzierte sich das Nettoergebnis um 14,8% auf EUR 4 Mio.

■ Positiv hervorzuheben ist die Entwicklung des Free Cash Flow. Trotz eines etwas schwächeren operativen Cashflow (EUR 5,1 Mio. ggü. EUR 5,8 Mio. im GJ 2012) verbesserte sich dieser von EUR -0,4 Mio. im Vorjahr auf EUR 0,3 Mio. Aufgrund der Aufnahme von neuen, vor allem langfristigen Schulden, stiegen paragons liquide Mittel seit Januar 2013 um insgesamt EUR 3,6 Mio. auf EUR 17,7 Mio. Ende Dezember 2013 lag die Eigenkapitalquote bei 30,6% und damit 1% über Vorjahr.

■ Basierend auf den 2013-Ergebnissen sowie einer kürzlich durchgeführten Telefonkonferenz mit paragons Vorstand haben wir unser Modell und die Schätzungen angepasst. Während wir nun bei der EBIT-Marge von einer etwas schwächeren Entwicklung ausgehen, erwarten wir beim Umsatz aufgrund der anlaufenden Batterieproduktion im GJ 2014 und 2015 eine stärkere Entwicklung. Unser DCF-basiertes 12-Monats-Kursziel von EUR 20,48 bleibt jedoch unverändert. Mit einem EV/EBITDA-Multiple 2014E von 3,8x bleibt die paragon für uns weiterhin ein klarer Kauf.

Key Figures

in EUR Mio.	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Nettoumsatz	67,06	70,45	73,88	79,79	89,36	92,94
EBITDA	12,89	11,66	12,23	13,32	15,36	16,34
EBIT	8,82	7,78	7,92	8,67	10,15	10,92
Nettoergebnis	5,34	4,64	3,95	5,06	6,13	6,71
EPS	1,30	1,13	0,96	1,23	1,49	1,63
Tangible BVPS	2,38	3,17	3,86	5,09	6,58	8,21

RoE	74,82%	40,61%	27,30%	27,47%	25,52%	22,04%
EBIT-Marge	13,15%	11,04%	10,72%	10,87%	11,35%	11,75%
P/E	8,21x	9,45x	11,10x	8,66x	7,15x	6,53x
P/Tangible BVPS	4,47x	3,36x	2,76x	2,09x	1,62x	1,30x
EV/EBITDA	3,92x	4,33x	4,13x	3,79x	3,29x	3,09x

Analyst

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

Inhaltsverzeichnis

1	Unternehmensprofil	3
1.1	Produkte und Marktanteile.....	3
1.2	Kunden.....	3
2	SWOT-Analyse.....	4
3	Bewertung	5
4	Ergebnisse des Geschäftsjahres 2013	6
5	Ausblick.....	8
6	Gewinn- und Verlustrechnung.....	10
7	Bilanz.....	11
8	Kapitalflussrechnung.....	12
9	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	
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 67% der Erlöse 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, was aber gleichzeitig auch Chancen bietet.

2 SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Kombination von Innovations- und Integrationskraft durch unternehmensweite Innovationskultur mit Fokus der Entwicklung neuer Produkte hinsichtlich der Bedürfnisse von Fahrzeuginsassen an Gesundheit, Komfort, Kommunikation und Effizienz bei gleichzeitiger Beachtung der Produktintegration ins Gesamtsystem für den Automobilhersteller; dadurch First-Mover-Advantage und hohe Marktbringungserfolgsrate; Zeichen: 175 Produkte, 250 Patente • Produkte mit Alleinstellungsmerkmalen in Marktnischen mit hohen Stückzahlen bei automatisierter Fertigung; dadurch hohe Margen; Zeichen: starke Marktposition in mehreren Bereichen, 18 Mio. produzierte Einheiten • Direktlieferant mit langjähriger Kundenbindung, dadurch Wissen was Kunde will, bedeutet Markteintrittsbarriere 	<ul style="list-style-type: none"> • Hohes Geschäftsrisiko durch starke Umsatzkonzentration auf drei deutsche Automobilhersteller aus dem Premiumbereich, gemildert durch langfristige Kundenbeziehungen, entsprechende Verträge über Modellreihen, und der relativ geringen Abhängigkeit der Premiumhersteller vom Volumenmarkt • Geringe Verhandlungsmacht gegenüber Kunden als umsatzschwacher Anbieter im Umfeld von zahlreichen Wettbewerbern, gemildert um die relativ höhere Zahlungsbereitschaft der Endnutzer von Premiumkunden • Starker Wettbewerb hoher Innovationsdruck, da mehr als die Hälfte der Schlüsselinnovationen im Bereich Elektronik stattfinden
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • 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 92,3%.

