



Independent Research

---

# Investment Research

## VDN AG



*value driven network*

**Branche:**  
**Industrie-Holding**

**Marktsegment: Amtlicher Markt**

**Update Januar 2003**

**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:**

Jens Jung

Frankfurt, den 22.01.2003

## 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 VORSTEHENDEN BESCHRÄNKUNGEN.**

# VDN

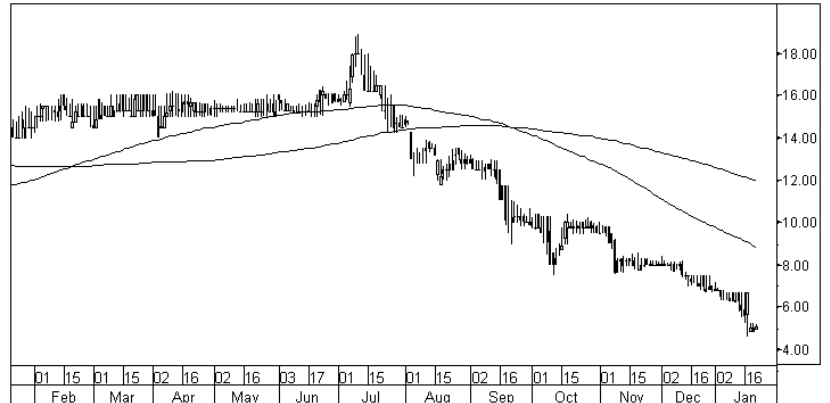
Kaufen

**Ereignis:**

Hochstufung nach Kursrückgang

**Einschätzung:**

Kaufen nach Übergewichten



<b>IR</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>3</b>
Rating	Wachstum	Investor Relations	Konstanz

VDN Vereinigte Deutsche Nickel-Werke; 22. Januar 2003

Jens Jung  
 Telefon: 069 / 97 14 90-0

- ⇒ **In den ersten 9 Monaten des Geschäftsjahres 2002 konnte VDN nicht an die Entwicklung des Vorjahres anknüpfen**
- ⇒ **Der Umsatz stieg konsolidierungsbedingt um 2,2% auf 584,2 Mio. Euro an. Das EBIT blieb jedoch mit 23,0 (36,9) Mio. Euro deutlich unter Vorjahr**
- ⇒ **Die Holding will den Konzern in den kommenden Jahren kontinuierlich weiterentwickeln und wird die Transparenz des Unternehmens durch Quartalsberichterstattungen erhöhen**
- ⇒ **Wir halten den starken Kursrückgang in der letzten Woche für übertrieben und votieren daher mit Kaufen und setzen ein Kursziel von 7,50 Euro**

VDN		Industrial			Performance	
Land	GE	GJ	31-Dez		Rel. 1 Monat	-26,77
Aktienanzahl	10,3	www.vdn.de		Rel. 3 Monate	-39,78	
Ø Tagesumsatz	5509	Letzte Dividende 0,75		Rel. 6 Monate	-55,41	
WKN	645500	Marktkapt.Mio.Euro 53		Rel. 12 Monate	-34,28	
Kurs	5,10	Währung EUR		Beta	0,80	
52W Hoch	18,90	Datum 10.07.2002		CDAX	0,007%	
52W Tief	4,65	Datum 17.01.2003		CDAX Industrial	1,264%	
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
2000	647,5	66,0	32,0	10,8	1,80	8,8
2001	722,5	64,9	28,8	6,0	0,58	30,1
2002e	736,2	28,8	4,6	3,6	0,35	14,8
2003e	775,0	40,5	16,5	10,3	1,00	5,1
Zahlen in Mio. Euro ausser EpS, hist. KGVs auf Jahresdurchschnittskursen						RL: HGB

Abschliessende rechtliche Klärung der Verschmelzung steht noch aus

VDN ist eine Strategie- und Führungsholding mit vier Business Units

Geringfügiger Umsatzzuwachs, jedoch starker Ergebnisrückgang in den ersten neun Monaten 2002

Defizitäres Q3 2002 - operative Entwicklung blieb deutlich hinter den Erwartungen zurück

## Unternehmensprofil

Die VDN ist eine Strategie- und Führungsholding. Sie ist entstanden aus der Fusion der Langbein-Pfanhauser AG mit der Hindrichs-Auffermann AG, der DOAG Holding AG und der Vereinigte Deutsche Nickel-Werke AG. Die Verschmelzung der Hindrichs-Auffermann AG ist rechtlich noch nicht vollzogen. Die Ablehnung der Klage gegen die Verschmelzung erwartet das Unternehmen jedoch spätestens im März 2003.

