



Independent Research

Investment Research

VDN AG



value driven network

Branche:
Industrie-Holding

Marktsegment: Amtlicher Markt

Hauptsitz:

Independent Research -
Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH
Zeppelinallee 37
60325 Frankfurt am Main

Tel.: 069/971490-0
Fax: 069/971490-90

E-Mail: info@irffm.de

Geschäftsführer:

Pierre Drach

Analyst:

Karsten Siebert / Jens Jung

Frankfurt, den 22.08.2002

Disclaimer

Dieses Dokument ist im Auftrag der hier beschriebenen Gesellschaft erstellt worden. Die Independent Research GmbH ist nicht befugt, Aussagen oder Garantien im Namen der Gesellschaft abzugeben. Insbesondere sind die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und Prognosen allein die der Autoren. Sie haben nur am heutigen Datum Gültigkeit und können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden.

DIESES DOKUMENT WIRD IHNEN AUSSCHLIESSLICH ZU IHRER INFORMATION ZUR VERFÜGUNG GESTELLT. DIESES DOKUMENT DARF WEDER ALS GANZES NOCH TEILWEISE REPRODUZIERT ODER AN EINE ANDERE PERSON WEITERVERTEILT WERDEN.

Es ist nicht auszuschließen, daß dieser Bericht noch wesentlich geändert wird. Die Independent Research GmbH hat den Inhalt dieses Dokuments nicht unabhängig geprüft. Daher wird die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen weder ausdrücklich gewährleistet noch eine solche Gewährleistung impliziert. Der Empfänger dieses Dokuments sollte sich auf diese Informationen oder Meinungen nicht verlassen. Weder die Independent Research GmbH noch die beschriebene Gesellschaft oder eine andere Person haftet für einen Schaden, der sich aus einer Verwendung dieses Dokuments oder der darin enthaltenen Angaben oder sich anderweitig in Zusammenhang damit ergibt.

DIESES DOKUMENT STELLT WEDER EIN ANGEBOT NOCH EINE EINLADUNG ZUR ZEICHNUNG ODER ZUM KAUF EINES WERTPAPIERES DAR, NOCH BILDET DIESES DOKUMENT ODER DARIN ENTHALTENE INFORMATIONEN EINE GRUNDLAGE FÜR EINE VERTRAGLICHE ODER ANDERWEITIGE VERPFLICHTUNG IRGEND-EINER ART.

**DURCH ANNAHME DIESES DOKUMENTS AKZEPTIERT DER EMPFÄNGER DIE VERBINDLICHKEIT DER VOR-
STEHENDEN BESCHRÄNKUNGEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

Disclaimer	2
Inhaltsverzeichnis.....	3
Unternehmensdaten.....	4
Zusammenfassung	5
Stärken und Chancen	6
Schwächen und Risiken.....	7
Das Unternehmen.....	8
Strategie	10
Geschäftsfelder und Marktumfeld	12
Umsatz- und Ergebnisentwicklung.....	18
Bewertung	22
Anhang.....	28

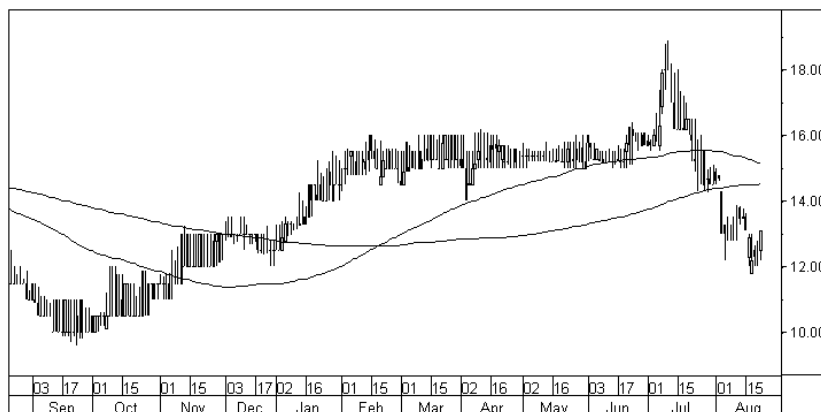
VDN

Übergewichten

Ereignis:
Aufnahme Coverage

Einschätzung:
Übergewichten

IR	3	2	-
Rating	Wachstum	Investor Relations	Konstanz



VDN Vereinigte Deutsche Nickel-Werke; 22. August 2002

Karsten Siebert / Jens Jung
Telefon: 069 / 97 14 90-0

- ⇒ **VDN hat sich durch Verschmelzungen und Übernahmen in den letzten Jahren zu einer bedeutenden Führungs- und Strategieholding entwickelt**
- ⇒ **Die Gesellschaft verfügt in der Mehrzahl der Business Units über eine sehr gute Marktposition. Konjunkturelle Schwächephase sind dadurch gut zu überstehen**
- ⇒ **Die verstärkte Kapitalmarktsprache und die geplante SMAX Aufnahme dürfte dem Unternehmen mehr Aufmerksamkeit und Investoreninteresse beschern**
- ⇒ **Im Bewertungsvergleich ist die Aktie mit einem KGV 2003e von rund 6 und einem EV/Sales 03e von 0,5 unterbewertet. Wir votieren daher mit Übergewichten und sehen ein Kursziel auf Sicht von 12-18 Monaten von 20 Euro**

VDN	Industrial			Performance				
Land	GE	GJ	31-Dez	Rel. 1 Monat	-21,60			
Aktienanzahl	10,3	www.vdn.de		Rel. 3 Monate	8,94			
Ø Tagesumsatz	6144	Letzte Dividende	0,75	Rel. 6 Monate	6,49			
WKN	645500	Marktkapt.Mio.Euro	135	Rel. 12 Monate	52,80			
Kurs	13,10	Währung	EUR	Beta	0,80			
52W Hoch	18,90	Datum	10.07.2002	CDAX	0,015%			
52W Tief	9,60	Datum	24.09.2001	CDAX Industrial	2,898%			
Aktionäre:	Michael Schröer 52,6%; Free Float 47,4%							
Beteiligungen:	Deutsche Nickel 100%; EuroCoin 100%; Hindrichs-Auffermann 50,01%; Joh. Friedrich Behrens 65,16%; RI Holding 100%;							
GJ	Umsatz	EBIT	EBT	JÜ*	EpS	KGV	EV/Umsatz 03e:	0,5
2000	647,5	67,3	45,3	10,8	1,80	8,9	EV/EBIT 03e:	6,9
2001	722,5	76,5	50,0	6,0	0,58	23,1	Div-Rendite 02e:	5,7%
2002e	805,0	52,3	29,3	15,0	1,46	9,3	CAGR Umsatz 00-03e:	8,5%
2003e	827,5	64,0	46,0	26,7	2,15	6,3	CAGR JÜ 00-03e:	35,2%
Zahlen in Mio. Euro ausser EpS, hist. KGVs auf Jahresdurchschnittskursen, * nach Anteilen Dritter								RL: HGB

Zusammenfassung

- ⇒ VDN ist eine strategische Holding, die operative Business Units in den vier Bereichen "Nonferrous Metal Technology", "Payment Systems", "Home Decoration" sowie "Fastening Systems" führt. Ferner sind in einem Bereich "Other Investments" Beteiligungen, die nicht dauerhaft zum Netzwerk gehören sollen unter dem Holdingdach zusammengefasst.
- ⇒ VDN greift bei der Führung der Business Units auf ein Wertmanagementkonzept als zentrales Instrumentarium zur Planung, Steuerung und Kontrolle zurück. Als Zielgrösse wurde für alle Einheiten eine mittelfristig zu erreichende Kapitalrendite (ROCE) von 15% vorgegeben. In zwei von vier Geschäftsbereichen wurde diese Grösse bereits nachhaltig übertroffen. Innerhalb des Konzerns zielt VDN darauf ab, über ein diversifiziertes Beteiligungsportfolio, das in unterschiedlichen Branchen tätig ist, konjunkturelle Schwankungen ausgleichen zu können.
- ⇒ VDN verfolgt die Zielsetzung, langfristig ein Beteiligungsportfolio an profitablen Unternehmen in attraktiven Märkten zu entwickeln und zu halten. Dazu wird in interessanten Märkten auch nach potenziellen Beteiligungen Ausschau gehalten, so dass der Erwerb, die Entwicklung und die Veräusserung von nicht mehr zum Konzern passenden Beteiligungen zum Geschäft zählt.
- ⇒ Die vier Konzern-Units nehmen bereits jetzt in ihren jeweiligen Märkten führende Marktpositionen ein. Der Bereich Home Decoration konnte durch gezielte Akquisitionen zum europäischen Marktführer aufgebaut werden. Im laufenden Jahr steht in diesem Geschäftsbereich noch die Restrukturierung der Akquisition und deren Integration an. Mit EuroCoin im Geschäftsbereich Payment Systems ist man bereits Weltmarktführer im Münzrondengeschäft.
- ⇒ VDN beliefert mit seinen Units klassische Industriezweige und konzentriert sich ausschliesslich auf kleine Nischenmärkte. Wir erwarten organisch kein sprunghaftes oder sich beschleunigendes Wachstum. VDN will seine Marktposition und den Umsatz stetig verbessern.
- ⇒ VDN kann mit dem diversifizierten Beteiligungsportfolio, das in unterschiedlichen Branchen tätig ist, konjunkturelle Schwankungen ausgleichen.
- ⇒ Zunächst hat VDN, nach einer Reihe von Akquisitionen, das Ziel intern durch Steigerung von Marktanteilen und Optimierung der Kostenstrukturen sowie Effizienzverbesserungen in den Holdingstrukturen zu wachsen. Dazu wird auch die neue Holdingstruktur der VDN beitragen, die den Units eine einheitliche Ausrichtung gibt und die Kapitalmarktkommunikation und die Finanzierungsfunktion übernimmt.
- ⇒ VDN weist gegenüber unserer Peer-Group einen deutlichen Bewertungsabschlag auf. Das 2003er KGV von VDN liegt bei 6 während die Vergleichsunternehmen im Durchschnitt ein KGV von 9 erreichen. Wir sehen ein Kursziel von 20 Euro auf Sicht von 12 bis 18 Monaten. Dies entspricht beim derzeitigen Aktienkurs von 13,00 Euro einem Kurspotenzial von rund 50%.

SWOT-Analyse

Stärken

- ⇒ Das Unternehmen verfügt als Holding über operative Units, die in unterschiedlichen Branchen tätig sind. Dadurch lassen sich konjunkturelle Risiken, die in Einzelbranchen bestehen, kompensieren.
- ⇒ Durch die Fusion der Unternehmensbereiche werden von der Holding Finanzierungs- und Kapitalmarktaufgaben für die Business Units wahrgenommen. Dadurch wird für das gesamte Unternehmen ein Mehrwert geschaffen.
- ⇒ Das Unternehmen verfügt mit Dr. Wolfgang Knop und Günter Franke über zwei Vorstände mit langjähriger Branchenerfahrung. In der Holding bündelt das Unternehmen lediglich M&A, Kapitalmarktkompetenz, IR sowie die Finanzierungsfunktion des Konzerns.
- ⇒ VDN zählt mit seinen Business Units in allen Kernbereichen bereits zu den marktführenden Unternehmen. Im Bereich der Münzrondenfertigung sowie mit der Herstellung einiger Produkte in anderen Business Units ist man bereits Marktführer.
- ⇒ Die VDN plant ein aktives Portfoliomanagement zu betreiben und langfristige Unternehmensbeteiligungen aufzubauen, die sich wesentlich an Kapitalrenditezielen ausrichten. Die Visibilität der Unternehmenswertsteigerungen sollte sich positiv im Aktienkurs widerspiegeln. Die Forcierung der IR-Arbeit wird zur Steigerung des Unternehmenswertes beitragen.
- ⇒ Die Business Units wurden so gegliedert, dass sich Synergieeffekte innerhalb der Netzwerke der einzelnen Business Units ergeben. Das Unternehmen verfügt über eine klare Struktur, die operativen Einheiten arbeiten voneinander unabhängig.

Schwächen

- ⇒ Die meisten Unternehmenseinheiten bewegen sich derzeit in konjunkturell schwachen Märkten. Die Sonderkonjunktur im Bereich "Payment Systems" mit der Euro-Einführung dürfte in den nächsten Jahren nachlassen.
- ⇒ Der Bereich "Other Investments" wird durch die Bauaktivitäten noch deutlich belastet. Bei der aktuell schwachen Baukonjunktur ist auf absehbare Zeit keine Änderung zu erwarten.
- ⇒ Als Grossaktionär hält Michael Schröer über 50% des Kapitals und der Stimmrechte, so dass Entscheidungen, die nur eine einfache Mehrheit erfordern, von ihm alleine getroffen werden können. Interessen von Minderheitsaktionären müssen nicht immer im Einklang mit Interessen des Grossaktionärs stehen.
- ⇒ Die VDN befindet sich noch in einer Neuausrichtung, in der neue Unternehmensbereiche integriert und umstrukturiert werden. Dies bindet jedoch keine Managementkapazitäten der Holding, da die Integration ausschliesslich den Business Unit-Leitern obliegt.

Chancen

- ⇒ Mit den vereinfachten Konzernstrukturen (eine Unternehmensebene weniger) sind Kosteneinsparungen zu erwarten, zudem werden effiziente Entscheidungsstrukturen eingeführt.
- ⇒ Als die neue VDN wird das Unternehmen am Kapitalmarkt auf mehr Interesse stossen, insbesondere mit der geplanten Aufnahme in den SMAX und der langfristigen Zielsetzung, die Aufnahme in den MDAX zu erreichen.
- ⇒ Durch die bereits erfolgten Kapitalerhöhungen in Verbindung mit der Verschmelzung der Gesellschaften ist die Aktienanzahl und der Free Float deutlich gestiegen, was einen liquideren Handel in den Papieren ermöglicht.
- ⇒ Als eine Unternehmenseinheit sollte der Zugang zum Kapitalmarkt und zur Aufnahme von Fremdkapital erleichtert sein, was die Wachstumsfinanzierung der Business Units sichert.
- ⇒ Mit der Business Unit "Payment Systems" bzw. EuroCoin konnte man mit der Euro-Einführung seine Kompetenz nachhaltig unter Beweis stellen. Dies sollte das Unternehmen für Folgeaufträge und Währungseinführungen ausserhalb Europas qualifizieren.