DCF-Modell

Discounted-Cash-Flow-Modell (Basis 3/2014)

in EUR Mo.	Phase 1								
	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Umsatz	79,79	89,36	92,94	96,01	98,89	101,65	104,20	106,49	108,62
(Veränd. ggü. Vj.)	8,0%	12,0%	4,0%	3,3%	3,0%	2,8%	2,5%	2,2%	2,0%
Betriebsergebnis	8,67	10,15	10,92	11,57	12,21	12,50	12,75	12,98	13,19
(Operative-Marge)	10,8%	11,3%	11,7%	12,0%	12,3%	12,2%	12,2%	12,1%	12,1%
NOPLAT	6,07	7,10	7,65	8,10	8,55	8,75	8,93	9,09	9,23
+ Abschreibungen	4,65	5,21	5,42	5,60	5,77	5,93	6,08	6,21	6,34
= Operativer Netto-Cashflow	10,72	12,31	13,07	13,70	14,31	14,68	15,00	15,30	15,56
- Investitionen (CAPEX und WC)	-8,10	-9,27	-8,70	-8,87	-9,01	-9,19	-9,34	-9,48	-9,56
CAPEX	-6,92	-7,76	-7,51	-7,66	-7,81	-7,96	-8,09	-8,21	-8,32
Working Capital	-1,18	-1,51	-1,18	-1,22	-1,20	-1,23	-1,25	-1,27	-1,24
Freier Cashflow (FCF)	2,62	3,04	4,37	4,82	5,30	5,49	5,66	5,82	6,00
Barwert der FCF's	2,46	2,64	3,51	3,58	3,63	3,48	3,32	3,15	3,00

BW der FCFs in offener Periode	28,77
BW des Endwerts	55,77
Unternehmenswert	84,54
+ Nettoliquidität / - Nettoschulden (31 Dezember 20)	-6,64
+ Investitionen / - Minderheiten	0,00
Wert des Eigenkapitals	77,90
Anzahl der Aktien (Mio.)	4,11
WACC	8,2%
Eigenkapitalkosten (COE)	9,5%
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)	18,93
Fairer Wert je Aktie in € (in 12 Monaten)	20,48

Sensitivitätsanalyse		Terminal EBIT-Marge						
		9,1%	10,1%	11,1%	12,1%	13,1%	14,1%	15,1%
WACC	5,2%	31,10	35,18	39,27	43,35	47,44	51,53	55,61
	6,2%	23,47	26,34	29,20	32,06	34,93	37,79	40,66
	7,2%	18,76	20,89	23,02	25,15	27,28	29,41	31,54
	8,2%	15,55	17,19	18,84	20,48	22,13	23,78	25,42
	9,2%	13,21	14,52	15,83	17,13	18,44	19,75	21,06
	10,2%	11,44	12,50	13,55	14,61	15,67	16,73	17,79

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.

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

4 Ergebnisse des Geschäftsjahres 2013

Umsatz

Im GJ 2013 erwirtschaftete die paragon einen Umsatz von EUR 73,9 Mio., der 4,9% über Vorjahr, jedoch 1,4% unter unseren Schätzungen lag. Da sich in den ersten neun Monaten die Werksferien der Kunden sehr negativ auf den Umsatz auswirkten – Ende September 2013 lagen die Erlöse 4% unter dem Vorjahreswert – war der Grund für das solide Ergebnis ein hervorragendes viertes Quartal.

Auf Ebene der Geschäftsbereiche entwickelten sich „Elektromobilität“ (EUR 3,8 Mio. ggü. 7 Tsd. im Vorjahr) und „Karosserie-Kinematik“ (EUR 3,5 Mio. ggü. EUR 350 Tsd.) am besten, während „Cockpit“, einer der zwei größten Bereiche, einen deutlichen Rückgang verzeichnete (-17,3% auf EUR 27,3 Mio.). Im GJ 2013 baute paragon die Fertigungskapazitäten für „Elektro-Mobilität“ und „Karosserie-Kinematik“ am Standort Delbrück deutlich aus. Zudem wurden bedeutende Aufträge gewonnen bspw. von Vossloh-Kiepe für die Lieferung von Batterien für elektrisch angetriebene Busse sowie von einem deutschen Sportwagenhersteller für ein elektrisch angetriebenes Heckspoilersystem.