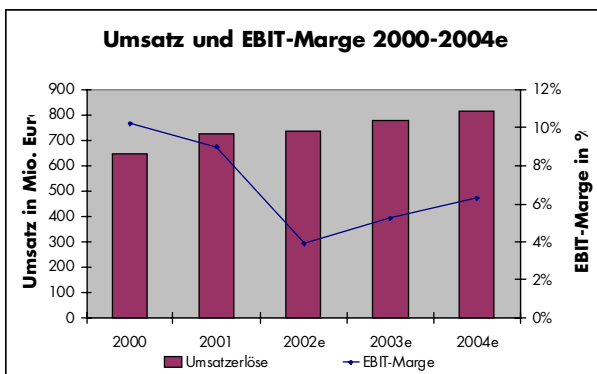
Die Holding nimmt die strategische Führung wahr und steuert ein Unternehmensnetzwerk in den vier Business Units Fastening Systems, Nonferrous Metal Technology, Payment Systems und Home Decoration. Die Geschäftsbereiche haben in ihren Nischenmärkten weltweit führende Positionen. So ist zum Beispiel die Eurocoin Weltmarktführer in der Herstellung von Münzrohlingen. Die Holding, in der die Kapitalmarktcompetenz der gesamten Gruppe gebündelt wird, soll die langfristige Finanzierung der Gruppe und das weitere Wachstum sowie die Intensivierung der Kapitalmarktansprache sicherstellen.

## Geschäftsentwicklung in den ersten 9 Monaten 2002

Unter dem Einfluss der konjunkturell und gesamtwirtschaftlich schwierigen Situation stieg der Konzernumsatz in den ersten 9 Monaten um 2,2% auf 548,2 (536,5) Mio. Euro. Die Gesamtleistung erhöhte sich um 7% auf 541,4 Mio. Euro. Der Konzern führt diese Umsatzentwicklung auf die positive Geschäftsentwicklung der Business Unit (BU) Home Decoration zurück, während die anderen Business Units unterschiedliche Geschäftsentwicklungen zu durchlaufen hatten. Der Materialaufwand betrug zum 30.09.2002 insgesamt 309 Mio. Euro. Die Materialaufwandsquote betrug damit im Neunmonatszeitraum 56,4%. In Q3 2002 konnte sie mit 50,8% gegenüber dem 1. Halbjahr 2002 (58,7%) deutlich gesenkt werden. Die Personalaufwandsquote (in Bezug zum Umsatz) stieg dagegen in Q3 2002 auf 23,3% (gegenüber 20,2% in H1 2002). In absoluten Zahlen betrug der Personalaufwand im Neunmonatszeitraum 2002 115,9 Mio. Euro. Vergleichszahlen zum Vorjahr gab das Unternehmen nicht an.

Nach Abzug der sonstigen betrieblichen Aufwendungen in Höhe von 92,2 Mio. Euro sowie der Abschreibungen in Höhe von 18,3 Mio. Euro verbleibt ein Betriebsergebnis von 20,9 Mio. Euro. VDN gibt einen Rückgang im EBIT (inkl. Zinserträge) von 36,9 auf 23,0 Mio. Euro an. Das Finanzergebnis betrug zum 30.09.2002 minus 17,2 Mio. Euro. In Q3 2002 ist damit die Quote des Finanzergebnisses zum Umsatz gegenüber H1 2002 von 2,7% auf 4,2% gestiegen. VDN weist zum 30.09.2002 ein Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit von 3,7 Mio. Euro aus. Zum Halbjahr 2002 betrug dieser Wert noch 8,7 Mio. Euro. Im Konzern erwirtschaftete VDN demzufolge im Q3 2002 einen Fehlbetrag auf der Ebene der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit von -5,0 Mio. Euro.

