



Independent Research

Investment Research

VDN AG



value driven network

Branche:
Industrie-Holding

Marktsegment: General Standard

Update Juli 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 03.07.2003

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.

INHALTSVERZEICHNIS

Disclaimer	2
Inhaltsverzeichnis	3
Unternehmensdaten	4
Zusammenfassung	5
SWOT-Analyse	6
Unternehmensprofil und Strategie	8
Markt und Wettbewerb	11
Finanzteil	15
Bewertung	22
Anhang	26

VDN

Kaufen

Ereignis:

Jahresabschluss 2002; Zahlen zum ersten Quartal 2003

Einschätzung:

Kaufen

IR	3	2	3
Rating	Wachstum	Investor Relations	Konstanz



VDN Vereinigte Deutsche Nickel-Werke; 03. Juli 2003

Jens Jung
 Telefon: 069 / 97 14 90-0

- ⇒ **VDN konnte das Geschäftsjahr 2002 mit einem Umsatz von 696,0 (721,6) Mio. Euro abschliessen. Unvorhergesehene Umsatzrückgänge in der Business Unit Payment Systems sowie rückläufige Metallpreise sorgten für einen leichten Umsatzrückgang**
- ⇒ **Das EBIT stieg um 60,4% auf 53,4 Mio. Euro an, was vor allem auf einen Anstieg der sonstigen betrieblichen Erträge zurückzuführen ist**
- ⇒ **Der Konzernjahresüberschuss konnte im Geschäftsjahr 2003 von 2,2 auf 27,6 Mio. Euro gesteigert werden**
- ⇒ **Die positive Ergebnisentwicklung schlug sich noch nicht im Aktienkurs nieder. Wir sehen weiterhin ein hohes Kurspotenzial und votieren mit Kaufen bei einem Kursziel von 8,50 Euro**

VDN		Industrial			Performance	
Land	GE	GJ	31. Dez		Rel. 1 Monat	-14,79
Aktienanzahl	12,439	www.vdn.de			Rel. 3 Monate	-24,39
Ø Tagesumsatz	4599	Letzte Dividende	0,75		Rel. 6 Monate	-31,85
WKN	645500	Marktkapt.Mio.Euro	60		Rel. 12 Monate	-61,19
Kurs	4,85	Währung	EUR		Beta	0,51
52W Hoch	18,90	Datum	10.07.2002		CDAX	0,007%
52W Tief	4,40	Datum	02.04.2003			
Aktionäre:	Michael Schröer 59,5%; Free Float 40,5%					
Beteiligungen:	Deutsche Nickel 100%; EuroCoin 100%; Hindrichs-Auffermann 100%; Joh. Friedrich Behrens 65,16%; RI Holding 100%;					
GJ	Umsatz	EBIT*	EBT	JÜ	EpS	KGV
2001	721,6	33,3	15,9	2,2	0,21	83,1
2002	696,0	53,4	28,1	27,6	2,22	5,9
2003e	700,0	33,0	8,0	4,0	0,32	15,1
2004e	748,0	45,0	23,0	11,8	0,95	5,1
Zahlen in Mio. Euro ausser EpS, hist. KGVs auf Jahresdurchschnittskursen, * Betriebsergebnis						EV/Umsatz 04e: 0,49
						EV/EBIT 04e: 8,1
						Div-Rendite 03e: 6,2%
						CAGR Umsatz 01-04e: 1,2%
						CAGR JÜ 01-04e: 75,8%
						RL: IFRS