2013 im Vgl. zum Vorjahr und unseren Schätzungen

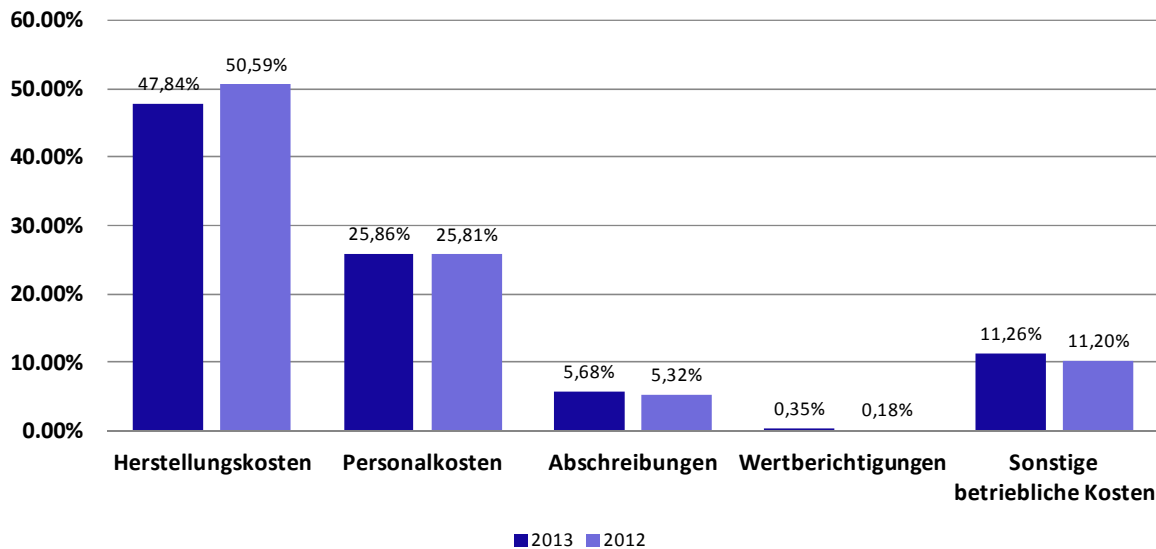
2013 im Vgl. mit Vorjahr und unseren Schätzungen

in EUR Mio.	2013	2013E	2012	2013 vs. 2013E	2013 vs. 2012
Nettoumsatz	73,88	74,95	70,45	-1,4%	4,9%
EBITDA	12,23	13,94	11,66	-12,3%	4,9%
EBITDA-Marge	16,6%	18,6%	16,6%		
EBIT	7,92	9,81	7,78	-19,2%	1,9%
EBIT-Marge	10,7%	13,1%	11,0%		
Nettoergebnis	3,95	6,15	4,64	-35,8%	-14,8%
Umsatzrendite	5,3%	8,2%	6,6%		

Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

Rentabilität

Anteil am Umsatz 2013 ggü. 2012



Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

Zwischen Januar und Dezember 2013 erreichte das EBIT der paragon einen Wert von EUR 7,9 Mio. Es lag damit 1,9% über Vorjahr, aber 19,2% unter unseren Schätzungen. Hinsichtlich Kostenstruktur wurde einerseits bei den Materialkosten infolge von Einsparungen durch direkten Einkauf von höheren Stückzahlen eine Verbesserung von 50,6% im GJ 2012 auf 47,8% verzeichnet. Andererseits stieg der Anteil der anderen Aufwendungen am Umsatz an. Das Nettoergebnis ging noch stärker zurück als das EBIT (-14,8% auf EUR 4 Mio.; KRe: EUR 6,2 Mio.), da (1) aufgrund der im GJ 2013 ausgegebenen langfristigen Anleihe im Wert von EUR 10 Mio. die Zinskosten von EUR 1,1 Mio. auf EUR 1,5 Mio. anstiegen und (2) sich der effektive Steuersatz von 30,8% auf 38,6% erhöhte.

Bilanz und Cashflow

Ende Dezember 2013 waren die größten Bilanzpositionen langfristige verzinsliche Darlehen (EUR 20,2 Mio.), Cash (EUR 17,6 Mio.) und Eigenkapital (EUR 15,9 Mio.). Nach unserer Schätzung betrug das Working Capital EUR 4,7 Mio. nach EUR -2 Mio. im Vorjahr. Bei zinstragenden Verbindlichkeiten im Wert von EUR 23,1 Mio. summierten sich die Nettoverbindlichkeiten auf insgesamt EUR 6,7 Mio. (Net gearing von 41,8%).

Aufgrund des Rückgangs beim Nettoergebnis und höherer Investitionen in das Working Capital (EUR 3,4 Mio. ggü. EUR 1,6 Mio. im Vorjahr) verringerte sich der operative Cashflow von EUR 5,8 Mio. auf EUR 5,1 Mio. Da die vollständige Übernahme der karTec GmbH cashneutral ablief, blieb der Cashflow aus Investitionstätigkeit mit EUR -4,8 Mio. unter dem Vorjahreswert von EUR -6,4 Mio. Hingegen erhöhte sich der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit infolge der Ausgabe einer langfristigen Anleihe von EUR -0,9 Mio. auf EUR 3,3 Mio. Insgesamt verbuchte die paragon im GJ 2013 einen Cashzufluss in Höhe von EUR 3,6 Mio.