Risiken

- ⇒ Der in Zusammenhang mit der Euro Einführung notwendige Kapazitätsaufbau in der Business Unit Payment Systems ist intelligent erfolgt. Die Wettbewerbssituation wurde entscheidend verbessert. Gleichwohl besteht die Gefahr, dass sich das hohe Wachstum der Vorjahre nicht beibehalten lässt.
- ⇒ Das Unternehmen wird durch Preisschwankungen von Papierpreisen sowie Edelmetall- und NE-Metallen beeinflusst. Es erfolgt ein auftragsbezogenes Hedging sowie eine Weitergabe der erhöhten Preise. Es ist fraglich, ob bei einem verschärften Wettbewerb Preisänderungen immer an den Kunden weitergegeben werden können.
- ⇒ Auf die Saxonia Edelmetalle GmbH, die indirekt zu 100% zu der VDN gehört, kann die Rückzahlung von Beihilfen zukommen. Die EU-Kommission hat am 28.03.2001 beschlossen, dass Beihilfen, die missbräuchlich verwendet wurden, zurückgefordert werden. Auf die Saxonia kommt eine Rückforderung von rund 1,6 Mio. Euro zuzüglich Zinsen (ca. 0,5 Mio. Euro) zu. Saxonia hält die Forderungen für unbegründet und hat eine Nichtigkeitsklage erhoben. Eine Entscheidung über die Klage steht noch aus.
- ⇒ Gegen den Verschmelzungsbeschluss der Hindrichs-Auffermann auf die LPW wurden Anfechtungs- bzw. Nichtigkeitsklagen eingereicht. Der Vorstand hat ein Verfahren zur Feststellung der offensichtlichen Unbegründetheit eingeleitet. Der Vorstand rechnet daher mit der Eintragung der Verschmelzung vor Abschluss des Hauptverfahrens. Entscheidungen stehen jeweils noch aus.

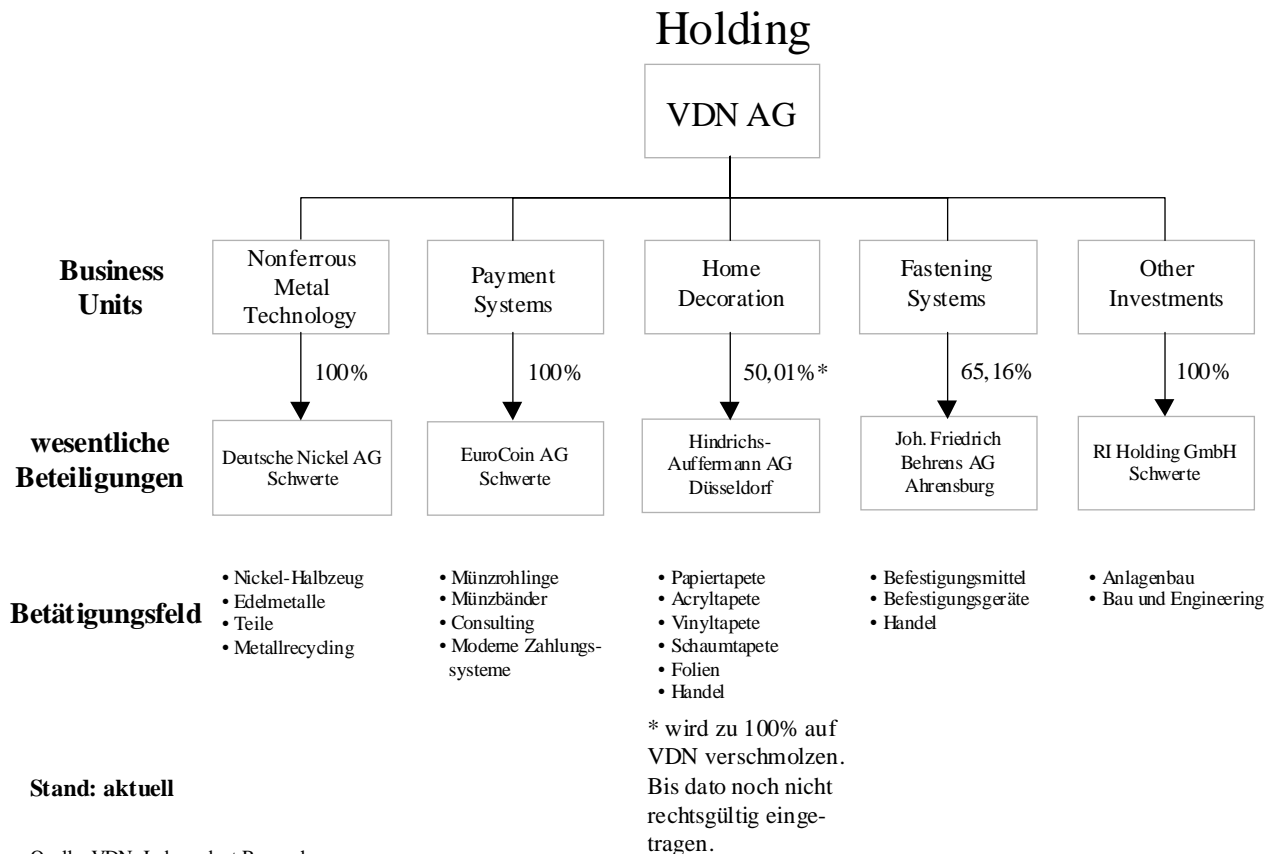
Das Unternehmen

Historische Entwicklung

Zusammenführung der Gesellschaften

VDN ist eine Strategie- und Führungsholding mit vier Business Units

Die VDN Vereinigte Deutsche Nickel-Werke AG ist eine strategische Holding, die Business Units in den vier operativen Bereichen "Nonferrous Metal Technology", "Payment Systems", "Home Decoration" sowie "Fastening Systems" führt. Des weiteren gibt es noch den Bereich "Other Investments" mit Beteiligungen, die nicht dauerhaft zum Netzwerk gehören sollen. Die VDN entstand in ihrer jetzigen Form Ende 2001 (Zusammenschluss 20.12.2001) aus der Verschmelzung als Führungsholdings strategisch gleich ausgerichteter börsennotierter Gesellschaften auf die Langbein-Pfanhauser Werke AG (LPW). Dazu zählten die DOAG Holding AG, die bisher nicht zum Konzernverbund gehörte, sowie die Langbein-Pfanhauser Werke-Tochtergesellschaft Vereinigte Deutsche Nickel-Werke AG (alt), die auf die Langbein-Pfanhauser Werke AG verschmolzen wurden. Die Langbein-Pfanhauser Werke AG wurde im Rahmen der Verschmelzungen umbenannt und hat als neue Gesellschaft den Namen VDN Vereinigte Deutsche Nickel-Werke AG angenommen. Die beabsichtigte Verschmelzung der Hindrichs-Auffermann AG konnte rechtlich noch nicht vollzogen werden, da die Klage eines Aktionärs noch anhängig ist. Auf



Die angestrebte Verschmelzung der Hindrichs-Auffermann ist rechtlich noch nicht vollzogen-operativ ist das Unternehmen bereits in den Konzern integriert

Jede Business Unit repräsentiert ein Netzwerk an Einzelunternehmen, die synergetisch zusammenarbeiten

Als Value Driven Network soll auch der Shareholder Value im Vordergrund stehen

Mehrheitsaktionär ist Michael Schröder mit über 50%

Die angestrebte Verschmelzung könnte nach Ablehnung des Einspruchsverfahrens im Herbst 2002 rechtskräftig werden

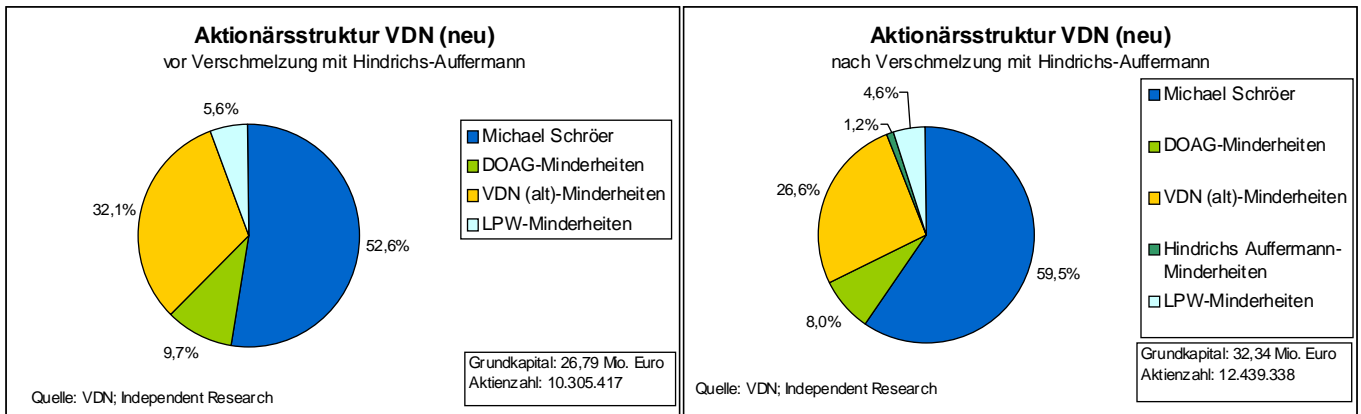
das operative Geschäft des Unternehmens und das Zusammenspiel im neuen Konzernverbund hat dies jedoch keine Auswirkung. Die Langbein-Pfanhauser Werke war bereits vor der Verschmelzung zu 61% an der Vereinigten Deutschen Nickel (alt) beteiligt, die ebenfalls als Zwischenholding für verschiedene operative Gesellschaften fungierte. Zu diesen Gesellschaften zählte u.a. die Deutsche Nickel AG, die den heutigen Geschäftsbereich "Nonferrous Metal Technology" repräsentiert sowie die daraus hervorgegangene EuroCoin AG, die mit ihren Tochtergesellschaften für den Bereich "Payment Systems" in der neuen VDN steht. Die Geschäftsbereiche wurden so getrennt, dass sich Synergien nur noch innerhalb einer Business Unit ergeben und die einzelnen Business Units unabhängig voneinander agieren. Die Hindrichs-Auffermann AG, an der die VDN bereits eine Beteiligung von 50,01% hält, ist ebenfalls eine Zwischenholding und stellt mit ihren Tochtergesellschaften nun im neuen Konzernverbund den Business-Bereich "Home Decoration" dar. Mit der DOAG wurde eine weitere Managementholding verschmolzen, die als wesentliche Beteiligung 65,16% an der Joh. Friedrich Behrens AG hielt. Die Joh. Friedrich Behrens AG bildet in den neuen Konzernstrukturen im wesentlichen den Unternehmensbereich "Fastening Systems" ab. Durch die Verschmelzung der Unternehmen wurden die Konzernstrukturen wesentlich vereinfacht. Damit ergeben sich sowohl aus Unternehmens- als auch aus Kapitalmarktsicht deutliche Vorteile. Die bisherigen Zwischenholdings, die die jeweiligen Geschäftsbereiche gebündelt haben und für deren Führung und Kapitalbeschaffung zuständig waren, entfallen. Mit der Reduzierung um eine gesellschaftliche Ebene sollten Kosteneinsparungen auftreten und effizientere Entscheidungswege implementiert werden. Mit der geänderten Steuergesetzgebung, nach der die Dividenden von Kapitalgesellschaften steuerfrei vereinnahmt werden können, sind im Gegenzug die Aufwendungen der Zwischenholdings nicht mehr gegen steuerpflichtige Erträge gegenzurechnen. Die alte Konzernstruktur der Langbein-Pfanhauser Werke AG hatte sich mit den veränderten Rahmenbedingungen überlebt. Durch den Zusammenschluss zu einer grösseren Einheit ergeben sich für die Holding bessere Möglichkeiten der Kapitalbeschaffung, was förderlich für die Wachstumsfinanzierung ist. Durch die vereinfachte Unternehmensstruktur lässt sich der Wert des Unternehmens leichter am Kapitalmarkt darstellen. Die Fungibilität, die das Unternehmen als eine Einheit hat, ist deutlich erhöht. Ein aktiverer Handel mit den Aktien der neuen Holding sollte möglich sein. VDN setzt zunehmend auf die Steigerung des Shareholder Value und präsentiert sich nun in neuer Struktur als VDN Value Driven Network.

Aktionärsstruktur

In Zusammenhang mit der Verschmelzung der VDN (alt) und der DOAG auf die LPW wurde das Grundkapital der LPW von ursprünglich 15,6 Mio. Euro auf 26,8 Mio. Euro erhöht. Die Aktienanzahl stieg von 6.000.000 auf 10.305.417 Aktien. Hauptaktionär ist Michael Schröder, der zuvor 90,38% an der LPW hielt und dessen Anteil im Rahmen der Gesellschaftsverschmelzungen auf 52,62% an der neuen Gesellschaft sank. Die restlichen 47,38% halten vormalige Minderheitsaktionäre der verschmolzenen Gesellschaften. Die angestrebte Verschmelzung mit der Hindrichs-Auffermann wurde dabei noch nicht berücksichtigt. Wenn die Verschmelzung mit der Hindrichs-Auffermann wie geplant vollzogen wird, ergibt sich folgendes Bild: Das Grundkapital der VDN (neu) erhöht sich um rund 5,5 Mio. Euro durch die Kapitalerhöhung zur Einbringung der Hindrichs-Auffermann auf 32,3 Mio. Euro. Michael Schröder ist indirekt über die LPW, die 50,01% an der Hindrichs-Auffermann hält, als auch direkt mit einem Anteil von 46,48% als weiterer Grossaktionär an dem Unternehmen beteiligt. Im Rahmen der beabsichtigten Verschmelzung der Hindrichs-Auffermann auf die VDN, wie sie sich der-

Der Free Float wird auch nach der Verschmelzung der Hindrichs-Auffermann über 40% betragen

zeit präsentiert, erhöht sich der Anteil von Michael Schröder an der neuen Gesellschaft dann wieder von derzeit 52,62% auf dann 59,54%. Die restlichen Anteile werden u.a. von den Minderheitsaktionären der Vorgängergesellschaften gehalten, von denen aber keiner mehr als 5% am neuen Unternehmen besitzen wird. 40,46% entsprechen somit dem Free Float.



Strategie

Unternehmensziele

Als primäres Ziel hat sich VDN das dauerhafte Erreichen einer hohen Rendite gesetzt, zu dem die Business Units im gleichen Maße beitragen sollen. VDN greift somit auf ein Wertmanagementkonzept als zentrales Instrumentarium zur Planung, Steuerung und Kontrolle der Business Units zurück. Als Zielgröße wurde für alle Einheiten eine mittelfristig zu erreichende Kapitalrendite (ROCE) von 15% vorgegeben. Die Konzern-Units sollen führende Marktpositionen einnehmen. Innerhalb des Konzerns zielt man darauf ab, über ein diversifiziertes Beteiligungsportfolio, das in unterschiedlichen Branchen tätig ist, konjunkturelle Schwankungen ausgleichen zu können. Dem Shareholder Value-Ansatz folgend soll der Unternehmenswert kontinuierlich gesteigert werden. Dies soll sich auch in der Dividendenpolitik widerspiegeln. Die Dividendenausschüttung soll erfolgsabhängig gestaltet werden und die Ausschüttungsquote zwischen 40 und 60% liegen.