Zusammenfassung

- ⇨ Die Entwicklung der vier Business Units des Konzerns litt unter der allgemein schwachen konjunkturellen Situation im Jahr 2002. Das Unternehmen sieht die Umsatzentwicklung auf dieser Basis als befriedigend an. Mit 696 Mio. Euro Umsatz erreichte der Konzern nicht unsere Umsatzschätzung von 736 Mio. Euro.
- ⇨ Die Geschäfte entwickelten sich in den vier Business Units unterschiedlich. Insbesondere im Bereich Nonferrous Metal Technology blieb der Umsatz hinter den Planungen zurück. Unsere Umsatzschätzung wurde nicht erreicht. Hier schlugen sich geringere Metallpreise deutlich in der Umsatzentwicklung nieder. Ferner musste der Konzern im Bereich Payment Systems einen deutlichen ungeplanten Umsatzrückgang verbuchen. Dieser entsprach jedoch unseren Schätzungen.
- ⇨ Die kleinste Business Unit Fastening Systems wies eine stabile Entwicklung auf. Im Bereich Home Decoration konnte das Unternehmen akquisitionsbedingt eine deutliche Umsatzausweitung verbuchen. Die zuvor angestrebte Verschmelzung der Hindrichs Auffermann AG wurde zu Beginn des Jahres für rechtskräftig erklärt.
- ⇨ Die Business Unit Payment Systems ergänzte im Geschäftsjahr 2002 ihr Produktsortiment um den wachstumstarken Bereich Non-Cash durch die Akquisition eines kleinen Unternehmens für Kreditkartensysteme. Die im Frühjahr geplante Übernahme der börsennotierten Winter AG, einem Anbieter von personalisierten Kreditkarten, durch die VDN-Tochter EuroCoin AG, verfolgt der Konzern weiter, obwohl er aus rechtlichen Gründen das Übernahmeangebot zum jetzigen Zeitpunkt zurücknahm.
- ⇨ Die operativen Ergebnisse in drei der vier Business Units lagen unter unseren Schätzungen. Nur in der BU Fastening Systems konnte der Konzern sein Segmentergebnis gegenüber dem Vorjahr geringfügig verbessern. Im Bereich Fastening Systems übertraf der Konzern mit 6,1 (5,4) Mio. Euro unser Schätzung von 5,3 Mio. Euro. Der Rückgang der operativen Ergebnisse ist unter anderem auf hohe Restrukturierungskosten zurückzuführen, die nur zum Teil durch den Anstieg der sonstigen betrieblichen Erträge auf 66,3 (44,1) Mio. Euro kompensiert werden konnten.
- ⇨ Wir erwarten, dass sich die operative Ergebnisentwicklung im laufenden Geschäftsjahr deutlich verbessert. Unsere Schätzungen gehen von einem deutlichen Anstieg aus. Auf Basis dieser Schätzungen ist die Aktie mit einem KGV 2004e von 5,3 und einem Enterprise Value/Umsatz von 0,31 günstig bewertet.
- ⇨ Die Aktie hat in den letzten fünf Monaten konsolidiert. Aus unserer Sicht sind alle negativen Meldungen, darunter der Ausfall der Dividendenzahlung, bereits im Aktienkurs eingepreist. Sollten sich in den nächsten Monaten operative Ergebnisverbesserungen einstellen, rechnen wir mit einem schnellen Kursanstieg. Unser Kursziel erhöhen wir auf 8,50 (alt: 7,50) Euro. Bei einem Kurspotenzial von über 50% lautet unser Votum weiterhin Kaufen.

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.
- ⇒ Mit Dr. Wolfgang Knop und Günter Franke stehen zwei Vorstände mit langjähriger Branchenerfahrung dem Unternehmen vor. In der Holding bündelt das Unternehmen lediglich M&A, Kapitalmarktcompetenz, IR sowie die Finanzierungsfunktion des Konzerns. Die Business Units sind für die Ergebnisentwicklung verantwortlich und konzentrieren sich daher auf die operative Geschäftsführung. Zur Erreichung der abgestimmten Ziele und der Bereichsstrategie besitzen die Business Units alle Kompetenzen, um die hierzu notwendigen Maßnahmen durchzuführen.
- ⇒ VDN zählt mit seinen Business Units in allen Kernbereichen bereits zu den marktführenden Unternehmen. Im Bereich der Münzrondenfertigung ist man bereits Marktführer. Durch die Verschmelzung ist die Integration des europäischen Marktführers für Wohndekor Hindrichs-Auffermann AG nun auch rechtlich vollzogen worden.
- ⇒ VDN plant ein aktives Portfoliomanagement zu betreiben und langfristige Unternehmensbeteiligungen aufzubauen, die sich wesentlich an der Kapitalrendite ausrichten.
- ⇒ VDN hat seine Rechnungslegung auf internationale Standards umgestellt und damit die Transparenz der Berichterstattung erneut verbessert.

Schwächen

- ⇒ Die konjunkturelle Situation hat 2002 fast alle Geschäftsbereiche gleichermaßen betroffen. Die Ergebnisse des Konzerns in 2002 wurden zum Teil nicht operativ erwirtschaftet. So standen Einmalaufwendungen i.H.v. 30,2 Mio. Euro Einmalserträge von 41,1 Mio. Euro gegenüber.
- ⇒ Die Zahlungsmittelabflüsse für die Restrukturierungen sorgten für einen Dividendenausfall für das Geschäftsjahr 2002.