5 Ausblick

Obwohl die paragon unsere Prognosen für das GJ 2013 verfehlte, stimmt uns der starke Ausblick sehr optimistisch. Aufgrund des Kapazitätsausbaus im GJ 2013 und vielversprechender Aufträge bspw. von dem weltweit größten Hersteller von elektrisch angetriebenen Bussen Vossloh Kiepe GmbH und einem deutschen Sportwagenhersteller geht das Unternehmen für das laufende Geschäftsjahr von einem Umsatzanstieg von ca. 8% sowie einer EBIT-Marge von mind. 10% aus. Wir haben unsere Schätzungen entsprechend überarbeitet, unser DCF-basiertes 12-Monats-Kursziel von EUR 20,48 bleibt jedoch unverändert. Vor dem Hintergrund der geplanten Expansion nach Nordamerika und des Geschäftsausbaus in China (die beiden größten Automärkte weltweit) bleibt die Aktie mit einem EV/EBITDA 2014E von 3,8x aus unserer Sicht klar unterbewertet.

Wir erwarten, dass der Bereich „Elektromobilität“ einen signifikanten Teil des Umsatzanstiegs im GJ 2014 beitragen wird (EUR 10 Mio.), der durch die Lieferung von Batteriepacks an Vossloh Kiepe erwirtschaftet wird. In den Folgejahren sollte eine steigende Anzahl in Nordamerika abgesetzt werden, wo die paragon in Texas und (mit einem Partner) in Mexiko bis zum GJ 2016 neue Produktionsanlagen errichten wird (KRe). Darüber hinaus erwarten wir durch die Übernahme der KarTec GmbH (Kaufpreis EUR 1 Mio.; cashneutral, da gegen Darlehen verrechnet) und weitere Aufträge von namhaften Sportwagenherstellern solide Wachstumsraten im GB „Karosserie-Kinematik“.

Umsatzschätzungen nach Geschäftsbereichen 2014E-16E

Umsatzschätzungen nach Segmenten 2014E-2016E			
in EUR Mio.	2014E	2015E	2016E
Delbrück	38,39	42,99	44,71
Veränd. ggü. Vorjahr	-17,5%	12,0%	4,0%
Anteil am Umsatz	48,1%	48,1%	48,1%
Nürnberg	32,25	36,12	37,57
Veränd. ggü. Vorjahr	40,1%	12,0%	4,0%
Anteil am Umsatz	40,4%	40,4%	40,4%
St. Georgen	9,15	10,25	10,66
Veränd. ggü. Vorjahr	110,7%	12,0%	4,0%
Anteil am Umsatz	11,5%	11,5%	11,5%
Gesamtumsatz	79,79	89,36	92,94