Führungsziele und -aufgaben der Holding

Die VDN AG präsentiert sich als eine Strategie- und Führungsholding und setzt damit die Rahmenbedingungen, in denen sich die Beteiligungsunternehmen innerhalb der Business Units entwickeln können. Der Mitarbeiterstamm in der Holding wurde bewusst gering gehalten und führt aufgrund der schlanken Struktur nur zu relativ geringen Overhead-Kosten. Als Holding übernimmt die VDN mit derzeit rund 10 Mitarbeitern im wesentlichen strategische Kernaufgaben im Konzern, während sich die Business-Einheiten auf das operative Geschäft konzentrieren. Zu den Aufgaben der VDN zählt somit auch die Führungskräfteentwicklung, die in der Holding zentral angesiedelt ist. Die VDN führt

VDN strebt langfristige Beteiligungen an Unternehmen an, die das Kapitalrenditeziel von 15% erfüllen

VDN nimmt strategische Kernaufgaben für die Units wahr

Anhand von Renditevorgaben und Zielvereinbarungen werden die operativ selbständigen Units geführt

Das Beteiligungsportfolio von VDN wird hinsichtlich Investition und Desinvestition kontinuierlich überprüft

VDN weist nach der Verschmelzung eine höhere Marktkapitalisierung und einen höheren Free Float auf

VDN strebt die Aufnahme in den SMAX und langfristig in den MDAX an

die Business Units anhand von Renditevorgaben. Mit den einzelnen Geschäftsbereichen werden gemeinsam strategische Ziele entwickelt und entsprechende Zielvereinbarungen von der Holding benannt. Anhand des strategischen Controllings der Holding lässt sich der Realisierungsgrad der Zielvorgaben verfolgen und das ermöglicht der Holding bei einer Fehlentwicklung steuernd einzugreifen. Im Rahmen des Risikomanagements werden von der Holding Grundsätze erlassen, die durch das Management in den Business Units umgesetzt werden sollen. Über Steuerungs- und Kontrollsysteme wird die Messung und Kontrolle der Unternehmensrisiken vorgenommen. Zur Absicherung von Wechselkurs- und Metallpreisänderungen werden entsprechende Sicherungsinstrumente ausschliesslich von den operativen Units eingesetzt. Für das Gesamtportfolio ist das Risiko dadurch reduziert, dass die unterschiedlichen Business Units in verschiedenen Märkten agieren und das Portfolio eine ausgeglichene Struktur aufweist. Ferner ist die Holding für das Cash-Management der einzelnen Units zuständig. Finanzielle Mittel sollen nach dem Maß der Zielerreichung und dem Potenzial in dem entsprechenden Geschäftsbereich vergeben werden. Durch das zentrale Cash-Management lässt sich ein kurzfristiger Finanzbedarf innerhalb der Gruppe besser ausgleichen, als dies innerhalb eines einzelnen Geschäftsbereichs möglich wäre. Aber auch bei der Beschaffung von Eigen- oder Fremdkapital bietet der neue Konzern deutliche Vorteile gegenüber der alten Struktur. Auf Konzernebene lassen sich wesentlich bessere Konditionen bei der Aufnahme von Kapital erzielen. Damit ergeben sich für die einzelnen Business Units zusätzliche Investitionsspielräume. VDN verfolgt die Zielsetzung, langfristig ein Beteiligungsportfolio an profitablen Unternehmen in attraktiven Märkten zu entwickeln und zu halten. Dazu wird in interessanten Märkten auch nach potenziellen Beteiligungen Ausschau gehalten, so dass der Erwerb, die Entwicklung und die Veräusserung von nicht mehr zum Konzern passenden Beteiligungen zum Geschäft zählt. Das Beteiligungsportfolio soll kontinuierlich bezüglich Investitionen und Desinvestitionen überprüft werden, so dass die Gestaltung des Beteiligungsportfolios eine wesentliche Aufgabe der Holding ist. Die VDN übernimmt für die gesamte Gruppe die Kapitalmarktkommunikation, die die regelmässige Berichterstattung und Verbreitung von Unternehmensinformationen umfasst. Somit stellt VDN die Verbindung zur Financial Community dar.

Kapitalmarktziele

VDN verfolgt mit der Verschmelzung der Unternehmen im wesentlichen Kapitalmarktziele. Durch die neue Konzernstruktur wurden Anforderungen des Kapitalmarktes Rechnung getragen. Da die Zwischenholdings teils selbst börsennotiert waren, wiesen sie einen geringen Free Float auf. Mit der Verschmelzung ist eine deutlich grössere Unternehmens-einheit entstanden, die neben einem höheren Free Float von rund 40% und entsprechend höherer Liquidität in den Papieren, auch einen besseren Handel zulassen sollte. Durch die vereinfachten Konzernstrukturen lässt sich der Wert des Unternehmens leichter erfassen. Um eine kontinuierliche Steigerung des Unternehmenswertes zu erreichen, soll die Kommunikation mit der Financial Community erhöht werden. Zudem will das Unternehmen nationale und internationale Investorengruppen ansprechen. Durch die höhere Börsenkapitalisierung wird zu Beginn 2003 die Aufnahme in den SMAX und SDAX angestrebt. Um die formalen Voraussetzungen zu erfüllen, wird die Rechnungslegung im Konzern auf IAS umgestellt. Langfristig ist die Aufnahme in den MDAX geplant, was das Interesse an den Papieren weiter steigern sollte.

Geschäftsfelder und Marktumfeld

Positionierung

VDN strebt mit seinen Business Units jeweils führende Marktpositionen an

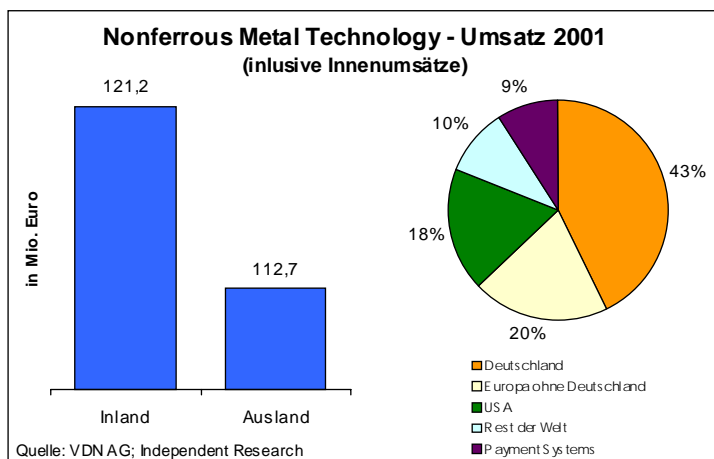
VDN zielt darauf ab, mit seinen vier Business Units führende Positionen am Markt zu erlangen, sofern dies noch nicht realisiert wurde. In einigen Bereichen, wie in der Business Unit Payment Systems zählt man bereits zu den weltweit führenden Anbietern. Auch der Bereich Home Decoration konnte durch strategische Akquisitionen zum europäischen Marktführer entwickelt werden. Die Verbesserung der Marktposition zählt zu den wesentlichen Aufgaben.

Business Unit Nonferrous Metal Technology

Die Unternehmenseinheit stellt hauptsächlich Halbzeugprodukte aus Nickel her

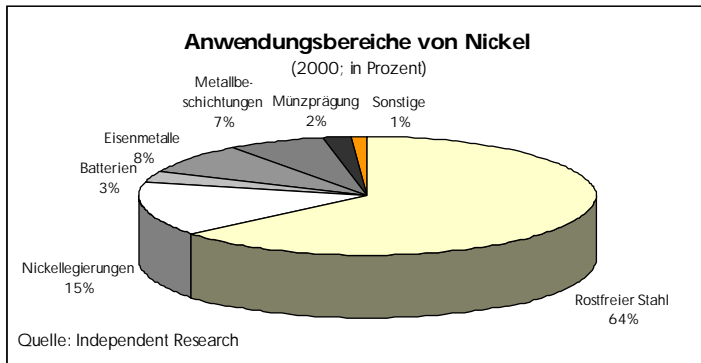
Der Bereich Nonferrous Metal Technology wird im wesentlichen durch die Deutsche Nickel AG mit ihren Tochtergesellschaften repräsentiert. Das Beschäftigungsfeld liegt hauptsächlich in der Herstellung von Halbzeugprodukten, wie Bänder, Stangen und Drähten aus Nickel und Nickellegierungen. Diese Vorprodukte werden zahlreichen Industriezweigen zur Weiterverarbeitung geliefert. Im Geschäftsbereich Teile werden in einer verlängerten Wertschöpfungskette aber auch weiterführende Teile bzw. Komponenten wie Maskenträgerstifte, sogenannte Pins, oder Anoden produziert, die im wesentlichen zur Produktion von Bildröhren verwendet werden. Im Bereich des Edelmetallgeschäfts werden durch thermische und nasschemische Recycling-Prozesse Edelmetalle, hauptsächlich Silber, Gold und Platin zurückgewonnen und weiterverarbeitet und zum Preis der Londoner Metallbörse weiterverkauft. Hergestellte Edelmetallsalze werden u.a. von der Fo-

toindustrie nachgefragt, während die anderen Produkte hauptsächlich in der Elektro- bzw. Elektronikindustrie, der Optikindustrie, der Automobil- und Automobilzulieferindustrie sowie der Fernsehindustrie eingesetzt werden. Zum Jahresende 2001 waren in der Business Unit 628 Mitarbeiter beschäftigt, von denen 32 im Ausland arbeiten. Der Weltverbrauch von Nickel fiel im Jahr 2001 auf 1,1 Mio. t. Die International Nickel Study Group erwartet für 2002 einen Anstieg insbesondere in den westlichen Industriestaaten auf 1,18 Mio. t (+6,7%). Der Schätzung liegt jedoch die Annahme zugrunde, dass sich die weltwirtschaftliche Konjunktur 2002 erholt. Wir rechnen damit, dass sich im Zuge des höheren Verbrauchs auch der Absatz an Nickelprodukten zulegen wird. Der Markt für Nickelprodukte wird in Europa wesentlich durch Tochter-



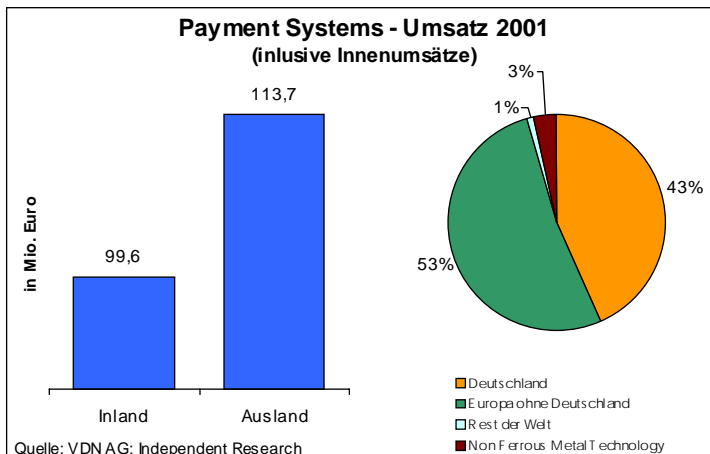
Als konzernunabhängiger Anbieter erhält die Business Unit Zugang zu Kunden, die anderen Anbietern verwehrt bleibt

unternehmen von einigen Grosskonzernen besetzt. Zu den Wettbewerbern zählen u.a. ThyssenKrupp VDM oder die Imphy des französischen Konzerns Arcelor. Als konzernunabhängiges Unternehmen hat die VDN mit ihrer Business Unit die Möglichkeit, Kundenkreise zu bedienen, die für konzerngebundene Unternehmen verschlossen bleiben. Ausserhalb Europas weist der Markt sehr heterogene Strukturen auf, die Eintrittsbarrieren für neue Mitbewerber sind aber recht hoch. Rund die Hälfte (51,8%) der Umsätze er-



zielte die Business Unit 2001 in Deutschland. Von den auf das Ausland entfallenden 48,2% wurden rund 20% in den USA und gut 10% in Asien umgesetzt, die verbleibenden Umsatzanteile entfallen auf den europäischen Raum ohne Deutschland. Der Hauptabnehmerkreis der Produkte ist die Elektro- und Elektronikindustrie, vor der Optikindustrie und der Automobil- und Automobilzuliefererindustrie. Eine Darstellung der Anwendungsbereiche von Nickelprodukten haben wir beigefügt. Laut des Zentralverbandes Elektrotechnik- und Elektronikindustrie (ZVEI) verzeichnete die Branche einen Umsatzrückgang von 8% im 1. Quartal 2002 gegenüber dem Vorjahr. Bei einigen Produkten wie Optikdraht, Glaseinschmelzlegierungen

und Zündkerzendraht konnte VDN bzw. die Deutsche Nickel bereits zum führenden nationalen und internationalen Lieferanten werden. Mit der Business Unit Nonferrous Metal Technology wurde die Fokussierung auf spezielle Nickelhalbzeuge und das Edelmetallrecycling abgeschlossen. Dezentrale Einheiten für die Entwicklung, die Produktion und den Vertrieb wurden geschaffen. Insgesamt wurde der Kontakt zu den Kunden intensiviert, was zu gemeinsamen Anwendungsentwicklungen führte. Eine Erhöhung der Entwicklungsquote und eine grössere Produktpalette, die genauer auf den Kunden abgestimmt ist, wird angestrebt. VDN konzentriert sich auf den wachsenden Bereich von hochwertigen Nickelprodukten in Nischen. Damit will man die Marktposition ausbauen und die Produktionskapazitäten steigern.