Chancen

- ⇒ 2002 war vor allem durch Restrukturierungen geprägt. VDN wird nach Abschluss dieser Phase gestärkt im Wettbewerb stehen.
- ⇒ Durch die Umstellung der Rechnungslegung auf IFRS hat der Konzern eine Anforderung des Prime Standard bereits erfüllt. Wir rechnen damit, dass VDN mittelfristig ein Listing in diesem Segment anstrebt. Aufgrund der Marktkapitalisierung wäre der Konzern ein SDAX-Anwärter. Dies dürfte das Interesse institutioneller Investoren erhöhen.
- ⇒ Durch die bereits erfolgten Kapitalerhöhungen in Verbindung mit der Verschmelzung der Gesellschaften ist die Aktienanzahl gestiegen, was mittelfristig einen liquideren Handel der Aktie ermöglicht.

Risiken

- ⇒ Die Korrelation der Geschäftsentwicklung der Holding zur allgemeinen Konjunktur-entwicklung erwies sich im Geschäftsjahr 2002 als sehr hoch. Ausbleibende gesamtwirtschaftliche Impulse hatten die Mehrzahl der Business Units betroffen. Das parallele Auftreten von negativen konjunkturellen Branchenzyklen ist auch in Zukunft nicht ganz auszuschliessen.
- ⇒ Das Unternehmen wird durch Preisschwankungen von Papier sowie Edel- 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.

Unternehmensprofil

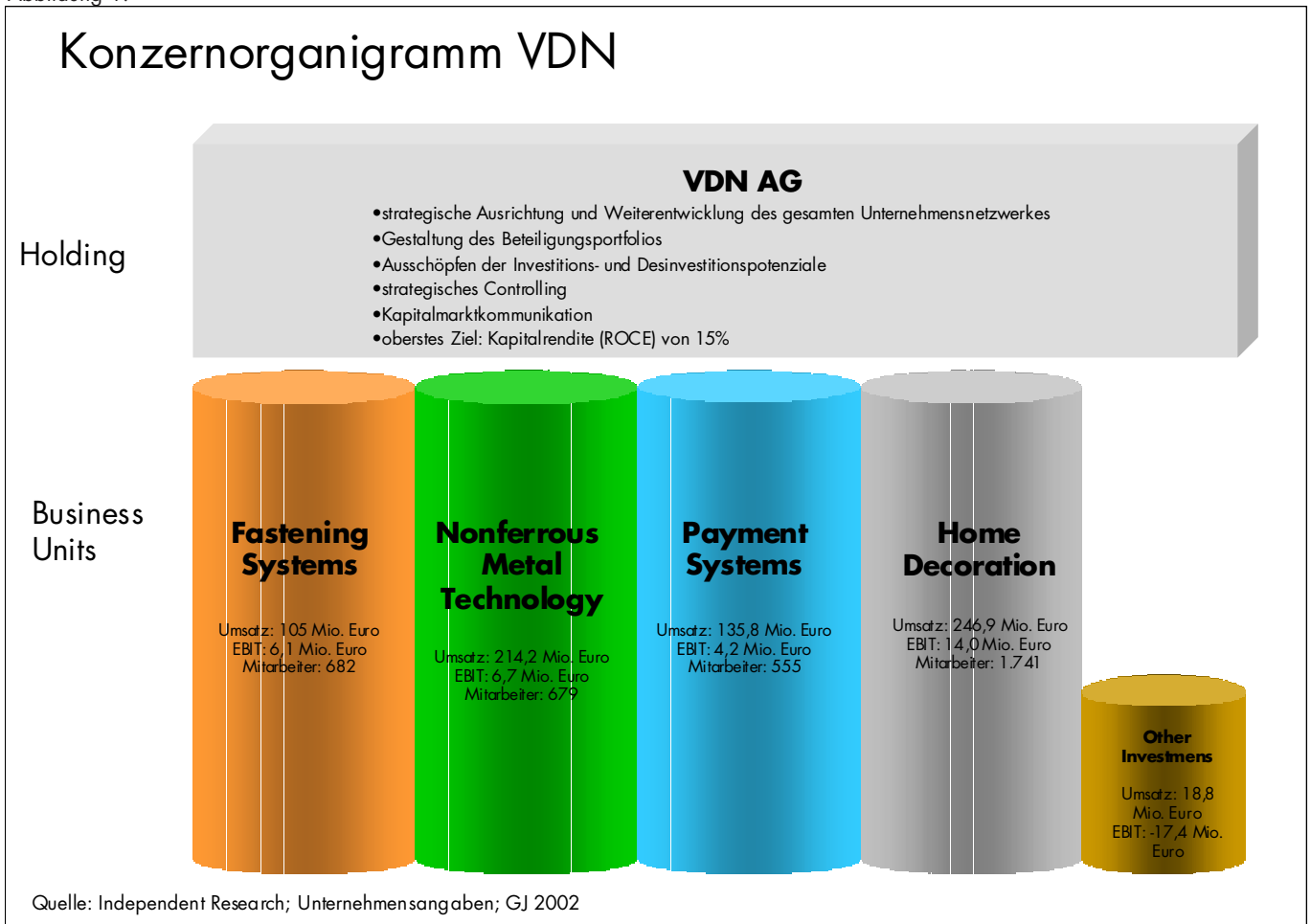
VDN ist eine Strategie- und Führungsholding mit vier Business Units