Source: Dr. Kalliwoda Research GmbH

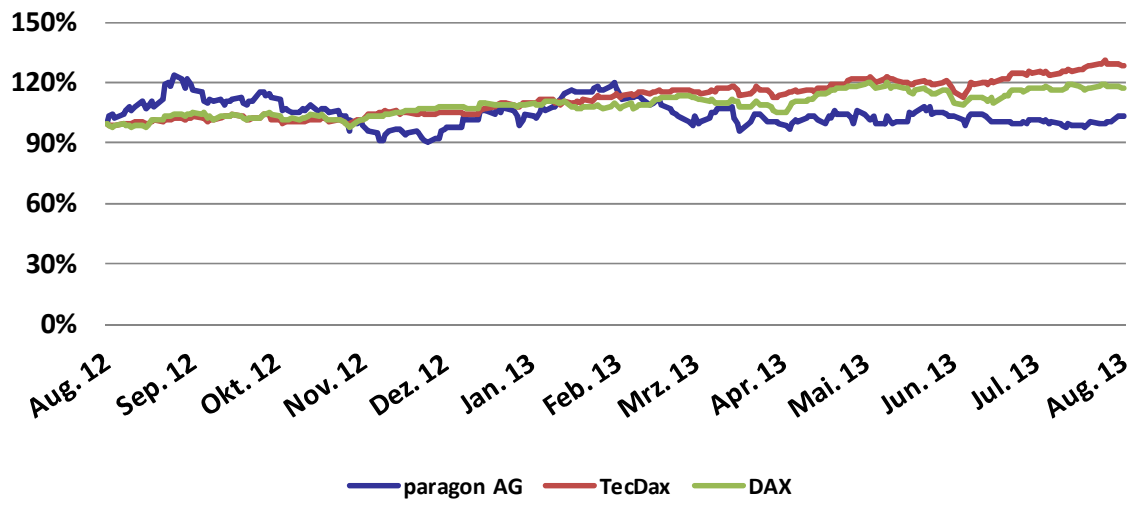
Veränderung unserer Schätzungen

Unsere Schätzungen 2014E - 2016E						
in EUR Mio.	2014E		2015E		2016E	
	alt	neu	alt	neu	alt	neu
Nettoumsatz	78,70	79,79	81,85	89,36	84,91	92,94
EBITDA	14,76	13,32	15,42	15,36	16,08	16,34
EBITDA-Marge	18,8%	16,7%	18,8%	17,2%	18,9%	17,6%
EBIT	10,42	8,67	10,91	10,15	11,40	10,92
EBIT-Marge	13,2%	10,9%	13,3%	11,4%	13,4%	11,8%
Nettoergebnis	6,61	5,06	6,99	6,13	7,37	6,71
Umsatzrendite	8,4%	6,3%	8,5%	6,9%	8,7%	7,2%

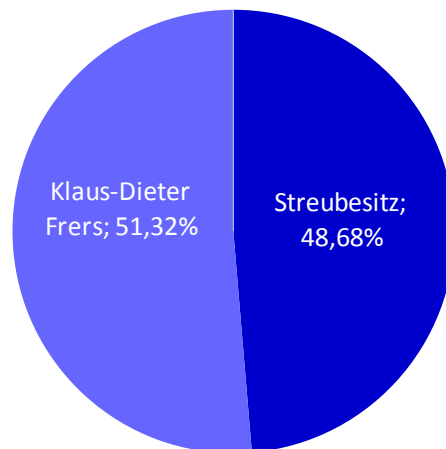
Source: Dr. Kalliwoda Research GmbH

Aktie und Aktionärsstruktur

Entwicklung des Aktienkurses



Aktionärsstruktur



6 Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung - paragon						
in EUR Mio.	Geschäftsjahr					
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Umsatzerlöse	67,06	70,45	73,88	79,79	89,36	92,94
Bestandveränderungen	0,06	0,57	0,26	0,36	0,32	0,31
Aktiviere Eigenleistungen	1,34	2,03	1,68	0,50	0,50	0,50
Gesamtleistung	68,46	73,04	75,81	80,65	90,18	93,75
Herstellungskosten	-33,67	-36,95	-36,27	-39,76	-44,37	-46,41
Rohergebnis	34,79	36,09	39,54	40,89	45,81	47,34
Sonstige betriebliche Erträge	1,86	2,02	1,10	1,12	1,14	1,16
Personalkosten	-16,72	-18,85	-19,60	-20,77	-23,14	-23,96
Abschreibungen	-4,07	-3,89	-4,31	-4,65	-5,21	-5,42
Wertminderungen	-0,11	-0,14	-0,27	0,00	0,00	0,00
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-6,94	-7,45	-8,54	-7,91	-8,46	-8,20
Betriebsergebnis	8,82	7,78	7,92	8,67	10,15	10,92
Finanzergebnis	-1,32	-1,08	-1,49	-1,44	-1,39	-1,34
Ergebnis vor Steuern (und Minderheitsanteilen)	7,50	6,70	6,43	7,23	8,76	9,58
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-2,17	-2,07	-2,49	-2,17	-2,63	-2,87
Minderheitenbeteiligungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	5,34	4,64	3,95	5,06	6,13	6,71
EPS	1,30	1,13	0,96	1,23	1,49	1,63
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Veränderung ggü. Vj.						
Umsatzerlöse	n.a	5,06%	4,87%	8,00%	12,00%	4,00%
Gesamtleistung	n.a	6,69%	3,80%	6,38%	11,82%	3,96%
Herstellungskosten	n.a	9,75%	-1,85%	9,62%	11,59%	4,59%
Rohergebnis	n.a	3,72%	9,58%	3,40%	12,04%	3,35%
Sonstige betriebliche Erträge	n.a	8,16%	-45,56%	2,00%	2,00%	2,00%
Personalkosten	n.a	12,76%	3,98%	5,97%	11,39%	3,55%
Abschreibungen	n.a	-4,50%	10,91%	8,00%	12,00%	4,00%
Wertminderungen	n.a	27,36%	98,52%	n.a	n.a	n.a
Sonstige betriebliche Aufwendungen	n.a	7,38%	14,59%	-7,35%	6,91%	-2,98%
Betriebsergebnis	n.a	-11,84%	1,88%	9,43%	17,02%	7,66%
Finanzergebnis	n.a	-18,35%	38,35%	-3,36%	-3,47%	-3,60%
Ergebnis vor Steuern (und Minderheitsanteilen)	n.a	-10,69%	-3,99%	12,39%	21,10%	9,44%
Steuern vom Einkommen und Ertrag	n.a	-4,71%	20,34%	-12,71%	21,10%	9,44%
Minderheitenbeteiligungen	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	n.a	-13,12%	-14,82%	28,19%	21,10%	9,44%
EPS	n.a	-13,12%	-14,82%	28,19%	21,10%	9,44%
DPS	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Anteil am Gesamtumsatz						
Umsatzerlöse	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
Gesamtleistung	102,10 %	103,68 %	102,62 %	101,07 %	100,91 %	100,87 %
Herstellungskosten	-50,21 %	-52,45 %	-49,09 %	-49,83 %	-49,65 %	-49,93 %
Rohergebnis	51,88 %	51,23 %	53,53 %	51,24 %	51,26 %	50,94 %
Sonstige betriebliche Erträge	2,78 %	2,86 %	1,48 %	1,40 %	1,28 %	1,25 %
Personalkosten	-24,94 %	-26,76 %	-26,54 %	-26,04 %	-25,89 %	-25,78 %
Abschreibungen	-6,07 %	-5,51 %	-5,83 %	-5,83 %	-5,83 %	-5,83 %
Wertminderungen	-0,16 %	-0,19 %	-0,36 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-10,35 %	-10,58 %	-11,56 %	-9,91 %	-9,46 %	-8,83 %
Betriebsergebnis	13,15 %	11,04 %	10,72 %	10,87 %	11,35 %	11,75 %
Finanzergebnis	-1,97 %	-1,53 %	-2,02 %	-1,80 %	-1,56 %	-1,44 %
Ergebnis vor Steuern (und Minderheitsanteilen)	11,19 %	9,51 %	8,71 %	9,06 %	9,80 %	10,31 %
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-3,23 %	-2,93 %	-3,36 %	-2,72 %	-2,94 %	-3,09 %
Minderheitenbeteiligungen	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	7,96 %	6,58 %	5,34 %	6,34 %	6,86 %	7,22 %