Die Eigenkapitalquote lag zum 30.09.2002 bei 23,4% (31.12.2001: 22,8%). Das Gearing betrug 293,7% (31.12.2001: 284,9%). Die Finanzanlagen stiegen zum 30.09.2002 gegenüber dem 31.12.2001 von 20,5 auf 32,1 Mio. Euro an. Die Vorräte blieben im gleichen Zeitraum nahezu konstant (von 283,9 auf 272,9 Mio. Euro). Einen leichten Rückgang verzeichnete der Forderungsbestand, der von 209,1 auf



Quelle: Independent Research, Unternehmensangaben

185,3 Mio. Euro sank. Die liquiden Mittel nahmen von 40,2 auf 14,3 Mio. Euro ab. Die Verbindlichkeiten reduzierten sich gegenüber dem Jahreswechsel 2001 um 1,7% auf 456,8 (31.12.2001: 464,9) Mio. Euro.

### Entwicklung in den Geschäftsbereichen

Konsolidierungsbedingter Umsatzanstieg in der BU Home Decoration. Durch die Übernahme und Werkschließungen konnte jedoch das operative Ergebnis gegenüber dem Vorjahr ins positive gedreht werden

Wir erwarten ein anhaltend schwieriges Marktumfeld

Veränderter Produktmix schlug sich in einem Umsatzrückgang im Nonferrous Metal Bereich nieder. Umsatzrückgang hat sich jedoch in Q3 2002 verlangsamt. Profitabilität konnte leicht gesteigert werden

Bei einer von uns erwarteten relativ konstant bis leicht wachsenden Umsatzentwicklung in 2003 in den BU's ist allenfalls im Bereich Home Decoration, mit einem starken Ergebnisanstieg zu rechnen

Die umsatzstärkste BU Home Decoration konnte konsolidierungsbedingt den Umsatz im Neunmonatszeitraum auf 190,4 (+79,1%) Mio. Euro verbessern. Ohne diesen Konsolidierungseffekt wäre der Umsatz jedoch um 7,1 Mio. Euro auf 99,2 Mio. Euro gesunken. Der organische Umsatzrückgang von 6,6% blieb deutlich unter dem Rückgang des Marktvolumens in Deutschland. Die Branche weist für diesen Zeitraum einen Rückgang von 15% auf. Das EBIT dieser BU verbesserte sich im Beobachtungszeitraum von -2 auf 4,6 Mio. Euro. Vor allem Kostensenkungs- und Restrukturierungsmaßnahmen sorgten für diesen Ergebnisturnaround. Die Quartalsbetrachtung dokumentiert jedoch eine Verlangsamung in der Ergebnisverbesserung. Nachdem in H1 2002 noch ein EBIT von 3,4 Mio. Euro erzielt werden konnte, erhöhte sich das EBIT in Q3 2002 nur um 1,2 Mio. Euro.

VDN plant in Q4 2002 mit einer Belebung der Nachfrage. Wir schätzen für das Jahr 2002 einen Umsatzanstieg von 43% auf 260 Mio. Euro. Das EBIT des Vorjahres mit 39,3 Mio. Euro wird aber aus unserer Sicht nicht mehr erreichbar sein. Wir gehen von einem EBIT von 9,4 Mio. Euro in 2002 in diesem Geschäftsbereich aus. Die Umsatzperspektiven für das Geschäftsjahr 2003 sind eher verhalten. Die Renovierungsbereitschaft der Bevölkerung dürfte auch in Anbetracht der schwachen Konjunktur nicht zunehmen. Wir erwarten dennoch einen 5%igen Umsatzanstieg und eine überproportionale Ergebnisverbesserung. Diese wird vor allem auf den im ersten Halbjahr 2003 abgeschlossenen Integrations- und Optimierungsmassnahmen beruhen.

Die BU Nonferrous Metal Technology konnte den Umsatzrückgang der ersten beiden Quartale des Jahres 2002 gegenüber dem Vorjahr in Q3 2002 etwas verringern, liegt aber mit 170,9 (197,7) Mio. Euro deutlich hinter dem Niveau des Vorjahres zurück. Der Umsatzrückgang ist zum Teil auf die Fokussierung auf margenstarke Produkte zurückzuführen. Das EBIT konnte durch diese Massnahmen von 7,3 auf 9,2 Mio. Euro gesteigert werden. Die EBIT-Marge bezogen auf den Umsatz konnte gegenüber dem Vorjahr von 3,7 auf 5,4% deutlich zulegen. Im Q3 2002 war jedoch ein temporärer EBIT-Margenrückgang auf 0,3% aufgetreten. VDN erwartet in dieser BU in Q4 gegenüber Q3 2002 steigende Umsätze. Der Umsatzrückstand zum Vorjahr wird sich jedoch den Konzernplanungen zufolge nicht aufholen lassen. Wir gehen von einem Jahresumsatz in dieser