Der VDN-Konzern ist eine Strategie- und Führungsholding mit den vier Business Units Fastening Systems, Nonferrous Metal Technology, Payment Systems und Home Decoration. Daneben existieren noch Randbeteiligungen, die in dem Geschäftsbereich Other Investments gebündelt sind. Diese sind vorwiegend im Immobiliengeschäft tätig. Ein Ausstieg aus diesem Randbereich könnte in den nächsten Jahren vollzogen werden. VDN prüft derzeit alle offenen Optionen. Für die Konzernentwicklung besitzt der Bereich jedoch nur untergeordnete Bedeutung.

Geschäftsbereiche besitzen weltweit führende Positionen in Nischenmärkten

Die Geschäftsbereiche haben in ihren Nischenmärkten weltweit führende Positionen inne. So ist zum Beispiel die Business Unit Payment Systems 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.

Abbildung 1:



Der Streubesitz der Gesellschaft ist mit rund 40% für einen Nebenwert sehr hoch. Im Streubesitz sind derzeit noch vorwiegend private Investoren vertreten. Der institutionelle Anteil ist gering. Rund 60% der Unternehmensanteile hält der Aufsichtsratsvorsitzende Michael Schröder. Er hat maßgeblich die Gruppe geformt. Als aktiver Aufsichtsrat nimmt er intensiv an der Unternehmensentwicklung teil.

Strategie

Die VDN versteht sich als Strategie- und Führungsholding. Diese steuert die eigenständigen Business Units Fastening Systems, Nonferrous Metal Technology, Payment Systems und Home Decoration, die für sich selbständige Unternehmensgruppen bilden. Jede Business Unit agiert operativ unabhängig von der anderen. Die operative Selbständigkeit der Business Units sichert den langfristigen Erfolg der Einheiten. Die Diversifikation des Konzerns in unterschiedliche Geschäftsbereiche verringert die konjunkturelle Abhängigkeit des Konzerns von einzelnen Märkten. Die gebündelte Wahrnehmung von Konzernaufgaben in der Holding sorgt für Effizienzvorteile und eine kostenoptimale Erfüllung. Die Steuerung der Business Units über die Kapitalrendite erhöht den konzerninternen Wettbewerb um Investitionsmittel und schafft eine hohe Transparenz.

Holdingsstruktur führt zu Risikodiversifizierung

Die Business Unit Home Decoration treibt die erfolgreiche Integration der Akquisitionen voran

Der Bereich Payment Systems wird von Restrukturierungen und der Erschließung neuer Märkte geprägt

2003 wird im Konzern von weitergehenden Restrukturierungsanstrengungen geprägt sein. Nach der im März erfolgten Ablehnung der Klage gegen die Verschmelzung mit der Hindrichs-Auffermann AG ist die Business Unit Home Decoration auch rechtlich in den Konzern voll integriert. Die bereits operativ eingeleiteten Restrukturierungen im Geschäftsjahr 2002 sollten gegen Ende 2003 erste Erfolge zeigen. Zur Erhöhung der Auslastung der Produktionskapazitäten und der Stärkung der regionalen Präsenz hatte die Business Unit bereits im Januar 2003 die in Belgien und Frankreich bekannte Heimtextil- und Tapetenmarke „Bulgomme“ erworben. Unter der Marke „Bulgomme“ werden Tischbeläge und selbstklebende Folien vermarktet. Die Akquisition ergänzte das bisherige Produktportfolio und erhöhte die Effizienz der Vertriebskanäle.