Business Unit Payment Systems

Für den Bereich Payment Systems steht die EuroCoin AG mit ihren Tochtergesellschaften. In diesem Bereich werden hauptsächlich Münzrohlinge (Ronden) und Münzbänder hergestellt. EuroCoin ist der grösste Lieferant von Euromünzrohlingen in Europa. Aber auch die Münzentwertung, die mit transportablen Geräten vor Ort beim Kunden erfolgt, spielt eine wichtige Rolle. Entwertete Münzen werden recycelt und erneut als Rohstoff eingesetzt. Im Bereich Payment Systems ist auch ein Consulting-Bereich integriert, der sich um die Vermarktung und Beratung bei der Einführung neuer Münzsysteme und den damit verbundenen Aufgaben widmet. Diese Consultingdienstleistungen können u.a. aufstrebenden

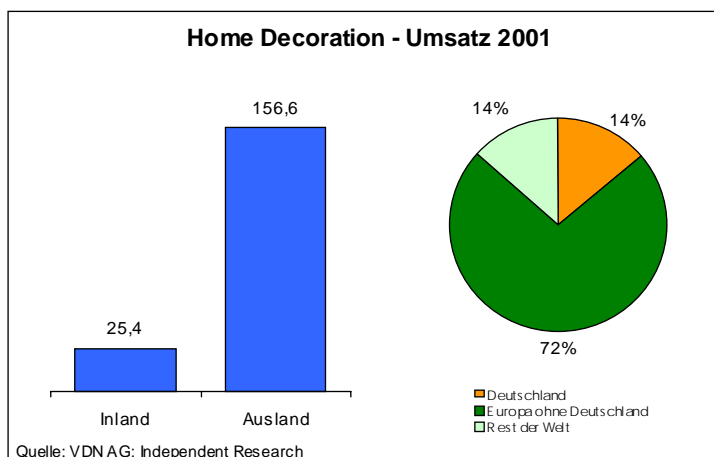
Staaten, deren Gründung noch nicht solange zurückliegt und die somit noch Defizite in ihrem Münzsystem aufweisen, angeboten werden. Ferner befindet sich der Bereich Non-Cash im Aufbau, in den moderne Zahlungssysteme über Smartcards, E-Cash oder Micropayments fallen. Ein weiteres Geschäftsfeld ist die Oberflächentechnologie, bei der Handy- und Computerstecker bearbeitet werden. Zum Jahresende waren in der Business Unit 650 Mitarbeiter beschäftigt, von denen 91 im Ausland arbeiteten. Das Marktumfeld für die Entwicklung und Produktion von Münzrohlingen ist relativ stabil. Das Wettbewerbsumfeld unterliegt wenigen Veränderungen, da es relativ hohe Markteintrittsbarrieren gibt. Wettbewerber sind u.a. ThyssenKrupp VDM, die britische Royal Mint und die koreanische Poongsan. Zu den Kunden zählen im Regelfall staatliche In-

Die Business Unit Payment Systems produziert schwerpunktmässig Münzronden

Bei der Herstellung von Münzronden ist man klarer Weltmarktführer

stitutionen wie Prägeanstalten oder Finanzministerien. EuroCoin konnte von den bisher erteilten Euro-Produktionsaufträgen mehr als 40% bei internationalen Ausschreibungen gewinnen und ist damit der grösste Lieferant von Euromünzronden in Europa. Nahezu jede zweite Euromünze wurde innerhalb dieser Business Unit produziert. EuroCoin ist mit seinen Beteiligungen in der Lage, als einziges Unternehmen am Markt, sämtliche weltweit nachgefragten Rondenlegierungen herzustellen. Somit ist EuroCoin aus unserer Sicht eindeutiger Technologieführer und nimmt bei der Herstellung von Münzronden als Weltmarktführer eine deutliche Spitzenposition ein. Neben der Erstausrüstung mit Euromünzen konnten bereits Ergänzungsaufträge gewonnen werden. Ferner ist in Zukunft mit Ersatzbedarf zu rechnen. Nach bisherigen Erfahrungen ist davon auszugehen, dass ca. 18 bis 20% p.a. des Euromünzbestands ersetzt bzw. ergänzt werden müssen. Mittelfristig ist mit der Osterweiterung der Europäischen Union sowie dem möglichen Beitritt von Grossbritannien zu rechnen. Erste grössere Projekte laufen bereits ausserhalb der Eurozone. Die weitere internationale Expansion soll u.a. auch nach Südamerika vorangetrieben werden, um dortige Marktpotenziale zu nutzen. Das Unternehmen verfügt über ein globales Vertriebsnetz mit Vertriebsstützpunkten neben Deutschland in Spanien, Finnland sowie Malaysia. Zum Aufbau der ausländischen Vertriebsstützpunkte wurden Joint Ventures gegründet. Neben der Rondenproduktion spielt im Cash-Bereich der Business Unit auch die Münzentwertung eine Rolle, die besonders im Rahmen der Euro-Einführung verstärkt zum Einsatz kam. Im non-cash-Bereich will man sich auf Basis der Kompetenz im Münzbereich, in dem man auch Consulting rund um den Zahlungsverkehr anbietet, auch auf dem Wachstumsmarkt für bargeldlosen Zahlungsverkehr engagieren. Dazu soll künftig auch die Herstellung von Banknoten und Kreditkarten zählen. Ferner will man sich an Lösungen für den elektronischen Zahlungsverkehr beteiligen. Damit deckt das Unternehmen den gesamten Bereich Payment Systems ab. Die Sonderkonjunktur in Bezug auf die Euro-Einführung dürfte aber zunächst abebben, da zumindest der Beitritt neuer Mitgliedsstaaten noch auf sich warten lässt.

Man versucht sich zunehmend ausserhalb Europas zu positionieren und den Bereich des Zahlungsverkehrs auch im non-cash-Bereich zu bedienen



Business Unit Home Decoration

Der Bereich Home Decoration umfasst im wesentlichen die Herstellung und den Vertrieb von Wohndekor, insbesondere von Tapeten, selbstklebenden Bordüren und Folien, Stoffe, Vorhänge sowie Tisch- und Platzdecken. Tapeten werden unter anderem unter den Markennamen "Venilia" und "Abélia" im Handel angeboten. Der Bereich Home Decoration wird durch die Hindrichs-Auffermann dargestellt, an der die VDN mehrheitlich beteiligt ist. In 1997 wurde die Neuausrichtung der Hindrichs-Auffermann hin zum Bereich Home Decoration vollzogen. Die anfangs auf die Entwicklung, die Herstellung und den Vertrieb von Tapeten spezialisierte Unternehmenseinheit weitete ihr Geschäftsfeld zunehmend über einige Unternehmens-

akquisitionen, wie zuletzt mit der Alkor-Venilia-Gruppe (Ende 2001), auf Dekorationen für den Wohnbereich aus. Der Aufbau der Unternehmenseinheit ist weitestgehend abgeschlossen. Man verfügt über eigene Produktionsmöglichkeiten, die das Geschäftsfeld abdecken, sowie über ein europaweites Vertriebsnetz. Der Geschäftsbereich Home Decoration ist nach Produktions- und Vertriebsgesellschaften gegliedert. In der Business Unit waren zum Jahresende 2001 mit 1.779 Mitarbeiter beschäftigt, von denen 1.462 im Ausland arbeiteten.

Mit Home Decoration ist man im Bereich Wohndekor tätig, zudem wesentlich die Tapetenproduktion zählt

Mit dem Zukauf der Alkor-Venilia-Gruppe Ende 2001 wurde der europaweite Marktführer für selbstklebende Dekorationsfolien, Tisch- und Platzdecken in die Business Unit integriert. Damit erweitert der Bereich Home Decoration sein Angebotsspektrum mehr von Tapeten hin zu Wohndekorprodukten. Über Akquisitionen verfügt die Business Unit über ein komplettes Produktportfolio. Kleinere deutsche Wettbewerber, darunter die börsennotierte A.S. Création Tapeten AG, sind nur in Teilbereichen des Home Decor Segments aktiv. Die operativen Einheiten müssen in der Business Unit zusammengeführt werden. Auf der Handelsseite hält der Konsolidierungsprozess weiter an. Eine zunehmende Internationalisierung der Unternehmen ist festzustellen. Rund 20 Handelsketten erwirtschaften gut die Hälfte der Gesamtumsätze in dieser Branche. Der Grossteil der Umsätze der Businessunit werden über den Gross- bzw. Einzelhandel sowie über Bau- und Möbelmärkte erzielt. Die Business Unit erzielt den Umsatz mit fünf bis sechs Baumarkt- und Einzelhandelsketten, zu denen u.a. auch der Metro-Konzern zählt. Bei den Herstellern zeigt sich ein heterogenes vorwiegend durch mittelständische Unternehmen geprägtes Bild. Wir erwarten aber auch in diesem Bereich mittelfristig eine fortschreitende Konsolidierung. Der VDN Bereich Home Decoration verfügt dagegen untypisch gruppenweit über 7 Produktions- und 20 Vertriebsgesellschaften. Ferner ist geplant, soweit dies noch nicht umgesetzt ist, in den Kernmärkten je Land eine Vertriebs-tochtergesellschaft aufzubauen. Die entscheidenden Mitbewerber agieren zumeist aus ihren Heimatmärkten und richten sich zumeist auf einen Exportmarkt aus. Mit der internationalen Ausrichtung bei der Produktion und im Vertrieb hat die Business Unit ein Alleinstellungsmerkmal gegenüber dem Wettbewerb, was sich langfristig in Bezug auf den Kontakt zu bereits international agierenden Handelsketten positiv auswirken sollte. Aufgrund der geringen Markenbedeutung zielt die Strategie dieses Geschäftsbereichs auf die Ausnutzung von Skaleneffekten in der Produktion und die Angebotsstärke eines Komplettsortimentes gegenüber den Hauptabnehmern, den in einem oligopolistischen Markt agierenden Baumarktketten. Inklusiv der Alkor-Venilia-Gruppe erreicht der Home Decoration-Bereich in Westeuropa eine marktführende Stellung (Umsatz 2001: zusammen annähernd 300 Mio. Euro) und befindet sich weltweit nach der amerikanischen Imperial Home Decor-Gruppe auf dem zweiten Platz. Als weitere Wettbewerber folgen mit deutlichem Abstand die A.S. Création, die deutsche Rasch sowie die englische Graham & Brown. In Deutschland liegt der Marktanteil der Business Unit Home Decoration bei 14%, in Frankreich bei 29%, in Grossbritannien bei 15% sowie in den Niederlanden und Belgien bei rund 50%. Insgesamt gehen unternehmens-

Umsatzvolumen großer Tapetenhersteller 2002

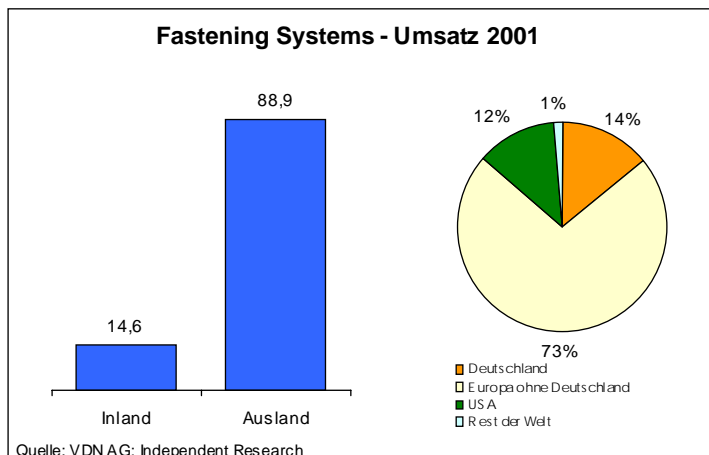
Imperial Home Decor Group (USA)	400 Mio. Euro
Hindrichs Auffermann AG (Deutschland)	295 Mio. Euro
A.S. Création (Deutschland)	120 Mio. Euro
Rasch GmbH & Co. KG (Deutschland)	100 Mio. Euro
Graham & Brown (England)	90 Mio. Euro
Norwall Group (Kanada)	55 Mio. Euro

Quelle: Independent Research eigene Schätzungen

Durch Akquisitionen ist das Unternehmen zum Marktführer in Westeuropa und weltweit zur Nr. 2 geworden

eigene Schätzungen von einem Marktvolumen von 2,5 Mrd. Euro in Westeuropa und von 2 Mrd. Euro in den USA aus. 86% der Umsätze (ohne Alkor-Venilia) wurden in 2001 ausserhalb von Deutschland umgesetzt. Hierdurch ist VDN nicht von dem schwachen inländischen Konsum und der negativen inländischen Bauentwicklung abhängig. In Deutschland ist die Sommerkonjunktur im Bau ausgeblieben, dazu haben u.a. auch Streiks in der Branche beigetragen. Laut Hauptverband der Deutschen Bauindustrie ist in den ersten vier Monaten in 2002 die Zahl der genehmigten Neubauwohnungen in Deutschland um 5,8% gesunken. Positive Impulse sind jedoch durch die notwendigen Ersatzinvestitionen, die durch die Flutkatastrophe in Ostdeutschland verursacht wurden, zu erwarten. Rund 90% der in Deutschland verkauften Tapeten wird für die Renovierung verwendet, was die Business Unit somit deutlich mehr vom Konsum als von der Baubranche

abhängig macht. Im 1. Quartal stiegen die privaten Konsumausgaben laut Statistischem Bundesamt um 0,8% gegenüber dem Vorjahresquartal. Für das laufende Jahr wurde nach früheren Angaben bei den privaten Konsumausgaben jedoch nur mit einem Nullwachstum gerechnet. Für 2003 geht man wieder von einem Anstieg um 1,8% aus.



Business Unit Fastening Systems

Durch die Verschmelzung mit der DOAG, die 65,16% an der Joh. Friedrich Behrens AG hielt, gehört dieser Unternehmensteil nun auch zur neuen VDN und repräsentiert den Geschäftsbereich Fastening Systems. Die Joh. Friedrich Behrens AG (BeA) ist auf die Herstellung von Befestigungssystemen für die Holz verarbeitende Industrie spezialisiert. Zu den Produkten gehören magazinierte Nägel und Klammern sowie sonstige Produkte, die zur Verbindung von Holz mit Holz verwendet werden. Die BeA liefert die dazugehörigen Druckluftgeräte zur Verarbeitung ebenso wie sonstige Produkte, die in Zusammenhang mit befestigungstechnischen Anwendungen stehen. Hierzu können u.a. Schmelzklebesysteme, Bau- und Möbel-

In dieser Business Unit werden Befestigungssysteme produziert und vertrieben

Regional ist der Markt stark fragmentiert

Die Marktkonsolidierung der Hersteller hält weiter an

beschläge oder Rahmenheftanlagen gehören. Zum Jahresende 2001 waren in der Business Unit 672 Mitarbeiter beschäftigt, von denen 434 im Ausland arbeiteten. Steigen die Personalkosten in der Produktion deutlich an, prüft die Business Unit sofort die Möglichkeit der Verlagerung der Produktion ins Ausland. Bisher verfügt das Unternehmen über ausländische Produktionsstätten in Tschechien und Polen.