Dr. Kalliwoda | Research © 2014

7 Bilanz

Bilanzen - paragon						
in EUR Mio.	Geschäftsjahr					
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Aktiva						
Zahlungsmittel	15,33	14,08	17,65	18,69	20,25	23,08
Vorräte	6,87	7,31	7,47	8,19	9,14	9,56
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,49	1,79	6,04	7,17	8,77	9,88
Sonstige kurzfristigen Vermögenswerte	1,60	2,20	1,95	2,11	2,36	2,45
Summe kurzfristige Vermögenswerte	24,28	25,39	33,10	36,16	40,51	44,97
Sachanlagen	13,27	13,54	12,98	14,81	16,63	18,45
Sonstige immaterielle Vermögenswerte	3,28	4,91	5,60	6,05	6,78	7,05
Firmenwert	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstige Vermögenswerte	0,16	0,12	0,25	0,27	0,30	0,31
Aktive latente Steuern	0,43	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Summe langfristige Vermögenswerte	17,14	18,58	18,83	21,13	23,71	25,81
Aktiva	41,43	43,97	51,94	57,29	64,22	70,79
Passiva						
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	3,07	3,04	3,36	3,68	4,11	4,30
Sonstige Verbindlichkeiten	7,77	8,13	5,91	6,39	7,15	7,44
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	2,67	2,39	2,86	2,71	2,56	2,41
Rückstellungen	0,88	0,30	0,06	0,06	0,07	0,07
Kurzfristige Verbindlichkeiten	14,38	13,86	12,18	12,83	13,88	14,21
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	12,52	12,26	20,21	19,71	19,21	18,71
Sonderposten für Zuwendungen	2,71	2,09	1,50	1,54	1,63	1,60
Pensionsverpflichtungen	2,02	2,73	1,22	1,32	1,48	1,54
Passive latente Steuern	0,00	0,00	0,94	0,94	0,94	0,94
Langfristige Verbindlichkeiten	17,25	17,08	23,86	23,50	23,26	22,79
Summe Verbindlichkeiten	31,63	30,94	36,04	36,33	37,14	36,99
Summe Eigenkapital	9,80	13,03	15,89	20,95	27,08	33,79
Minderheitenanteile	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Passiva	41,43	43,97	51,94	57,29	64,22	70,79