In der Business Unit Payment Systems ist eine stark sinkende Nachfrage infolge sinkender Nachbestellungen für den Euro zu verzeichnen. Kapazitätsanpassungen werden die Business Unit im Geschäftsjahr 2003 anhaltend prägen. Zur Sortimentsergänzung hat der Konzern im abgelaufenen Geschäftsjahr den SmartCard Hersteller Comcard erworben. Comcard setzte 2001 mit 85 Mitarbeitern rund 8 Mio. Euro um und hat auf seiner Kundenliste Krankenversicherer und Kreditinstitute stehen. Das Unternehmen erfüllt unter anderem die Sicherheitsbestimmungen für Visa und Europay und ist daher berechtigt, Kreditkarten für Visa, Eurocard und Mastercard herzustellen, zu personalisieren und zu versenden. VDN kommt durch diesen Erwerb seinem Ziel näher, die weltweit führende Position im Bereich Zahlungsmittel zu erreichen. Die Business Unit wird so den Bereich des Non-Cash weiter stark ausbauen. Dieser Bereich verzeichnete in den letzten Jahren starke Zuwachsraten. Zusätzlicher Bedarf aus diesem Bereich könnte durch gesetzliche Änderungen ausgelöst werden. Die Diskussion um die Einführung einer elektronischen Patientenakte im Gesundheitssektor in Deutschland lässt sich exemplarisch nennen.

Übernahmeangebot für die Winter AG vorerst zurückgezogen

Strategisch öffnen sich für die BU Payment Systems durch eine Übernahme von Winter neue Möglichkeiten. Operativ könnte sie jedoch die BU zuerst belasten

Konzern gibt Kapitalrendite von 15% als Ziel vor

Übernahme der Winter AG zurückgenommen

Um den Bereich Non-Cash schneller auszubauen, hatte VDN über die Tochter EuroCoin über 40% der Stimmrechte (13,4% direkt und 29,5% über einen Poolvertrag mit der Winter-Grossaktionärin Susanne Winter) an der börsennotierten Winter AG erworben. An die freien Aktionäre erfolgte ein Übernahmeangebot von 1,74 Euro je Aktie. Dies hätte einer Bewertung des Unternehmens von rund 11 Mio. Euro, etwa dem 0,25 fachen des Jahresumsatzes entsprochen. In der Folge stellte sich heraus, dass unter anderem wegen einer zunächst anstehender kartellrechtlicher Genehmigung sowie einer einvernehmlichen Änderung des Poolvertrages eine Verpflichtung zur Abgabe eines Pflichtangebotes nicht vorlag. EuroCoin nahm deshalb das Übernahmeangebot zurück. Das strategische Interesse der EuroCoin AG dürfte jedoch bestehen bleiben. Dies werten wir als sinnvoll.

Kapitalrenditeziel von 15% bleibt bestehen

Der Konzern proklamiert als oberste Steuerungsgröße weiterhin eine Kapitalrendite von 15% für alle Business Units. Von diesem Ziel haben sich drei von vier Business Units in 2002 entfernt. Die Beibehaltung der Zielgröße untermauert jedoch den Anspruch des Konzerns auf eine wertsteigernde Unternehmensentwicklung.

Markt und Wettbewerb

Fastening Systems

Fastening Systems produziert und vertreibt Befestigungssysteme

Unternehmensgruppe gehört in Europa zu den marktführenden Unternehmen

Die Business Unit produziert und vertreibt weltweit Befestigungssysteme für Holz und andere Stoffe. So umfasst die Produktpalette Industrieheftklammern und magazinierte Nägel sowie die dazugehörigen Druckluftgeräte zur Verarbeitung. Darüber hinaus gehören Schmelzklebstoffe, Bau- und Möbelbeschläge sowie Rahmenheftanlagen zum Sortiment. Die Produkte sind in den drei Produktgruppen Klammersysteme, Nagelsysteme und Sonstiges zusammengefasst, wobei die Klammersysteme nach wie vor den größten Beitrag zum Gesamtumsatz leisten. Nach eigenen Angaben zählt die Unternehmensgruppe im Kernmarkt Europa zu den Marktführern. Die Hauptabnehmer der Business Unit befinden sich in der Holz verarbeitenden Industrie. Im abgelaufenen Geschäftsjahr entfielen rund 13% der Umsätze auf den deutschen Markt. Nach einem erfolgreichen Eintritt in den US-amerikanischen Markt im letzten Jahr wurden dort ebenfalls rund

13% erwirtschaftet. Bei einem Umsatzrückgang von rund 11% in Deutschland und einer konstanten Umsatzentwicklung in den anderen Ländern Europas konnte der Umsatz in Nordamerika um rund 7% gesteigert werden. Positiv ist auch die Umsatzentwicklung in Osteuropa mit einem Umsatzanteil von rund 25%, bei einer steigenden Tendenz, zu bewerten.