Die Business Unit ist mit ihren Produkten, die im wesentlichen aus Nägeln, Klammern und aus den für die Verarbeitung dazugehörigen Druckluftgeräten bestehen, ein klassischer Industrielieferer des Holzverarbeitenden Gewerbes. Als Wettbewerber im Gerätegeschäft für Gewerbe- und Industriekunden treten in Europa vorwiegend mittelständische Nischenanbieter wie Bostitch, Haubold, Paslode, Holzherr oder Prebena auf dem Markt auf. Dies führt zu einer starken regionalisierten Marktstruktur. Die Marktmacht einzelner Anbieter ist begrenzt. Insbesondere das Klammerngeschäft ist aufgrund seiner hohen Transportkostenanteile weltweit sehr regional strukturiert. Mit der Business Unit ist man nach Unternehmenseinschätzungen im Bereich der Klammersysteme marktführend in Europa und konnte mit den Nagelsystemen in die Spitzengruppe aufsteigen. Insgesamt bündelt BeA jedoch nur einen Marktanteil in Europa von rund 15% auf sich. Wir gehen davon aus, dass aufgrund der sehr differenzierten Abnehmerstruktur kein großer Marktteilnehmer mehr als 20% des Gesamtmarktes auf sich vereint. Aufgrund der vielen speziellen Nischen handelt es sich um ein sehr serviceorientiertes Geschäft. Die Marktkonsolidierung bei den Herstellern hält weiter an, zumal sich die Produkte nicht mehr wesentlich unterscheiden. Preis und Service werden zunehmend zum Entscheidungskriterium. Der Bereich Fastening Systems setzt daher auf seinen Kundenservice und innovative Produkte bzw. Systemlösungen. Zu den Kunden zählt im wesentlichen die Möbel- und Verpackungsindustrie, Befestigungssysteme werden aber auch im Fertighausbau eingesetzt. Industrielle Kunden der Business Unit werden vom Aussendienst betreut, wohingegen Handwerk- und Gewerbebetriebe über ein Grosshändlernetz versorgt werden. In Deutschland wurden von den in 2001 in der Business Unit umgesetzten 103,5 Mio. Euro rund 14% abgesetzt. Auf den Rest von Europa entfielen 72% und auf die USA 12%. Knapp 1,5% wurden im Rest der Welt verkauft. Die schwache Konjunktur spiegelt sich aber auch in diesem Segment wider. Die Produktionsleistung ist deutlich zurückgegan-

Besonders die Möbel- und Bauindustrie, als Abnehmer der Produkte, befinden sich in einer anhaltenden Krise

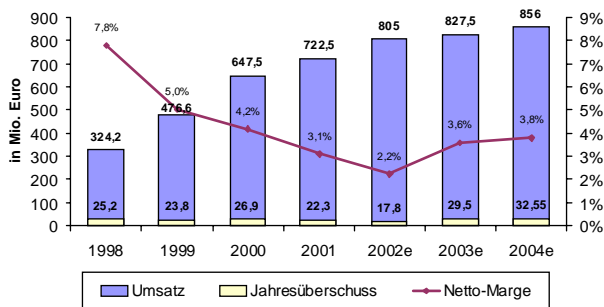
gen. Der westeuropäische Markt für Befestigungsprodukte ist generell zurückgegangen. Man geht davon aus, dass sich das Marktvolumen im vergangenen Jahr in Deutschland um mehr als 15% reduziert hat. In Osteuropa sind die Märkte hingegen gewachsen. Die Business Unit bedient Branchen, die sehr unter einer Konjunkturschwäche leiden. Die Möbelindustrie in Deutschland verzeichnete im ersten Quartal 2002 laut Statistischem Bundesamt einen Umsatzrückgang von 11% gegenüber dem Vorjahr und befindet sich mit Kurzarbeit, Betriebsschließungen und Insolvenzen in einer der schwierigsten Phasen seit 10 Jahren. Die Baugenehmigungen für Wohngebäude konnten nach Angaben des Zentralverband des Deutschen Baugewerbes (ZDB) im 1. Quartal 2002 in Westdeutschland seit langem wieder leicht anziehen, während sich in Ostdeutschland die Abschwächung fortsetzt. Mit einem Rückgang beim Auftragseingang von -1,4% im westdeutschen und -3,7% im ostdeutschen Baugewerbe sieht der Verband einen verhältnismässig günstigen Auftakt in das Baujahr 2002. Die Abnehmerbranchen der Produkte kämpfen alle noch nachhaltig mit konjunkturellen Problemen. Eine deutliche Entspannung der Lage ist derzeit nicht zu sehen. In einem rückläufigen Gesamtmarkt konnte die Business Unit nach Unternehmensberechnungen in 2001 den Marktanteil im Kernmarkt Europa weiter ausbauen. Die schwache Marktentwicklung hat sich 2002 tendenziell eher noch verstärkt. Aus unserer Sicht könnte BeA durch die Rückendeckung des Konzerns als Gewinner aus der Marktberreinigung hervorgehen. BeA fehlt derzeit im Markt jedoch die in den letzten Jahren stark gewachsene Komponente der Verschraubungstechnik bei Befestigungen. Diese fehlende strategische Option sollte die Konzernbeteiligung aus unserer Sicht in den nächsten Jahren beseitigen.

Other Investments

Unter Other Investments sind Aktivitäten gebündelt, die nicht zu den Kernaktivitäten zählen

Im Bereich Other Investments ist die VDN in den Randaktivitäten Anlagenbau sowie Bau und Engineering tätig. Diese Geschäftsaktivitäten stehen zum Teil zum Verkauf oder werden dahin gehend überprüft, ob sie einem anderen Verwendungszweck zugeführt werden können. Im einzelnen sind das die Gesellschaften RI Holding GmbH, die Dachgesellschaft für die RI Wohnungsbau Schröer GmbH (RI) ist. RI ist im Geschäftsfeld Bau und Engineering tätig. Dazu zählt u.a. der Erwerb von Grundstücken, der Verkauf von Gebäuden, die Durchführung von Ingenieur- und Architektendienstleistungen sowie Verwaltung und Baubetreuung. Restrukturierungsmaßnahmen führten in 2001 zu Belastungen im Konzernergebnis. Zu den "Other Investments" zählt auch die Langbein Pfanhauser Werke GmbH, die als Holding die Beteiligung an der LPW Blasberg (Anlagenbau) hält und deren Verkauf geplant ist sowie die VDN Gastronomieservice GmbH, die an der zum 01.06.2002 verkauften Burmeister & Thelen (Geschenkartikel) beteiligt war. Über die DOAG ist eine Minderheitsbeteiligung an der Peerless Metal Powders & Abrasives hinzugekommen, die im Bereich der Oberflächentechnologie tätig ist.

Umsatz- und Jahresüberschussentwicklung im Konzern vor Anteilen Dritter

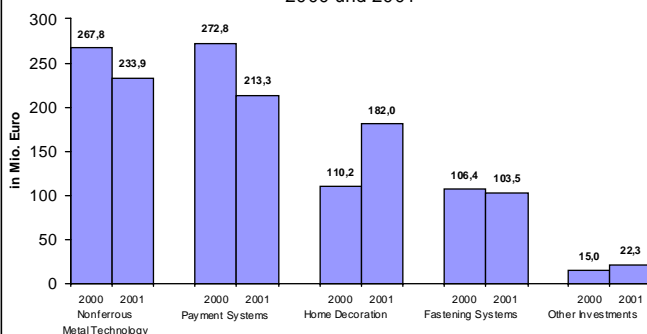


Quelle: VDN; Independent Research

Umsatz- und Ergebnisentwicklung

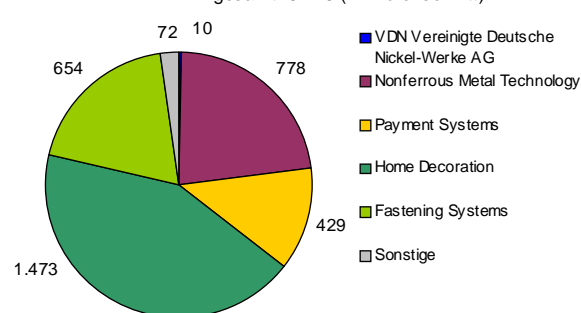
Die VDN konnte den konsolidierten Umsatz im Geschäftsjahr 2001 um 11,6% auf 722,5 (647,5) Mio. Euro steigern. Wesentlich zum Umsatzanstieg hat die Hinzunahme des neuen Geschäftsbereichs Fastening Systems sowie der Umsatzanstieg im Bereich Home Decoration geführt. Bis auf die RI Holding wurden die Umsatzbeiträge der Other Investments ebensowenig erfasst, wie die im Dezember 2001 akquirierte Alkor/Venilia-Gruppe, die in 2001 einen Umsatz von rund 120 Mio. Euro erzielte und mittlerweile dem Bereich Home Decoration zuzuordnen ist. Sonstige betriebliche Erträge in Höhe von 42,8 (36,1) Mio. Euro erzielte die VDN in 2001 zu grossen Teilen mit dem Verkauf der Anteile an der Cova Products (UK, USA) für 25,4 Mio. Euro. Die Gesamtleistung im Konzern stieg um 1,4% und belief sich unter Berücksichtigung der sonstigen betrieblichen Erträge, der Bestandsveränderung und der aktivierten Eigenleistungen auf 712,8 (703,0) Mio. Euro. Das EBITDA im Konzern stieg um 18,5% auf 102,0 (86,1) Mio. Euro. Das EBIT legte um 15,5% zu und erreichte 77,7 (67,3) Mio. Euro. Die EBIT-Marge vom Umsatz erhöhte sich auf 10,8% (10,4%). Belastet wurde das Ergebnis durch ausserordentliche Aufwendungen von 21,3 (13,3) Mio. Euro, die im wesentlichen auf Wertberichtigungen auf das Vorratsvermögen der RI Wohnungsbau Schröder entfielen sowie Restrukturierungskosten bei Bau- & Engineering und Home Decoration sowie Kosten im Zusammenhang mit der Aufgabe von Geschäftsfeldern, wie dem Kupfer- und Messinghandel in den USA und der Aufgabe des Geschenkartikelbereichs. Das EBT reduzierte sich somit um 10,1% auf 28,8 (32,0) Mio. Euro. Der ausgewiesene Jahresüberschuss lag um 17,0% niedriger bei 22,3 (26,9) Mio. Euro. Hierin enthalten ist jedoch noch der Gewinnanteil anderer Gesellschafter von 16,3 (16,0) Mio. Euro, der zum grössten Teil auf Anteilseigner der Hindrichs-Auffermann (Home Decoration) entfällt, da diese noch nicht auf die VDN verschmolzen ist und der VDN-Anteil zum Jahresabschluss somit nur bei 50,01% lag. Der Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter erreichte im Geschäftsjahr 2001 somit 6,0 (10,8) Mio. Euro. Auf Basis dieses Jahresergebnisses ergibt sich bei einer Aktienanzahl von 10.305.417 (6.000.000) ein Ergebnis je Aktie von 0,58 (1,80) Euro. Vom Unternehmen wurde ein um Sondereffekte bereinigtes Ergebnis je Aktie von 4,34 (4,39) Euro ausgewiesen. Darin eingeflossen sind jedoch die Anteile Dritter. Ferner wurden die kompletten ausserordentlichen Aufwendungen von 21,3 (13,3) Mio. Euro für die Schliessung von Geschäftsbereichen, aber auch für die Wertberichtigung auf den Warenbestand der RI Wohnungsbau Schröder, korrigiert sowie der Jahresüberschuss um ca.

Umsatzentwicklung 2000 und 2001



Quelle: VDN; Independent Research

Mitarbeiter (ohne Auszubildende) in 2001
gesamt: 3.416 (im Durchschnitt)



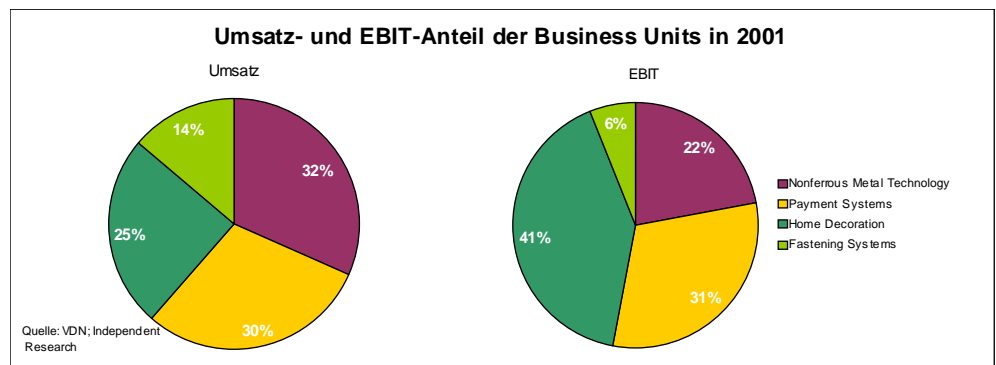
Quelle: VDN; Independent Research

Knapp über 52% der Mitarbeiter arbeiten ausserhalb Deutschlands. Dies liegt im wesentlichen am Bereich Home Decoration, in dem von den 1.473 Mitarbeitern 89% im Ausland arbeiten

zahl von 10.305.417 (6.000.000) ein Ergebnis je Aktie von 0,58 (1,80) Euro. Vom Unternehmen wurde ein um Sondereffekte bereinigtes Ergebnis je Aktie von 4,34 (4,39) Euro ausgewiesen. Darin eingeflossen sind jedoch die Anteile Dritter. Ferner wurden die kompletten ausserordentlichen Aufwendungen von 21,3 (13,3) Mio. Euro für die Schliessung von Geschäftsbereichen, aber auch für die Wertberichtigung auf den Warenbestand der RI Wohnungsbau Schröder, korrigiert sowie der Jahresüberschuss um ca.