Operative Entwicklung in den Business Units						
Business Unit	Entwicklung Q1-Q3 2002 (ggü. Vj.)		Planung Q4 2002 (ggü. Vj.)		Independent Research Erwartung 2003	
	Umsatz	EBIT	Umsatz	EBIT	Umsatz	EBIT
	Fastening Systems	→	↘	↗	→	→
Nonferrous Metal Technology	↘	↗	↗	↗	→	↗
Payment Systems	↘	↘	↘	↘	→	→
Home Decoration	↘	↗	↗	↗	→	↑

Quelle: Independent Research; eigene Darstellung

<b>Konzerngewinn- und Verlustrechnung</b> (in Mio. Euro)	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002e</b>	<b>2003e</b>	<b>2004e</b>
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>647,5</b>	<b>722,5</b>	<b>736,2</b>	<b>775,0</b>	<b>814,0</b>
<b>Gesamtleistung</b>	<b>703,0</b>	<b>712,8</b>	<b>746,8</b>	<b>780,0</b>	<b>819,0</b>
Materialaufwand / Herstellungsaufwand	450,2	397,6	410,6	418,5	432,0
<b>Brutto-Ergebnis vom Umsatz</b>	<b>252,8</b>	<b>315,2</b>	<b>336,2</b>	<b>361,5</b>	<b>387,0</b>
Personalaufwand	94,4	129,5	155,9	160,0	170,0
Sonstiger Aufwand	73,5	96,6	127,2	135,0	140,0
<b>EBITDA</b>	<b>84,9</b>	<b>89,1</b>	<b>53,1</b>	<b>66,5</b>	<b>77,0</b>
Abschreibungen	18,8	24,3	24,3	26,0	26,0
<b>EBIT; operatives Ergebnis</b>	<b>66,0</b>	<b>64,9</b>	<b>28,8</b>	<b>40,5</b>	<b>51,0</b>
<b>Finanz- und Beteiligungsergebnis</b>	<b>-20,7</b>	<b>-14,8</b>	<b>-24,2</b>	<b>-24,0</b>	<b>-22,0</b>
<b>Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>45,3</b>	<b>50,0</b>	<b>4,6</b>	<b>16,5</b>	<b>29,0</b>
außerordentliche Aufwendungen	13,3	21,3	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>32,0</b>	<b>28,8</b>	<b>4,6</b>	<b>16,5</b>	<b>29,0</b>
Steuern vom Einkommen und Ertrag	5,2	6,5	1,0	6,2	11,0
<b>Jahresüberschuß vor Anteile Dritter</b>	<b>26,9</b>	<b>22,3</b>	<b>3,6</b>	<b>10,3</b>	<b>18,0</b>
Ergebnisanteile Dritter	16,0	16,3	0,0	0,0	0,0
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>10,8</b>	<b>6,0</b>	<b>3,6</b>	<b>10,3</b>	<b>18,0</b>
Anzahl der Aktien (in Mio. St.)	6,0	10,3	10,3	10,3	10,3
<b>Ergebnis je Aktie in Euro (unbereinigt)</b>	<b>1,80</b>	<b>0,58</b>	<b>0,35</b>	<b>1,00</b>	<b>1,75</b>
<b>Umsatzwachstum</b>	-	<b>12%</b>	<b>2%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>
<b>EBIT-Marge</b>	<b>10,2%</b>	<b>9,0%</b>	<b>3,9%</b>	<b>5,2%</b>	<b>6,3%</b>
<b>Umsatzrendite (KJÜ/Umsatz)</b>	<b>1,7%</b>	<b>0,8%</b>	<b>0,5%</b>	<b>1,3%</b>	<b>2,2%</b>
<b>Steuerquote</b>	<b>16,1%</b>	<b>22,6%</b>	<b>21,9%</b>	<b>37,6%</b>	<b>37,9%</b>

Quelle: Independent Research, Unternehmensangaben

BU von 231,9 (233,9) Mio. Euro aus. In Anbetracht der geringen Profitabilität in Q3 2002 schätzen wir für das Gesamtjahr 2002 ein EBIT von 9,4 (21,1) Mio. Euro. Für 2003 erwarten wir allenfalls eine leichte Umsatzsteigerung sowie eine Verbesserung der EBIT-Marge auf 6% (4,0%).