Abbildung 2:

BU Fastening Systems	
Highlights 2002	Chancen 2003
→ Erhöhung der Marktanteile	→ Erweiterung des Geräteportfolios
→ 7,3% Umsatzwachstum auf 13,2 Mio. Euro in Nordamerika	→ Übernahme des Online-Bestellsystems nach Europa
→ Implementierung eines Online-Bestellsystems in den USA	→ Aufbau europäischer Organisationsstrukturen
→ Erweiterung des Produktprogrammes der spanischen Tochter	
→ Anstieg des Jahresüberschusses von 0,9 auf 1,5 Mio. Euro	

Quelle: Independent Research, Unternehmensangaben

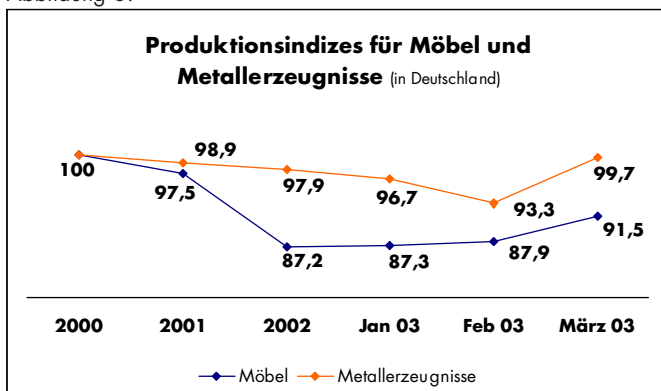
Besonders die Abnehmer in der Möbel- und Bauindustrie leiden unter der schwachen Konjunktur

Die Umsätze verringerten sich in vielen relevanten Märkten. So sank in 2002 der Branchenumsatz in Europa um 10 bis 15% und in Deutschland um rund 14%. Lediglich in den Ländern Osteuropas, speziell in den Nachfolgestaaten der ehemaligen Sowjetunion, kam es zu einem deutlichen Wachstum. Die Märkte in Nord- und Südamerika besaßen dagegen kaum Wachstumspotenzial. Die Unternehmensgruppe bedient Branchen, die ihrerseits unter der schwachen Konjunktur leiden. So verzeichnete laut HDH (Hauptverband der Deutschen Holz und Kunststoffe verarbeitenden Industrie) die deutsche Möbelindustrie in 2002 einen Umsatzrückgang um rund 9,4% von 22,4 auf 20,3 Mrd. Euro. Der Umsatz im Holzgewerbe verringerte sich um rund 3,7% auf 15,5 Mrd. Euro.

Nach Angaben des Statistischen Bundesamtes ging der Produktionsindex der Möbelindustrie im abgelaufenen Geschäftsjahr um 10,6% zurück. Allerdings stieg er seit Jahresanfang 2003 um 4,9% bis zum Ende des ersten Quartals.

Auf der Angebotsseite handelt es sich um einen regional stark fragmentierten Markt mit wenigen Großanbietern und vielen kleineren Anbietern. Aufgrund der gefestigten Marktstrukturen zeigte sich in 2002 hier keine Veränderung. Dagegen führte die zunehmende Marktkonzentration auf dem fragmentierten Nachfragemarkt zu einem verschärften Preisdruck. Die Unternehmensgruppe kann sich allerdings durch die Positionierung als Systemanbieter und durch

Abbildung 3:



Quelle: Statistisches Bundesamt

Marktkonzentration auf der Nachfrageseite führt zu Preisdruck

die starke Kundenorientierung von den Wettbewerbern absetzen. So konnte durch den herausragenden Service der Kundendienstteams eine hohe Kundenzufriedenheit erreicht werden, wodurch wiederum die Basis für Folgeaufträge gelegt wurde. Der Absatz erfolgte zum einen über den Außendienst für Industriekunden und über ein Großhändlernetz für das Handwerk und andere Gewerbebetriebe. Das in den USA im vergangenen Jahr eingeführte Online-Bestellsystem soll mittelfristig auch in Europa installiert werden.