Die hohe Bedeutung der Anteile Dritter am Ergebnis wird nach der Eintragung der Verschmelzung der Hindrichs-Auffermann auf VDN zurückgehen. VDN erwartet den Vollzug im Herbst diesen Jahres - Hinsichtlich der Bewertung des Jahres 2003 haben wir bereits die Verschmelzung unterstellt

1,2 Mio. Euro um Beratungskosten in Verbindung mit der Verschmelzung bereinigt. Wir halten diese Bereinigungen im Sinne der Vergleichbarkeit für nicht sehr sinnvoll. Unserer Einschätzung zufolge sind die Schliessungen von Geschäftsbereichen bei einer strategischen Holding als kontinuierliches Geschäft zu werten und somit nicht bereinigungsfähig. Den Abzug der Anteile Dritter vom Konzernergebnis begründen wir ferner mit der noch nicht erfolgten Rechtssicherheit. VDN sieht jedoch die rechtliche Bestätigung der Verschmel-



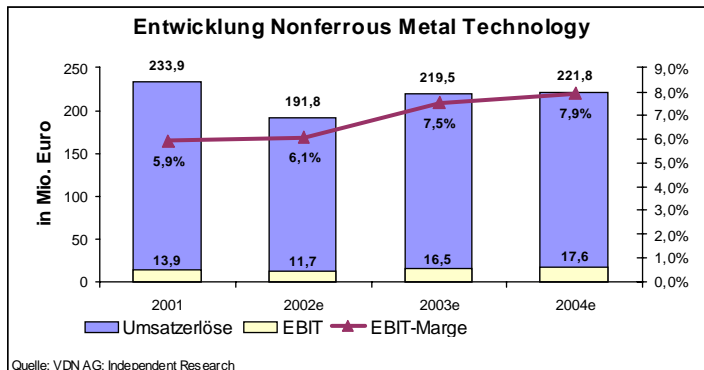
Für das Geschäftsjahr 2001 betrug die Dividende 0,75 Euro

Unsere EpS-Schätzung 2003 mit 2,15 Euro basiert auf der durch die Verschmelzung hervorgerufenen erhöhten Aktienanzahl

zung der restlichen Anteile der Hindrichs-Auffermann auf die VDN als quasi vollzogen an, worauf vorgerichtliche Anhörungen nach Unternehmensangaben schliessen lassen. Mit der geplanten Verschmelzung der Hindrichs-Auffermann auf die VDN wird sich der Anteil Dritter am Jahresüberschuss deutlich reduzieren, jedoch steigt damit auch die Zahl ausstehender Aktien von derzeit 10,3 Mio. Stück auf ca. 12,4 Mio. Aktien. In der Jahresabschlussbilanz 2001 des Konzerns standen den Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen von 60,1 (63,3) Mio. Euro Forderungen aus Lieferungen und Leistungen von 135,5 (105,2) Mio. Euro gegenüber. Der Anstieg der Forderungen ist wesentlich auf die erstmalige Konsolidierung der Joh. Friedrich Behrens zurückzuführen. Die Eigenkapitalquote erhöhte sich im Konzern auf 22,8% (22,0%). Der Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit stieg 2001 geringfügig auf 44,6 (39,5) Mio. Euro. Kleinere Akquisitionen lassen sich bei VDN folglich auch aus dem operativen Cashflow finanzieren. Der Finanzmittelbestand lag zum Ende 2001 bei 40,2 (5,2) Mio. Euro. VDN schüttete für 2001 eine Dividende von 0,75 Euro je Aktie aus. Damit wurden rund 7,7 Mio. Euro des Bilanzgewinns von 26,6 Mio. Euro ausgeschüttet. Der restliche Bilanzgewinn von rund 18,9 Mio. Euro wurde auf neue Rechnung vorgetragen.

Für das laufende Geschäftsjahr 2002 erwarten wir im Konzern eine Umsatzsteigerung auf 805,0 Mio. Euro, die im wesentlichen durch die Akquisition im Bereich Home Decoration getragen wird. In den anderen Business Units rechnen wir zumeist mit einem rückläufigen oder stagnierenden Umsatz. Für 2003 gehen wir mit einer wieder anziehenden Konjunktur auch wieder von steigenden Umsätzen der Business Units aus. Wir erwarten hier einen auf 827,5 Mio. Euro steigenden Konzernumsatz. Für 2002 erwarten wir ein Ergebnis je Aktie von 1,46 Euro und für 2003 ein EpS von 2,15 Euro. Wir unterstellen bei unseren Schätzungen einen deutlichen Rückgang der Anteile Dritter. Bis auf die rund 65% Beteiligung am Geschäftsbereich Fastening Systems sind die Business Units zu 100% im Konzerneigentum. Unserer EpS-Schätzung 2003 haben wir bereits die Verschmelzung der Hindrichs-Auffermann auf VDN und die damit verbundene Erhöhung der Aktienanzahl auf 12,4 (10,3) Mio. Aktien unterstellt.

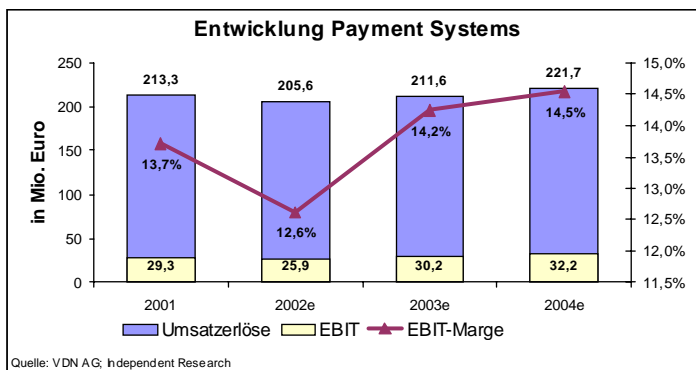
Im Bereich **Nonferrous Metal Technology** verbuchte das Unternehmen in 2001 einen Umsatzrückgang um 12,6% auf 233,9 (267,8) Mio. Euro. Dies lag zum einen am veränderten Metallpreis, aber auch an der Spezialisierung auf ausgewählte Produkte, was eine Reduzierung margenschwacher Massenprodukte mit sich brachte. Der Metallpreis wird durchgehandelt und hat somit keinen Einfluss auf die Marge. Die Gesamtleistung



Umsatzrückgang wurde durch veränderten Produktmix und niedrigeren Metallpreis mit verursacht

des Jahres zeigt sich nach Unternehmensangaben eine stabile Ergebnisentwicklung. Positive Effekte sollte nach unserer Ansicht auch die Spezialisierung der USA-Einheit zu einer Vertriebsmannschaft für Nickel-Halbzeugprodukte haben. Für 2002 geht man bei VDN unter der Prämisse einer nicht dramatisch negativen wirtschaftlichen Entwicklung von einem verbesserten Ergebnis der Geschäftseinheit gegenüber dem Vorjahr aus. Wir rechnen in 2002 mit einem Umsatz von 192 Mio. Euro.

Im Bereich **Payment Systems** wurde in 2001 ein Umsatz von 213,3 (272,8) Mio. Euro erzielt. Obwohl die Euro-Einführung erst 2002 stattfand, verzeichnete die Unternehmenseinheit in 2001 einen Umsatzrückgang. Dies lag zum einen an dem höheren Metallpreis in 2000, der allerdings weitergereicht wird und keinen Ergebniseffekt hat und zum anderen daran, dass in 2000 noch die Produktion von Mitbewerbern hinzu-

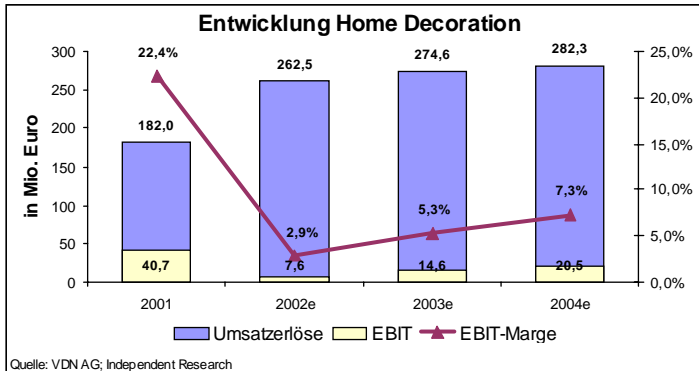


Umsätze in 2000 und 2001 wurden von der Euroeinführung getragen

gekauft wurde. Dadurch entstand noch ein Handelsgeschäft, was mittlerweile durch eigene Produktionsaktivitäten bedient werden kann. In 2001 waren alle eigenen Fertigungskapazitäten vollständig ausgelastet. In 2001 wurden in Deutschland 92,4 Mio. Euro umgesetzt und im Rest von Europa 111,6 Mio. Euro. Ausserhalb Europas wurde ein Umsatz von 2,1 Mio. Euro realisiert. Die Innenumsätze mit der Business Unit Nonferrous Metal Technology lagen bei 7,2 Mio. Euro. Die Gesamtleistung der Business Unit lag bei 196,3 Mio. Euro. Das Betriebsergebnis erreichte 28,0 Mio. Euro. Die entsprechende Marge zum Umsatz lag bei 13,1%. Das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit erreichte 24,4 Mio. Euro und der Jahresüberschuss 19,5 Mio. Euro. Das Ergebnis der

Business Unit soll bisher in 2002 leicht unter dem extrem hohen Niveau des Vorjahres liegen. Für das Geschäftsjahr 2002 rechnen wir aufgrund der noch hohen Auslastung, die neben den Euro-Ersatzaufträgen auch aus Euro-Ergänzungsaufträgen besteht, nur mit einem leichten Umsatzrückgang. Zusätzlich sollen internationale Aktivitäten die Kapazitäten auslasten. Wir erwarten für 2002 in der Business Unit einen Umsatz von 206 Mio. Euro. Das Ergebnis dürfte aufgrund von weltweit nicht ausgelasteten Produktionskapazitäten Preisreduzierungen aufgrund der Wettbewerbssituation eher nachgeben. Der Bereich **Home Decoration** (Hindrichs-Auffermann) erzielte in 2001 einen konsolidierten Umsatz von 182,0 (110,2) Mio. Euro. Der Umsatzanstieg war im wesentlichen durch die im November 2000 übernommene Farbo-Gruppe, der jetzigen Home Interiors-Gruppe, bedingt. Die Ende 2001 übernommene Alkor-Venilia-Gruppe (Umsatz 2001: 120 Mio. Euro) wurde noch nicht berücksichtigt. Die Gesamtleistung stieg im Home Decoration-Bereich in 2001 auf 177,2 (111,2) Mio. Euro. Das Betriebsergebnis erhöhte sich auf 32,2 (13,7) Mio. Euro, was zu einer Margenerhöhung auf 17,7% (12,4%) führte.

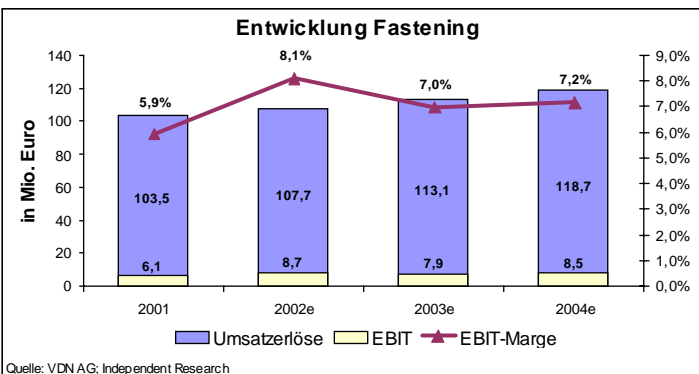
Der Bereich Home Decoration konnte durch die Akquisition der Farbo-Gruppe deutlich zulegen



Das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit lag bei 35,6 (11,4) Mio. Euro und der Jahresüberschuss bei 31,3 (6,9) Mio. Euro. Nach Unternehmensangaben ist der Geschäftsverlauf, vor dem Hintergrund einer schwachen Konjunktur mit entsprechender Konsumzurückhaltung, bisher zufriedenstellend. Man geht aber davon aus, über genügend Umsatzvolumen als Manövriermasse zu verfügen, um auf schwache Konjunkturphasen entsprechend reagieren zu können. Insgesamt wird mit einer positiven Entwicklung der Business Unit gerechnet. Bei der Business Unit steht in diesem Jahr die Restrukturierung und spätere Integration der Alkor-Venilia-Gruppe im Vordergrund. Über die Zusammenführung der gesamten Home

Umsatzsteigerungen konnten in Osteuropa erzielt werden

Decoration-Gruppe sollen die Kostenstrukturen wesentlich verbessert werden. Im Rahmen der Restrukturierung belasten zunächst mit Einmalkosten die Schliessung der Fertigungstätte in Lancaster (UK) mit ca. 9 Mio. Euro, die im zweiten Quartal vollzogen werden sollte, sowie Volumenbündelungen innerhalb der Geschäftsfelder, die mit der Verlagerung von der Produktion zusammenhängen. Die Vertriebsaktivitäten sollen harmonisiert werden. Bedingt durch die Übernahme von Wettbewerbern sind einige Länder mit Vertriebseinheiten mehrfach besetzt. Die Restrukturierungskosten der Alkor-Venilia-Gruppe sollten den Bereich Home Decoration nicht belasten, da bereits mit der Akquisition eine entsprechende Vorsorge getroffen wurde. Für 2002 rechnen wir akquisitionsbedingt mit einer deutlichen Zunahme des Umsatzes auf 275 Mio. Euro. Die Restrukturierung und Integration der neuen Unternehmensbereiche werden im Unternehmen aber noch Kapazitäten binden. Mit dem Bereich **Fastening Systems** wurde in 2001 ein Umsatz von 103,5 (106,4) Mio. Euro erzielt. Der Umsatzrückgang um 2,7% resultierte im wesentlichen aus Umsatzrückgängen in nahezu allen westeuropäischen Ländern. Deutliche Umsatzsteigerungen konnten hingegen in Osteuropa erreicht werden. Die Gesamtleistung lag bei 104,1 Mio.



Euro. Das Betriebsergebnis erreichte 6,0 Mio. Euro, was zu einer Marge von 5,8% führte. Das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit lag bei 4,0 Mio. Euro und der Jahresüberschuss bei 1,9 Mio. Euro. Im bisherigen Verlauf 2002 muss der Unternehmensbereich einen leichten Rückgang im Auftragseingang verbuchen. Die allgemeine Marktlage hat sich weiter verschlechtert. Das Exportgeschäft der Business Unit konnte in den ersten drei Monaten noch von einem relativ hohen Dollarkurs profitieren. Mittlerweile hat der Dollar stark an Wert gegenüber dem Euro verloren, dies dürfte auch die Umsätze in den Exportmärkten mindern, ein merklicher Rückgang war nach Unternehmensaussagen jedoch bisher nicht feststellbar. Der Einkauf der Waren erfolgt in der Regel in Euro. In den USA sind sogenannte Preisgleitklauseln vereinbart,

so dass Preisveränderungen weitergegeben werden können. Durch die Produktion in Osteuropa und eine hoch automatisierte Fertigung konnte die Business Unit einen guten Standard bei den Produktionskosten erzielen. Wesentliche Verbesserungen werden für 2002 nicht erwartet. Das Unternehmen geht davon aus, die Rentabilität auf dem gleichen Niveau halten zu können. Für das laufende Geschäftsjahr rechnen wir mit einem leicht steigendem Umsatz auf 108 Mio. Euro.

Bewertung

Bewertung nach 2 Peer-Groups
und DCF

Wir haben für die Peer Group-Bewertung die Betrachtung zweier Vergleichsunternehmensblöcke gewählt. Zum einen sehen wir die zukünftige VDN als strategische Holding. Mittelfristig könnte es möglich sein, dass sich die Gesellschaft in diese Richtung entwickelt und rein auf Beteiligungsgeschäft ausgerichtetes Geschäft betreibt. Unter diesem Gesichtspunkt sehen wir die im MDAX und SMAX vertretenen Unternehmen Indus Holding, Gesco, Pfeiderer sowie TA Triumph-Adler als vergleichbar an. Die Gruppe haben wir um vier ausländische Holdingunternehmen aus der Schweiz und Großbritannien ergänzt. Zum anderen ist die VDN mit seinen beiden starken Standbeinen im Münz- und Metallgeschäft sowie im Heimdekorationsbereich mit klar fokussierten Unternehmen aus dem Rohstoff-, Bau- und Renovationsbereich zu vergleichen. Aus diesem Grund haben wir analog eine weitere Peer Group zusammengestellt.