Payment Systems leidet unter dem unerwartet geringen Nachordergeschäft von Euro-Münzen

In der BU Payment Systems gelang es VDN nicht, den Umsatzeinbruch infolge des Auslaufens der Münzrohlingenfertigung für den Euro durch verstärkten Absatz von Münzen in anderen Regionen auszugleichen. Der Umsatz brach im Neunmonatszeitraum von 177,2 auf 109,5 Mio. Euro ein. Das EBIT ging von 28,5 auf 12,3 Mio. Euro zurück. Die weltweit führende Marktposition dieser BU konnte VDN jedoch aufgrund der Kosten- und Technologieführerschaft weiter festigen. VDN hat trotzdem eine Reihe von Massnahmen zur Kostensenkung und Effizienzsteigerung eingeleitet, um somit die alte Ertragskraft wieder zu erreichen. Wir halten dieses Ziel frühestens im Jahr 2004 für erreichbar.

BU Fastening Systems mit relativ konstanter Umsatz- und Ertragsentwicklung. Vertriebsaufbau in den USA wirkte belastend

In der kleinsten Business Unit Fastening Systems stieg der Umsatz um 3% auf 80,2 (78,1) Mio. Euro. Rohertrag und EBIT sanken. Das EBIT lag mit 4,2 Mio. Euro 11% unter dem Vorjahr. Ergebnisbelastend wirkte, neben höheren Personalaufwendungen, der Aufbau einer eigenen Vertriebsorganisation in den USA. VDN hofft in dieser BU auf ein positiv verlaufendes Q4 2002. Wir halten einen Umsatzzanstieg 2002 auf 107 (103,5) Mio. Euro für realistisch. Das EBIT 2002 dürfte mit 5,5 (6,3) Mio. Euro unter dem Vorjahreswert liegen. Für 2003 gehen wir nur von einem geringfügigen Ergebnisanstieg bei einem um 3% höheren Umsatz aus.

VDN wird 2002 seine eigenen Ergebnisplanungen, die bereits unter den Ergebnissen des Vorjahres lagen, deutlich verfehlen. Wir wollen einen zusätzlichen ergebnisbelastenden Aufwand aufgrund von weiteren Restrukturierungsaufwendungen im Jahresabschluss nicht ausschliessen

Wir haben unsere Gewinn-schätzungen deutlich gesenkt

In 2002 und in der ersten Hälfte des Geschäftsjahres 2003 dürften weitere Restrukturierungsmassnahmen im Konzern anstehen

Gesamtkapitalrenditeziele für die einzelnen Business Units unseres Erachtens nach frühestens in 2004 erreichbar

Auf Konzernebene plant VDN aufgrund des hinter den eigenen Planungen zurückgebliebenen Verlaufes der ersten neun Monate 2002 nicht mehr mit der Erreichung des Vorjahresumsatzes. Die rückläufige Ergebnisentwicklung wird sich in Anbetracht der fortgesetzten Einsparmassnahmen und der höheren Umsätze in einigen Business Units im vierten Quartal 2002 nicht fortsetzen. Wir rechnen allerdings nur mit einem ausgeglichenen Q4 2002, das zu keiner Ergebnisverbesserung mehr im Gesamtjahr beitragen wird. VDN geht in seinem Neunmonatsbericht davon aus, dass das Ergebnis unter den eigenen Erwartungen und unter dem Vorjahr liegen wird.

In Anbetracht der rückläufigen Ergebnisentwicklung haben wir unsere im Sommer aufgestellten Umsatz- und Ertragsprognosen für die kommenden Jahre reduziert. Wir erwarten nun ein EpS von 0,35 (alt: 1,46) Euro für das Geschäftsjahr 2002 und ein EpS von 1,00 (alt: 2,15) Euro für 2003. Diese EpS-Schätzungen legen die Verschmelzung der Hindrichs-Auffermann AG auf die VDN AG zugrunde. Die Verschmelzung wurde jedoch noch nicht rechtsbindend in das Handelsregister eingetragen, da ein Rechtsstreit in dieser Angelegenheit vorliegt. Die Klage gegen die Rechtmäßigkeit der Verschmelzung wurde bereits in zweiter Instanz im Herbst 2002 abgewiesen. Der Kläger legte jedoch Berufung ein. Die endgültige Klärung wird somit erst im Frühjahr des Jahres 2003 erwartet. Die rechtliche Situation behindert jedoch nicht die operative Konzerntätigkeit.