Die Business Unit produziert Halbzeuge und Vorprodukte aus Nickel

Nonferrous Metal Technology

Die Business Unit produziert hauptsächlich Halbzeuge und Vorprodukte wie Bänder, Stangen und Drähte aus selbst geschmolzenem Nickel und daraus erstellten Nickellegerungen. Darüber hinaus werden Edelmetalle wiedergewonnen und zum Teil zu höher veredelten Produkten verarbeitet. Im abgelaufenen Geschäftsjahr kam es zu einer Neustrukturierung der Unternehmensgruppe, bei der die Produktionsabläufe und –prozesse umstrukturiert, optimiert und Teilbereiche im Outsourcing vergeben wurden. So wurde die Drahtfertigung im Rahmen einer Kooperation ausgelagert. Die Stangenfertigung soll mittelfristig komplett an einen Zulieferer vergeben werden. Durch die Aufgabe von Massenprodukten wurde der Schwerpunkt auf Produkte mit einer hohen Veredelungstiefe gelegt. So führte die Sortimentumgestaltung zur Fokussierung auf die Schmelze für Flach- und Rundprodukte sowie deren Weiterverarbeitung zu hoch veredelten Drähten, wo auch längerfristige Abnahmeverträge generiert werden konnten. Der Umsatzrückgang der Business Unit lässt sich insbesondere auf die gesunkenen Metallpreise zurückführen. Insgesamt wurden 38,7% des Umsatzes im Ausland erwirtschaftet. Als konzern-unabhängiger Anbieter steht die Unternehmensgruppe im Wettbewerb mit verschiedenen

Fokussierung auf höher veredelte Produkte

Töchtern einiger Großkonzerne, überwiegend aus dem Stahlbereich. Auf einem Markt, der durch hohe Markteintrittsbarrieren gekennzeichnet ist, besitzt die Business Unit die Marktführerposition bei einigen Hauptprodukten, wie Optikdraht, Glaseinschmelzlegierungen oder Zündkerzen-draht.

Abbildung 4:

BU Nonferrous Metall Technology	
Highlights 2002	Chancen 2003
→ Verstärktes Outsourcing zur Fixkostensenkung	→ Entwicklungen im Kundenauftrag erhöht Kundenbindung
→ Sortimentsveränderung zu höherwertigen Produkten	→ geringere Fixkostenbelastungen
→ Stilllegung eines Drahtwalzwerkes	→ fortschreitende Prozessoptimierung
→ Lagerabbau führte zu Senkung von Verbindlichkeiten	
→ Reduktion des neg. Finanzergebnisses von 6,7 auf 3,3 Mio. Euro	

Quelle: Independent Research, Unternehmensangaben

Marktführerposition bei Hauptprodukten

Die Kernmärkte der Unternehmensgruppe befinden sich in Westeuropa, Nordamerika (Umsatzanteil von rund 12%) und in immer stärkerem Maße in Asien. Dabei befinden sich die Hauptkunden vor allem in der Elektro- bzw. Elektronikindustrie, der Optikindustrie sowie der Automobil- und Automobilzuliefererindustrie. Durch die schwache Konjunktur kommt es insgesamt zu rückläufigen Umsätzen. So verzeichnete laut des Zentralverbandes Elektrotechnik- und Elektronikindustrie (ZVEI) die Branche einen Umsatzrückgang in Höhe von 3,9% im Jahr 2002. Dagegen stieg nach Angaben der International Nickel Study Group die weltweite Nachfrage nach Nickel in 2002 leicht von 1,10 auf 1,16 Mio. t an.

Payment Systems

Weltmarktführer bei der Produktion von Münzrohlingen und Münzen

Änderung des Bestellverhaltens infolge grober Fehlplanung der Zentralbanken führte zu dem Nachfragerückgang