Peer Group: Holding Unternehmen

Pfeiderer: Die Pfeiderer AG ist ein international ausgerichteter Konzern, der in den Geschäftsbereichen Holzwerkstoffe, Türen, Dämmstofftechnik sowie Infrastrukturtechnik tätig ist. Pfeiderer wird sich jedoch kurzfristig auf die Bereiche Holzwerkstoffe und Infrastrukturtechnik konzentrieren und strebt die Desinvestition der beiden übrigen Bereiche an. Pfeiderer steuert seine Unternehmenseinheiten auf Basis der erwirtschafteten Kapitalrenditen. Der Geschäftsbereich Infrastrukturtechnik umfasst die Felder Verkehr, Energie, Kommunikation und Windkraft. Mit 36 Werken ist das Unternehmen in 8 Ländern vertreten und beschäftigt derzeit rund 9.200 Mitarbeiter.

Indus Holding: Das Konzept der Indus Holding AG ist es, hochrentable mittelständische Unternehmen mehrheitlich zu übernehmen, die sich als Spezialanbieter in Nischenmärkten bereits bewährt haben und sich durch einen hohen Spezialisierungsgrad in ihrem jeweiligen Markt auszeichnen. Die Kontinuität, Selbständigkeit und Flexibilität der Unternehmen bleibt im Konzern gewahrt. Den Geschäftsführern der Beteiligungsgesellschaften obliegt die alleinige operative Geschäftsführung und Ergebnisverantwortung. Die Holding möchte den Beteiligungsgesellschaften nur unterstützende Funktionen zusichern. Beteiligungen werden vorwiegend mit Firmen der Automobil-, Möbel- oder Maschinenbaubranche eingegangen. Mittlerweile umfasst der Firmenverbund 38 Unternehmen mit rund 3.600 Mitarbeitern.

GESCO: Die auf den Erwerb mittelständischer Unternehmen spezialisierte Gesco Holding AG ist die Führungsgesellschaft von operativen Unternehmen in den Bereichen Metall- (Umsatzanteil 75%) und Kunststoffverarbeitung (Umsatzanteil 25%). Neben dem Engagement in diesen Basis-Technologiebereichen hatte das Unternehmen in der Vergangenheit versucht, seine Beteiligungsstruktur mit Unternehmen aus dem Bereich der neuen Technologien zu ergänzen. Über die bereits erfolgten vier Minderheitsinvestments in diesem Bereich hinaus, strebt Gesco jedoch keinen weiteren Ausbau mehr an. Zukünftig will man sich wieder ausschliesslich auf ertragsstarke Mehrheitsbeteiligungen konzentrieren.

TA Triumph Adler: Die Mittelstands-Holding TA Triumph-Adler AG ist eine Mittelstandsholding in den Geschäftsbereichen Triumph-Adler Experts @ Output sowie Beteiligungen. Das Beteiligungsgeschäft gliedert sich in die Bereiche TA Bau Tech, TA Spiel&Freizeit und TA electronic. Bis Ende 2003 will TA das Beteiligungsgeschäft desinvestieren und sich ausschliesslich auf den Bereich Experts @ Output konzentrieren. In der Vergangenheit lag die Strategie des Unternehmens darin, mittelständische Unternehmen im Rahmen von Branchen- und Ertragsstrategien zu

Peer Group: Spezialisierte Unternehmen														
Unternehmen	Marktkap./ Umsatz 2002e	Marktkap./ Umsatz 2003e	Marktkap./ EBITDA 2002e	Marktkap./ EBITDA 2003e	Marktkap./ EBIT 2002e	Marktkap./ EBIT 2003e	EV/ Umsatz 2002e	EV/ Umsatz 2003e	EV/ EBITDA 2002e	EV/ EBITDA 2003e	EV/ EBIT 2002e	EV/ EBIT 2003e	KGV 2002e	KGV 2003e
AS Création Tapeten	0,39	0,38	2,53	2,48	4,86	4,66	0,55	0,53	3,57	3,50	6,85	6,58	7,3	7,1
Surteco	0,48	0,45	3,01	2,80	4,25	3,68	0,89	0,84	5,64	5,24	7,94	6,88	9,8	8,2
Eramet	0,30	0,29	2,27	1,99	4,11	3,35	0,59	0,57	4,50	3,94	8,13	6,64	10,1	7,5
Falconbridge	0,96	0,83	na	na	na	na	1,60	1,38	na	na	na	na	18,9	9,5
SGL Carbon	0,29	0,27	2,47	1,97	5,42	3,45	0,70	0,66	6,04	4,82	13,26	8,45	26,8	8,7
Norddeutsche Affinerie	0,20	0,19	3,49	2,98	6,22	5,03	0,24	0,23	4,18	3,58	7,46	6,03	11,9	10,2
Black&Decker	0,82	0,79	6,85	5,90	9,20	7,72	1,03	0,98	8,53	7,34	11,45	9,62	14,9	12,8
Hilti	0,78	0,76	5,87	5,44	8,83	8,01	0,89	0,87	6,71	6,22	10,10	9,16	9,2	8,2
Durchschnitt	0,53	0,49	3,8	3,4	6,1	5,1	0,81	0,76	5,6	4,9	9,3	7,6	13,6	9,0
Median	0,43	0,41	3,0	2,8	5,4	4,7	0,80	0,75	5,6	4,8	8,1	6,9	11,0	8,5
VDN	0,10	0,09	1,0	0,8	1,5	1,2	0,55	0,54	5,6	4,8	8,5	6,9	8,8	6,0

Quelle: IBES-Schätzungen; Independent Research

Peer Group: Holding-Unternehmen														
Unternehmen	Marktkap./ Umsatz 2002e	Marktkap./ Umsatz 2003e	Marktkap./ EBITDA 2002e	Marktkap./ EBITDA 2003e	Marktkap./ EBIT 2002e	Marktkap./ EBIT 2003e	EV/ Umsatz 2002e	EV/ Umsatz 2003e	EV/ EBITDA 2002e	EV/ EBITDA 2003e	EV/ EBIT 2002e	EV/ EBIT 2003e	KGV 2002e	KGV 2003e
Pfleiderer	0,24	0,23	1,69	1,59	3,39	3,10	0,77	0,74	5,53	5,19	11,06	10,12	10,3	8,8
Indus Holding	0,54	0,52	3,18	2,92	6,30	5,89	0,94	0,91	5,57	5,12	11,03	10,32	7,3	7,0
Gesco	0,15	0,15	2,02	1,64	3,01	2,79	0,40	0,39	5,29	4,30	7,91	7,32	7,5	6,9
TA Triumph Adler	0,14	0,14	1,33	1,20	3,05	2,42	0,50	0,48	4,72	4,24	10,81	8,59	20,7	10,7
Sulzer	0,41	0,40	3,76	3,43	6,76	5,67	0,46	0,45	4,24	3,87	7,63	6,40	11,1	9,3
Bodycote International	0,73	0,70	2,91	2,60	4,74	4,02	1,26	1,19	4,99	4,46	8,12	6,88	10,3	7,8
Cookson	0,25	0,23	3,87	2,60	11,42	5,24	0,66	0,62	10,17	6,82	30,00	13,76	-5,4	13,5
SIG Holding	0,39	0,36	2,94	2,60	6,41	5,07	0,56	0,52	4,25	3,75	9,26	7,31	11,5	8,5
Durchschnitt	0,36	0,34	2,7	2,3	5,6	4,3	0,69	0,66	5,6	4,7	12,0	8,8	9,2	9,1
Median	0,32	0,30	2,9	2,6	5,5	4,5	0,61	0,57	5,1	4,4	10,0	8,0	10,3	8,6
VDN	0,10	0,09	1,0	0,8	1,5	1,2	0,55	0,54	5,6	4,8	8,5	6,9	8,8	6,0

Quelle: IBES-Schätzungen; Independent Research

bündeln und später Gewinne durch Verkäufe oder Börsengänge einzustreichen. In Zukunft möchte sich das Unternehmen ausschließlich auf Anwendungen für das Drucken, Scannen, Kopieren und Präsentieren konzentrieren.

Sulzer: Der Sulzer Konzern ist eine weltweit tätige Industriegruppe mit den Kerngeschäften Sulzer Metco (Beschichtungstechnologien und -services), Sulzer Turbomachinery Services (Services für Turbomaschinen), Sulzer Pumpen und Sulzer Chemtech (Komponenten und Services in der Verfahrenstechnik) sowie die Brennstoffzellentechnologie von Sulzer Hexis. Diese Kerngeschäfte erwirtschafteten im Jahr 2001 einen Umsatz von etwa 1,875 Milliarden Schweizer Franken.

Bodycote International plc: Die englische Bodycote International plc ist ein internationale Holding Unternehmen und in den Bereichen Wärmebehandlung, Heißpressen, Materialprüfung

und Beschichtung tätig. Weltweit ist Bodycote an über 240 Standorten in 20 Ländern vertreten. Das Unternehmen erwirtschaftete 2001 einen Umsatz von 479,4 Mio. britischen Pfund sowie ein operatives Ergebnis von 80,2 Mio. britischen Pfund.

Cookson: Die britische Cooksongroup ist ein weltweit agierendes Technologieunternehmen. Aufgegliedert in die Unternehmensbereiche Keramik, Elektronik und Spezialmetalle sieht Cookson das Unternehmensziel in der Befriedigung der Kundenwünsche nach hochwertigen, technologisch anspruchsvollen Materialien in den genannten Bereichen. Cookson beschäftigt rund 17.000 Menschen in 35 Ländern und erzielt einen Jahresumsatz von 2,099 Mrd. britischen Pfund.

SIG Holding: Die SIG ist ein weltweit tätiger Verpackungskonzern. Das Unternehmen produziert eine Vielzahl von Lösungen für die Verpackung fester und flüssiger Güter im Food- und Non-Food-Bereich. Mit rund 9.200 Mitarbeitern erwirtschaftete der Konzern im Jahr 2001 2.400 Mio. SFR. Die drei eigenständigen Unternehmensbereiche SIG Combibloc, SIG Pack und SIG Beverages bieten umfassende Lösungen für Material, Maschinen, Systeme und Service in der Verpackungstechnologie.

Peer Group: Spezialisierte Unternehmen

AS Création Tapeten: Das Tätigkeitsgebiet von A.S. Creation umfasst die Herstellung und den Vertrieb von Tapeten und Bordüren sowie den Vertrieb hochwertiger Dekostoffe. Das Unternehmen zählt sich mittlerweile zu den internationalen Marktführern im Tapetensegment. Pro Jahr werden über 30 Mio. Rollen Tapeten produziert, die in 60 Länder auf allen 5 Kontinenten exportiert werden. Das Unternehmen beschäftigt an 2 inländischen Standorten 530 Mitarbeiter. Durch den Erwerb eines auf Dekostoffe spezialisierten Handelshauses hat AS Creation im letzten Geschäftsjahr sein Angebotsspektrum im Dekorations- und Innenausstattungsbereich ausgebaut.

Eramet: Die französische Eramet ist eine integrierte Minen- und Metallurgie-Gesellschaft und produziert eine Reihe von Nichteisenmetallen und deren chemische Abwandlungen sowie Hochleistungsstähle, Nickellegierungen und Hochleistungsteile für die Industrie. Eramet vertraut auf das Wachstum durch systematische Ausnutzung von substanzieller Komplementarität der Geschäftsbereiche und deren übergreifende Synergien. Eramet setzte 2001 mit rund 13.300 Beschäftigten rund 2,2 Mrd. Euro um, davon 22% mit Nickelprodukten. Das operative Ergebnis lag 2001 bei 96 Mio. Euro. 41 Mio. Euro des operating Profit wurden davon mit Nickel erwirtschaftet.

Black&Decker: Black&Decker hat sich zum Ziel gesetzt zum weltweit führenden Produzenten und Vermarkter von Elektrogeräten zu werden. Mit konzerneigenen Marken für den gehobenen Handwerker und die Industrie bietet Black&Decker auch Systemlösungen für die Befestigungstechnik. Im Geschäftsjahr 2001 erwirtschaftete das Unternehmen einen Umsatz von 4,3 Mrd. \$ bei einem operativen Ergebnis von 248 Mio. \$.

Falconbridge: Das kanadische Unternehmen Falconbridge ist eigenen Angaben zufolge der Preisführer in der Produktion von Nickel, Kupfer, Cobalt und Platinmetallen. Ferner ist das Unternehmen auf dem Gebiet des Recyclings und der Weiterverarbeitung von metallhaltigen Produkten aktiv. 2001 erwirtschaftete das Unternehmen einen Umsatz von 2,1 Mrd. Can \$ bei einem Jahresüberschuss von 16 Mio. Can. \$. Das 1928 gegründete Unternehmen beschäftigt in 16 Ländern 6.400 Mitarbeiter.

Norddeutsche Affinerie: Der Norddeutsche Affinerie-Konzern ist der größte integrierte Kupferproduzent Europas. Das Unternehmen stellt jährlich mit rund 3.200 Mitarbeitern über 700.000 t Kupfer und Kupferprodukte her und gehört damit auch weltweit zu den führenden Kupferproduzenten. Das industrielle Konzept des Konzerns zeichnet sich durch die Integration der

Kernbereiche Kupfererzeugung und -verarbeitung aus. Unternehmen der Kabel-, Elektro-, Telekommunikations- und Chemieindustrie gehören zum Kundenkreis der Norddeutschen Affinerie.

SGL Carbon: In den vier Geschäftsfeldern Carbon und Graphit, und dem aus dem ehemaligen Geschäftsfeld Technik entstandenen Wachstumsfeldern Korrosionsschutz sowie SGL Technologies sind alle Aktivitäten rund um die Herstellung, den Vertrieb, die Anwendung und die Forschung mit Kohlenstoff vereinigt. Das Unternehmen verfügt in seinen Geschäftsfeldern über sehr starke Marktpositionen. Als Rohstoffveredler erwirtschaftete Graphit im Geschäftsjahr 2001 einen Umsatz von 1,2 Mrd. Euro bei einem Betriebsergebnis von 59 Mio. Euro.

Surteco: Die Surteco AG ist der weltweit führende Hersteller von umweltfreundlichen Oberflächenbeschichtungsmaterialien für die internationale Möbel- und Holzwerkstoffindustrie. Das Unternehmen ist aus der Fusion der Bausch AG mit der Robert Linnemann GmbH & Co. entstanden. Das in 2001 mit dem Wettbewerber W.Döllken fusionierte Unternehmen erzielte einen Umsatz von 270,6 Mio. Euro sowie ein EBIT von 31,1 Mio. Euro.