## Strategie

Im Mittelpunkt der strategischen Ziele des Konzerns steht aktuell die internationale Expansion, die Neuordnung und Ausweitung der Produktbereiche sowie die Optimierung der Fertigung. In der BU Fastening Systems liegt der Fokus auf der Penetration des amerikanischen Marktes. Ferner wurden in diesem Bereich neue Fertigungsanlagen in Tschechien in Betrieb genommen. Hierdurch wird VDN weitere Kostenvorteile erringen. Erst im Laufe des Jahres 2003 wird die Integration der im vorherigen Geschäftsjahr erworbenen Alkor-Venilia-Gruppe abgeschlossen sein. Wir rechnen gegen Ende des Jahres 2003 mit einem starken Profitabilitätsanstieg. Durch Freisetzungen von über 9% der Mitarbeiter zum Jahresende 2002 hat VDN auf der Kostenseite bereits auf die schwache Marktverfassung reagiert. Für 2003 geplante Mitarbeiterreduktionen von 3% wurden bereits eingeleitet (Gesamtersparnis bei den Personalkosten von ca. 21 Mio. Euro). Diese Massnahmen sollten sich mittelfristig positiv in der Ergebnisentwicklung niederschlagen. Die Strategie in der BU Nonferrous Metal Technology, sich auf die höherwertigen und hochprofitablen Produktbereiche mit hoher Wertschöpfungstiefe zu konzentrieren, scheint sich auszuzahlen. Die konjunkturelle Schwäche wird in den kommenden Quartalen jedoch keinen deutlichen Ergebnisschub erzeugen.

Unter den weitreichendsten Restrukturierungsbemühungen dürfte die BU Payment Systeme leiden. Der öffentliche Ersatzbedarf an Münzrohlingen ist zur Zeit weit geringer als von den Euro-Ländern geplant. In einigen Ländern hat das Münzgeld mit der Euro Einführung ein Akzeptanzproblem unter der Bevölkerung, was das Nachordergeschäft zusätzlich belastet. Stellvertretend hierfür ist die Forderung der Euro-Länder Italien und Griechenland nach dem Druck eines 1-Euro Scheines. Auf die veränderten Rahmenbedingungen hat VDN reagiert. Der Personalbestand in dieser BU wurde um 38% reduziert. Wir gehen dennoch davon aus, dass in diesem Bereich die hohe Ertragsstärke der Jahre 2000 und 2001 so schnell nicht wieder erreicht werden kann. Insofern ist das Engagement des Konzerns, sich mit der Akquisition eines Herstellers von Smartcard-Systemen, in

angrenzenden Geschäftsbereichen zu betätigen sowie die Expansion des Münzgeschäfts in Asien und Südamerika als positiv zu bewerten.

VDN strebt weiterhin an, in jedem der vier BU eine Gesamtkapitalverzinsung von 15% zu erreichen. Aufgrund der konjunkturellen Situation hat sich VDN in drei von vier Bereichen von diesem Ziel etwas entfernt. In allen vier Geschäftsbereichen ist aber eine Rendite in dieser Höhe unserer Ansicht nach erzielbar. Die Erreichung dieses Zieles in der größten BU Home Decoration ist für 2004 vorgesehen. Sollte dies gelingen, was wir für ein sehr ambitioniertes Ziel betrachten, würde das Konzernergebnis deutlich ansteigen.

## Bewertung und Fazit

Analog zur operativen Ergebnisentwicklung im zweiten Halbjahr 2002 und unter dem Einfluss der allgemeinen Börsenschwäche sank der Aktienkurs in den letzten 6 Monaten deutlich. Mit derzeit rund 5,00 Euro hat sich der Wert je Aktie und damit die Marktkapitalisierung gedrittelt. Wir hatten im Sommer unter dem Eindruck des vom Unternehmen als verhalten positiv bezeichneten operativen Ausblicks einen Kursanstieg erwartet. Dieser setzte insbesondere nach der Hauptversammlung im August 2003 jedoch nicht ein. Der Umsatz- und vor allem die operative Ergebnisentwicklung lagen im Betrachtungszeitraum deutlich unter unseren Schätzungen. Dies hatte eine Reduktion unserer Ergebnisschätzungen zufolge.