Dr. Kalliwoda | Research © 2014

8 Kapitalflussrechnung

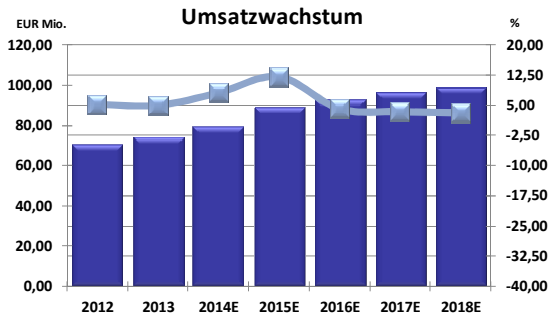
Kapitalflussrechnung - paragon						
in EUR Mio.	Geschäftsjahr					
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	5,34	4,64	3,95	5,06	6,13	6,71
Abschreibungen	4,07	3,89	4,31	4,65	5,21	5,42
Veränderung des Working Capital	1,20	-1,62	-3,42	-1,18	-1,51	-1,18
Sonstiges	-2,02	-1,10	0,27	0,00	0,01	0,00
Operativer Cashflow netto	8,58	5,80	5,10	8,54	9,84	10,95
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-3,32	-6,15	-4,81	-6,92	-7,76	-7,51
Freier Cashflow	5,26	-0,35	0,29	1,62	2,08	3,43
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-3,72	-0,90	3,27	-0,57	-0,52	-0,60
Veränderung der liquiden Mittel	1,54	-1,25	3,56	1,05	1,55	2,83
Liquide Mittel am Anfang der Periode	13,79	15,33	14,08	17,65	18,69	20,25
Liquide Mittel am Ende der Periode	15,33	14,08	17,65	18,69	20,25	23,08

Dr. Kalliwoda | Research © 2014

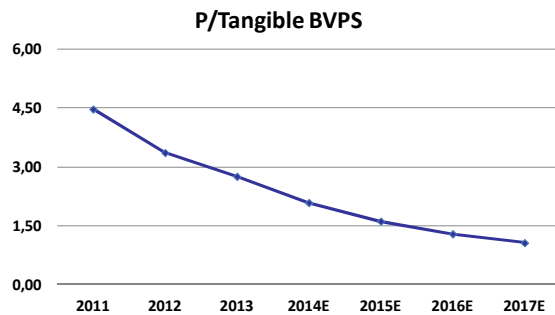
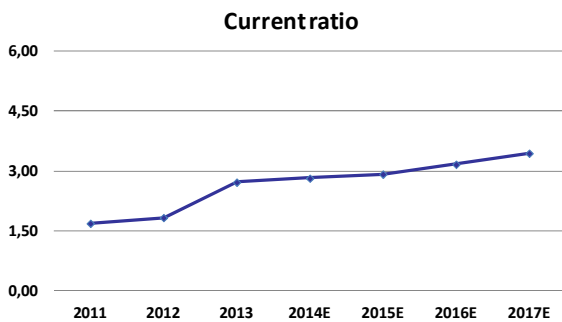
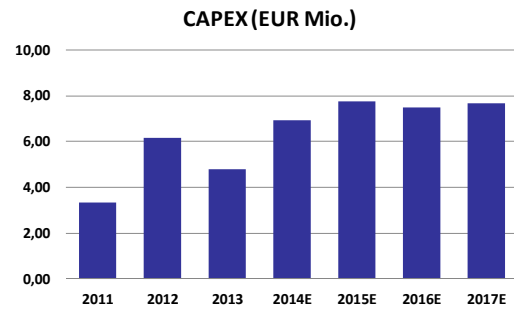
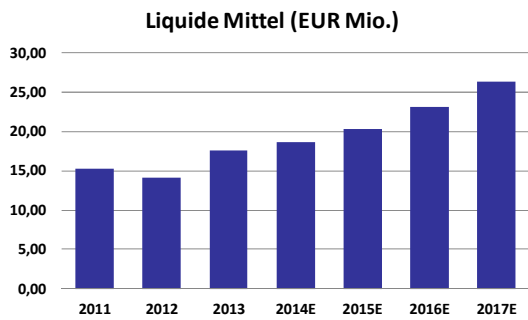
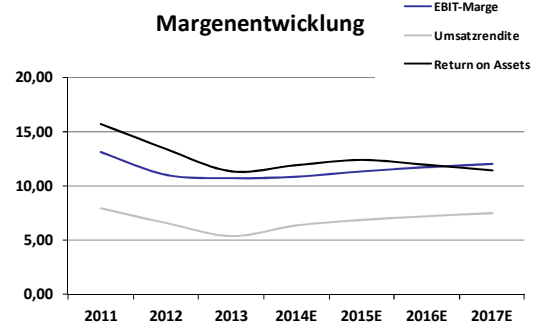
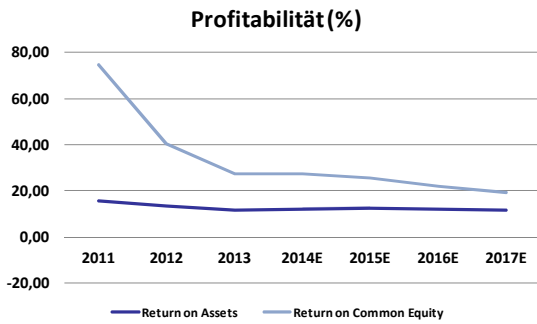
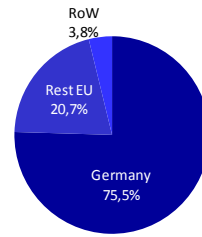
9 Finanzkennzahlen