Hilti: Hilti bezeichnet sich selbst als das weltweit führende Unternehmen in Entwicklung, Herstellung und Vertrieb von qualitativ hochwertigen Produkten unter anderem für den professionellen Einsatz in der Direktbefestigungstechnik. In 120 Ländern präsent, erwirtschaftete Hilti in 2001 einen Umsatz von 3.123 Mio. SFR, bei einem Betriebsergebnis von 280 Mio. SFR.

Bewertungsfazit Peer Group

Aus den Bewertungsübersichten erkennt man, dass VDN mit einem geschätzten EV/Umsatz 2003 von 0,5 unterhalb des Durchschnitts der Vergleichsunternehmen liegt. Der Durchschnitt der betrachteten spezialisierten Unternehmen liegt mit 0,8 sogar über dem der Holdingunternehmen. VDN hat auf Basis dieses Bewertungskriteriums ein Aufwärtspotenzial von 23 bis 33%. Während VDN auf Basis der Betrachtung des EBITDA-Multiples im Bewertungsvergleich keine Unterbewertung aufweist, ändert sich dieses Bild bei Betrachtung des EBIT-Multiples. Während der Durchschnitt der Vergleichsunternehmen mit 7,6 (Spezialisierte Unternehmen) beziehungsweise 8,8 (Holdings) bewertet wird, weist VDN mit 6,9 einen geringeren Wert auf. Hieraus ergibt sich eine 10-15%ige Unterbewertung gegenüber den Vergleichsunternehmen.

Der Bewertungsabschlag erhöht sich noch einmal, wenn man sich das niedrige 2003 KGV von 6 betrachtet. Hier weisen die Vergleichsunternehmen im Durchschnitt ein KGV von etwa 9 auf. Dies ist gleichbedeutend mit einer fast 35%igen Unterbewertung.

DCF-Verfahren

Als zweites Bewertungsverfahren haben wir ein zweistufiges DCF Modell durchgeführt. In der ersten Periode bis zum Geschäftsjahr 2011 haben wir die Free Cash Flow geschätzt. Unseren Annahmen zufolge flacht sich das Umsatzwachstum in den nächsten Jahren leicht ab. Nach einem in den kommenden beiden Jahren zu erwartenden Margenanstieg gehen wir von keiner Steigerung der EBIT-Marge mehr aus. Die hohen Investitionsquoten werden in der Zukunft Unternehmensangaben zufolge wieder sinken. In der zweiten Phase unterstellen wir ein Nullwachstum des Free-Cash Flows. Unsere Berechnungen basieren auf einem langfristigen Fremdkapitalanteil von 65%, einem WACC von 8,0% und einer langfristigen Steuerquote von 30%. Wie Sie aus beigefügter Berechnung erkennen errechnet sich ein Marktwert des Eigenkapitals von 358 Mio. Euro. Verteilt auf die 12,4 Mio. Aktien würde dies einem Wert je Aktie von 28,79 Euro

VDN weist nach dem Peer-Group Bewertungsverfahren eine Unterbewertung von rund 35% auf

entsprechen. Berücksichtigt man nun die aktuelle Bewertung der Aktie am Kapitalmarkt mit rund 13,50 Euro errechnet sich hier ein Kurspotenzial gegenüber dem fairen Wert von über 100%.

in Mio. Euro	2002e	2003e	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e
Umsatz	805,00	827,50	860,00	890,00	920,00	950,00	975,00	1000,00	1020,00	1040,00
Wachstum Umsatz		2,8%	3,9%	3,5%	3,4%	3,3%	2,6%	2,6%	2,0%	2,0%
EBIT-Marge	6,5%	7,7%	8,7%	8,8%	8,9%	8,9%	9,1%	9,0%	9,1%	9,0%
EBIT	52,30	64,00	75,00	78,00	82,00	85,00	89,00	90,00	93,00	94,00
- Ertragssteuern	-10,00	-16,00	-19,00	-23,40	-24,60	-25,50	-26,70	-27,00	-27,90	-28,20
+ Abschreibungen	27,00	27,50	30,00	32,00	35,00	34,00	37,00	38,00	37,00	35,00
+/- Veränderung langfristige Rückstellungen	-1,00	-1,00	-1,00	-0,90	-0,90	-0,90	-0,80	-0,80	-0,70	-0,70
+/- Sonstiges	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Operativer Brutto Cash Flow	68,30	74,50	85,00	85,70	91,50	92,60	98,50	100,20	101,40	100,10
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	-3,00	-2,00	-1,00	1,00	-2,00	-4,00	-1,00	2,00	1,00	-3,00
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-25,00	-20,00	-20,00	-19,00	-19,00	-18,00	-19,00	-19,00	-20,00	-21,00
Free Cash Flow	40,30	52,50	64,00	67,70	70,50	70,60	78,50	83,20	82,40	76,10
Barwerte	39,03	46,93	52,79	51,53	49,52	45,76	46,96	45,93	41,97	35,77
Summe Barwerte	456,19									
Terminalwert	410,95									
										in % vom Gesamtwert : 47%
Wert des operativen Geschäfts in Mio. Euro	867,15									
+ überschüssige liquide Mittel in Mio. Euro	42,50									
- Fremdkapital in Mio. Euro	-551,50									
Marktwert Eigenkapital in Mio. Euro	358,15									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	12,439									
Kurs in Euro	28,79									
Quelle: Independent Research										

Modell-Parameter / Entity-DCF-Model:

langfristige Bilanzstruktur ->	Eigenkapital	35%	Fremdkapital :	65%	
risikofreie Rendite :	4,87%	Beta :	0,80	Risikoprämie FK :	3,50%
		Risikoprämie	9,00%	Tax-Shield :	30,00%
		Zins EK :	12,07%	Zins FK :	5,86%
Wachstumsrate FCF :	0,0%	WACC :	8,03%	Datum :	08/08/02

Deutliche Unterbewertung nach allen Verfahren; Kurspotential von 10% bis über 100%. Wir setzen unser Kursziel auf Sicht von 12-18 Monaten auf 20 Euro

Bewertungsfazit

Anhand beider angewandter Verfahren manifestiert sich eine Unterbewertung der VDN. Diese bewegt sich in einer Bandbreite von 10 bis über 100%. Wir würden uns in der Gewichtung der angewandten Bewertungsverfahren eher an den Peer Group Ergebnissen orientieren. Das DCF Modell unterstellt eine recht konstante Free-CashFlow Entwicklung in mittlerer bis fernerer Zukunft. Dies halten wir bei einer strategischen Holding mit vier größeren Geschäftsbereichen und weiterem externen Wachstumsanspruch für nicht sehr realistisch, da wir größere strukturelle Brüche durch Investitions- und Desinvestitionsmaßnahmen erwarten.

Wir sehen trotzdem auf Sicht von 12 -18 Monaten ein Kurspotenzial für die Aktie von 50%. Dieses Potenzial sollte im wesentlichen durch die verstärkte Öffentlichkeitsarbeit und der angestrebten Plazierung im MDAX zu heben sein. Förderlich sollte hier die Erhöhung der Transparenz durch unterjährigere Berichterstattungen und die Bilanzierung nach angelsächsischen Richtlinien sein. Gerade in jüngster Vergangenheit wies das Unternehmen hohe ausserordentliche Ergebnisbelastungen auf, die aus unserer Sicht im

Rahmen einer Managementholdingstruktur jedoch kontinuierliches Geschäft darstellen. Die Gesellschaft will nach dem vollzogenen Wachstum vor allem im Home Decor Bereich in den nächsten beiden Jahren den Schwerpunkt auf Wachstum aus interner Kraft legen. Da sich jedoch in den Business Units-Märkten aus unserer Sicht kein Wachstumsprung andeutet, muss der Kern der Managementbemühungen auf internen Ertragssteigerungen liegen.

VDN Vereinigte Deutsche Nickelwerke AG

Gewinn- und Verlustrechnung (Konzern)

Einheit: Mio. Euro Geschäftsjahresende: 31.12. Rechnungslegungsstandard: HGB	GJ 2000	GJ 2001	GJ 2002e	GJ 2003e
Umsatzerlöse	647,50	722,47	805,00	827,50
% gegenüber Vorjahr		12%	11%	3%
Sonstige betriebliche Erträge	36,09	42,85	10,00	5,00
Bestandsveränderungen an fertigen und unfertigen Erzeugnissen	19,24	-52,50	-30,00	-10,00
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,12	0,01	0,00	0,00
Gesamtleistung	702,95	712,83	785,00	822,50
Materialaufwand / Aufwand für bezogene Leistungen in % vom Umsatz	-450,23 69,5%	-397,56 55,0%	-458,00 56,9%	-480,00 58,0%
Personalaufwand	-94,41	-129,52	-152,00	-160,00
Abschreibungen auf Sachanlagen (und immaterielle Vermögensgegenstände)	-18,78	-24,30	-27,00	-27,50
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-73,54	-96,56	-82,70	-81,00
Sonstige Aufwendungen	0,00	0,00	-13,00	-10,00
Betriebsergebnis in % vom Umsatz	65,99 10,2%	64,89 9,0%	52,30 6,5%	64,00 7,7%
Zinserträge/-aufwendungen	-21,99	-26,03	-23,00	-18,00
Beteiligungserträge	0,00	8,52	0,00	0,00
Erträge/-Aufwendungen aus assoziierten Unternehmen	0,35	1,76	0,00	0,00
Erträge aus anderen Wertpapieren und Ausleihung des Finanzanlagevermögens	0,00	0,05	0,00	0,00
Abschreibungen auf Finanzanlagen und Wertpapiere des Umlaufvermögens	0,00	-0,20	0,00	0,00
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	0,97	1,06	0,00	0,00
Ergebnis vor Steuern (und Minderheitenanteilen) in % vom Umsatz	45,31 7,0%	50,04 6,9%	29,30 3,6%	46,00 5,6%
Steuern vom Einkommen und Ertrag Steuerquote	-3,98 8,8%	-5,21 10,4%	-10,00 34,1%	-15,50 33,7%
Sonstige Steuern	-1,17	-1,30	-1,50	-1,00
Außerordentliche Erträge / Aufwendungen	-13,32	-21,27	0,00	0,00
Ergebnis vor Minderheitenanteilen in % vom Umsatz	26,85 4,1%	22,26 3,1%	17,80 2,2%	29,50 3,6%
Minderheitenanteile	-16,04	-16,31	-2,80	-2,80
Jahresüberschuss / Jahresfehlbetrag in % vom Umsatz	10,81 1,67%	5,95 0,82%	15,00 1,86%	26,70 3,23%
Ergebnis je Aktie	1,80	0,58	1,46	2,15
Durchschnittliche im Umlauf befindliche Aktien in Mio. Aktien	6,00	10,31	10,31	12,44

Quelle: Independent Research, eigene Berechnungen

Anhang

Konzernbilanz

Aktiva (in Euro)	2001	2000	Passiva (in Euro)	2001	2000
Anlagevermögen			Eigenkapital	163.174.213	136.956.176
Immaterielle Vermögensgegenstände	33.981.065	13.965.427	Sonderposten mit Rücklageanteil	407.685	42.437
Sachanlagen	113.561.318	118.159.554	Rückstellungen	86.674.876	61.317.190
Finanzanlagen	20.493.568	9.912.416	Verbindlichkeiten	464.890.081	422.801.574
Umlaufvermögen			Rechnungsabgrenzungsposten	328.081	171.794
Vorräte	283.524.049	300.599.233		715.474.936	621.289.171
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	209.100.098	164.054.135			
Wertpapiere	2.293.969	1.983.813			
Schecks, Kassenbestand, Bundesbank- und Postbankguthaben, Guthaben bei Kreditinstituten	40.168.063	5.155.869			
Rechnungsabgrenzungsposten	9.796.347	4.390.975			
Abgrenzungsposten für latente Steuern	2.556.459	3.067.751			
	715.474.936	621.289.173			

Kapitalflussrechnung

(in Tausend Euro)	2001	2000
Jahresüberschuss vor a.o. Ergebnis	43.534	40.168
+/- Abschreibungen/Zuschreibungen auf Gegenstände des Anlagevermögens	24.302	18.776
+/- Zunahme/Abnahme der Rückstellungen	-15.906	7.115
+/- Sonstige zahlungswirksame Aufwendungen/Erträge	0	-21.554
+/- Gewinn/Verlust aus dem Abgang von Gegenständen des Anlagevermögens	-26.370	-3.210
+/- Zunahme/Abnahme der Vorräte, Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie anderer Aktiva, die nicht der Investitions- oder Finanzierungstätigkeit zuzuordnen sind	86.422	-1.188
+/- Zunahme/Abnahme der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sowie anderer Passiva, die nicht der Investitions- oder Finanzierungstätigkeit zuzuordnen sind	-46.160	12.700
+/- Außerordentliches Ergebnis	-21.269	-13.317
= Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit	44.553	39.491
+ Einzahlungen aus Abgängen von Gegenständen des Sachanlagevermögens/immateriellen Anlagevermögens	7.061	17.631
- Auszahlungen für Investitionen in das Sachanlagevermögen/immaterielle Anlagevermögen	-24.670	-33.750
+ Einzahlungen aus Abgängen von Gegenständen des Finanzanlagevermögens	3.872	2.795
- Auszahlungen für Investitionen in das Finanzanlagevermögen	-8.194	-3.082
+/- Sonstige Änderungen des Anlagevermögens	-2.797	-1.730
- Auszahlungen aus dem Erwerb von konsolidierten Unternehmen	-8.000	-4.257
+ Einzahlungen im Zusammenhang mit dem Abgang von konsolidierten Unternehmen	30.300	
= Cashflow aus der Investitionstätigkeit	-2.428	-22.393
- Sonstige Änderungen des Eigenkapital	-4.004	-21.748
- Auszahlungen an unternehmenseigener und Minderheitsgesellschafter	-11.695	-12.461
+/- Einzahlungen/Auszahlungen aus der Begebung/Tilgung von Anleihen	0	0
+/- Einzahlungen/Auszahlungen aus der Begebung/Tilgung von (Finanz-)Krediten	0	14.647
= Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	-15.699	-19.562
Zahlungswirksame Veränderungen des Finanzmittelfonds	26.426	-2.466
+/- Wechselkurs-, konsolidierungskreis- und bewertungsbedingte Änderungen des Finanzmittelfonds	8.586	34
+ Finanzmittelfonds am Anfang der Periode	5.156	7.588
= Finanzmittelfonds am Ende der Periode	40.168	5.156

Quelle: VDN AG; Independent Research

Notizen

Notizen

Notizen

 Independent Research

Zeppelinallee 37
60325 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (69) 971490-0
Telefax: +49 (69) 971490-90
E-Mail: info@irffm.de