Für uns unerwartet starker Kursrückgang folgte der schwachen operativen Entwicklung in Q3 2002

Peer Group: Holding-Unternehmen					
Unternehmen	EV/ Umsatz 2003e	EV/ EBITDA 2003e	EV/ EBIT 2003e	KGV 2003e	Dividenden- rendite 2002 (in %)
Pfleiderer	1,03	10,1	20,2	5,8	0,0
Indus Holding	0,89	5,0	10,1	5,9	7,0
Gesco	0,74	7,7	13,8	6,1	6,5
TA Triumph Adler	0,89	9,1	29,6	51,7	0,0
MG Technologies	0,72	-	15,0	5,9	3,8
<b>Durchschnitt</b>	<b>0,85</b>	<b>8,0</b>	<b>17,7</b>	<b>15,1</b>	<b>3,5</b>
<b>Median</b>	<b>0,89</b>	<b>8,4</b>	<b>15,0</b>	<b>5,9</b>	<b>3,8</b>
<b>VDN</b>	<b>0,63</b>	<b>7,4</b>	<b>12,1</b>	<b>5,1</b>	<b>2,4</b>

Quellen: Independent Research; IBES-Schätzungen;

Die Aktie ist nach dem erfolgten Kursrückgang in den letzten Tagen vor allem auf Basis der Kennziffer EV/Sales derzeit unterbewertet

Auf Basis der betrachteten Bewertungsparameter EV/Sales weist VDN eine deutliche Unterbewertung gegenüber Vergleichsunternehmen auf. Betrachtet man den Ergebnismultiplikator KGV, so ist VDN leicht unterhalb des Bewertungsniveaus anderer Holding-Unternehmen bewertet. Aufgrund der geringeren Handelsliquidität der Aktie sowie der noch nicht über einen längeren Zeitraum vorliegenden Transparenz des Zahlenwerkes halten wir einen geringen Bewertungsabschlag für gerechtfertigt.

---

Mit der kontinuierlichen Quartalsberichterstattung, die jedoch noch nicht den SMAX- und MDAX-Standards entspricht, leitet VDN eine Phase der Intensivierung der Kapitalmarktkommunikation ein

---

---

Wir gehen von einem deutlichen Rückgang der Dividende für das Jahr 2002 aus

---

---

Infolge des aus unserer Sicht übertriebenen Kursrückganges in den letzten Tagen votieren wir mit Kaufen. Unser Kursziel für die nächsten Wochen lautet 7,50 Euro

---

Positiv bewerten wir weiterhin das Bemühen des Vorstands, die Transparenz des Unternehmens zu erhöhen. Mit der Umstellung der Rechnungslegung auf IAS wird das Unternehmen einen weiteren Schritt im Jahr 2003 vollziehen. Wir gehen davon aus, dass VDN die Mitgliedschaft im Prime Standard beantragen wird. Aufgrund der freien Marktkapitalisierung würde das Unternehmen derzeit zu den SDAX 50-Anwärtern zählen. Das langfristige Ziel der Mitgliedschaft im MDAX bleibt bestehen und könnte der Aktie weiteren Schub verleihen.

Die Ankündigung, die Dividendenhöhe an die Ergebnisentwicklung zu koppeln, deutet auf eine deutliche Senkung der Dividende für 2002 hin. Wir halten die Aufrechterhaltung der Ausschüttungsquote, sie betrug für das Geschäftsjahr 2001 34,7%, für realistisch. Dies würde auf Basis unserer Ergebnisschätzungen einer Dividende für 2002 von 0,12 (0,75) Euro bedeuten. Die Dividendenrendite entspräche damit beim jetzigen Kursniveau 2,4%. Dieser Wert ist im Vergleich zu anderen Holdings unterdurchschnittlich. Aus den Erfahrungen der letzten Jahre hinsichtlich der Dividendenpolitik des Unternehmens erscheint jedoch auch eine höhere Ausschüttungsquote möglich.

Den starken Kursrückgang in den letzten Tagen sehen wir fundamental als nicht gerechtfertigt an. Auf Basis der Betrachtung des Multiplikators EV/Sales ist die Aktie gegenüber der Peer-Group deutlich unterbewertet. Wir votieren aus diesem Grund mit Kaufen und sehen kurzfristig ein Kurspotential von 40%. Temporäre Kursrückgänge infolge schwächerer operativer Zahlen in der ersten Hälfte dieses Jahres wollen wir jedoch nicht ausschliessen.

 Independent Research

Zeppelinallee 37  
60325 Frankfurt am Main

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