Geschäftsjahr	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Bruttomarge	50,82%	49,41%	52,16%	50,70%	50,80%	50,50%	50,00%	50,00%
EBITDA-Marge	18,83%	15,97%	16,13%	16,52%	17,03%	17,43%	17,74%	18,04%
EBIT-Marge	12,88%	10,65%	10,45%	10,75%	11,25%	11,65%	11,95%	12,25%
Umsatzrendite	7,79%	6,35%	5,21%	6,28%	6,80%	7,16%	7,43%	7,70%
Return on equity (ROE)	74,82%	40,61%	27,30%	27,47%	25,52%	22,04%	19,24%	17,13%
Return on assets (ROA)	15,68%	13,38%	11,34%	11,90%	12,38%	11,92%	11,42%	11,01%
Return on capital employed (ROCE)	23,20%	17,87%	12,23%	13,65%	14,11%	13,51%	12,80%	12,29%
Nettoverbindlichkeiten (in EUR Mio.)	1,87	3,30	6,64	5,04	3,00	-0,43	-4,34	-7,83
Net gearing	19,12%	25,29%	41,77%	24,06%	11,06%	-1,26%	-10,58%	-16,08%
Eigenkapitalquote	23,65%	29,63%	30,60%	36,58%	42,17%	47,74%	52,70%	57,78%
Current ratio	1,69	1,83	2,72	2,82	2,92	3,17	3,44	3,69
Quick ratio	1,10	1,15	1,94	2,02	2,09	2,32	2,58	2,82
Nettozinsdeckungsgrad	6,69	7,22	5,32	6,02	7,30	8,15	8,97	9,85
Nettoverbindlichkeiten/EBITDA	0,15	0,28	0,54	0,38	0,20	-0,03	-0,25	-0,44
Tangible BVPS	2,38	3,17	3,86	5,09	6,58	8,21	9,96	11,83
Capex/Sales	-4,91%	-8,21%	-6,02%	-8,68%	-8,68%	-8,09%	-7,97%	-7,90%
Working capital/Sales	-6,85%	-2,77%	6,35%	7,35%	8,26%	9,21%	10,19%	11,10%
EV/Sales	0,75	0,72	0,68	0,63	0,56	0,54	0,53	0,51
EV/EBITDA	3,92	4,33	4,13	3,79	3,29	3,09	2,94	2,81
EV/EBIT	5,72	6,49	6,37	5,82	4,97	4,62	4,36	4,13
P/Tangible BVPS	4,47	3,36	2,76	2,09	1,62	1,30	1,07	0,90
P/E	8,21	9,45	11,10	8,66	7,15	6,53	6,09	5,71
P/FCF	8,34	-126,29	151,11	27,11	15,84	12,74	12,05	9,83

Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH



Umsatzaufteilung 2013



Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH		Arndtstr. 47 60325 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 Fax: 069-13 81 92 15 www.kalliwoda.com
Primary Research Fair Value Analysis International Roadshows		
Head: 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 Univer. of Economics), CFA Level 3 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	<u>Sectors:</u> Support Research and Quantitative Approach
Andreas Braun E-Mail: rb@kalliwoda.com	Junior-Analyst; University of Frankfurt/Main	<u>Sectors:</u> Support Research and Quantitative Approach
Michael John E-Mail: mj@kalliwoda.com	Dipl.-Ing. (Aachen)	<u>Sectors:</u> Chemicals, Chemical Engineering, Basic Metals, Renewable Energies, Laser/Physics
Rainer Koch E-Mail: rk@kalliwoda.com	Computer-Science/Dipl.-Betriebw, (Frankfurt); seasoned international Executive IT-Industry	<u>Sectors:</u> IT, IT-Services, Internet, Media, Internet, Emerging Markets
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, 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
Dario Maugeri E-Mail: dm@kalliwoda.com	Master of Science in Corporate Finance; Rotterdam School of Management norb	<u>Sectors:</u> Automotive, Technology
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
Rainer Wochele E-Mail: rw@kalliwoda.com	Bachelor of Science in Economics and Business Administration (Goethe University Frankfurt M. / Graduation Fall 2013)	<u>Junior-Analyst</u>
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



Essential information, disclosures and disclaimer

A. Essential information

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

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

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

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

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

II. Additional Information:

1. Sources of information:

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

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

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

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

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

3. Updates:

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

III. Disclosures about potential conflicts of interest:

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

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

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

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

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

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

C. Disclaimer:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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