Osterweiterung der EU bietet Wachstumspotenzial

Die Business Unit entwickelt und produziert Münzrohlinge und Münzen. Auf diesem Gebiet besetzt sie nach eigenen Angaben die Position des Weltmarktführers. Die führende technologische Stellung versetzt sie in die Lage, sämtliche weltweit gängigen Münzlegierungen und Münzformen zu produzieren. Darüber hinaus bietet die Unit in diesem Bereich Consultingdienstleistungen an und expandiert in das Zukunftsgeschäftsfeld der bargeldlosen Zahlungssysteme in Form von Internetclearingsystemen und Smart Cards. Durch die Einführung der neuen europäischen Währung kam es vorübergehend zu einer erhöhten Nachfrage nach Münzen und Münzrohlingen. Nach der so genannten Erstausrüstung kam es im abgelaufenen Geschäftsjahr erwartungsgemäß zu einem Nachfragerückgang, der sich jedoch im Jahresverlauf in einem nicht absehbaren Ausmaß verstärkte. Obwohl im ersten Quartal die Auftragsbücher mit Euro-Aufträgen gefüllt waren, mussten alle Marktteilnehmer eine außerordentliche Änderung im Bestellverhalten der europäischen Münzanstalten, Finanzministerien und Zentralbanken erleiden. Das Ausmass der staatlichen Fehlplanung erkennt man zum Beispiel daran, dass der tatsächlich eingetretene Bedarf an Euromünzen um 33% geringer als die staatlichen Bedarfs-schätzungen ausfielen und somit noch ein hoher Bestand an Euro Münzen in den Tresoren lagert. Die staatliche Fehleinschätzung führte zu einem deutlich geschrumpften Gesamtmarkt. Dadurch wurde die genutzte Kapazität durch Schichten- und Personaleinsparungen um 30% reduziert. Es kam zu einer Verstärkung des internationalen Vertriebes in den Regionen Asien, Naher Osten, Nordafrika und Südamerika. Außerdem wurden Investitionen in den Erwerb von Absatzmärkten im Zusammenhang mit der Privatisierung beziehungsweise rechtlichen Neupositionierung von vormals staatlichen Münzprägestätten (Schweden, Finnland, Belgien, Italien) getätigt. So konnte die Business Unit im Rahmen ihres Nordic Coin-Joint Venture mit dem finnischen Partner Mint of Finland die Münzprägestätte Schwedens erwerben und sich dadurch eine mehrjährige Liefergarantie sichern, die auch eine etwaige Euro-Einführung in Schweden einschließt. Weiteres Wachstumspotenzial bietet die Osterweiterung der Europäischen Union sowie eine mögliche Euro-Einführung in Großbritannien. Zudem führt die Unternehmensgruppe mit der

Tochtergesellschaft EuroCoin Recycling GmbH die Entwertung und Verwertung von Münzen bzw. Münzschrott durch. Das Geschäft der Tochtergesellschaft entwickelte sich in 2002 sehr erfolgreich, insbesondere durch die Münzentwertung in Deutschland, Italien und Frankreich. Es wurden in diesem Bereich auch erste Geschäfte in Asien und Afrika getätigt.

Abbildung 5:

BU Payment Systems	
Highlights 2002	Chancen 2003
→ Euro-Ersatzausstattungsbedarf unterhalb der Planungen	→ Ausbau des Recyclinggeschäftes
→ Kapazitätsanpassungen bei Personal und Produktion	→ Rationalisierungsauswirkungen im Bereich Personal
→ Erwerb von vormals staatlichen Münzprägestätten	→ Spezialisierung der Fertigung wirkt effizienzsteigernd
→ Stärkung des internationalen Vertriebs	→ Ausweitung der Geschäftstätigkeit im Non-Cash-Bereich
→ Aufbau des Non-Cash-Payment-Bereiches	

Quelle: Independent Research, Unternehmensangaben

Mit der Tochter EuroCoin iClear im bargeldlosen Zahlungsverkehr im Internet präsent

Sehr vielversprechend erscheint aus unserer Sicht die Strategie, die erworbene Kompetenz für Zahlungsmittel auch auf den Non-Cash-Bereich zu übertragen. Hier konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr ein 75%iger Anteil an der ComCard GmbH übernommen werden, einem so genannten Personalisierer von Smart Cards mit einer guten Position im bundesdeutschen Kartenmarkt. Ebenso hat Mitte 2002 die EuroCoin iClear GmbH den Geschäftsbetrieb aufgenommen. Die Gesellschaft bietet sichere und bequeme Zahlungen für An- und Verkäufe im Internethandel an. Laut dem Rheinisch-Westfälischen Institut für Wirtschaftsforschung soll das Wachstum im Internethandel bis zum Jahr 2005 durchschnittlich etwa 40% betragen.

Home Decoration

Mit Home Decoration ist man auf dem Markt für Wohndekor tätig

Übernahme der Alkor/Vénilia-Gruppe führt bereits zu positiven Effekten

Die Business Unit erreicht durch Breite des Produktsortiments und der internationalen Ausrichtung Alleinstellungsposition am Markt

Das Produktportfolio der Business Unit Home Decoration, einer der größten europäischen Unternehmensgruppen im Markt für Wohndekor, umfasst Tapeten, Vorhänge, Tischbeläge und selbstklebende Folien. Im abgelaufenen Geschäftsjahr wurden über 90% der Umsätze in Europa generiert. Dabei stellt Westeuropa mit Marktanteilen bis zu 50% in den einzelnen Staaten den Kernmarkt dar. Auf Deutschland entfielen 18,4 (Vj.: 14,0)% der Gesamtumsätze. Im Bereich Tapete führte das schwache Konsumklima im Vergleich zum Vorjahr zu rückläufigen Umsätzen im Inland. Nach Angaben des Verbands der Deutschen Tapetenindustrie VDT e.V. sank der Inlandsumsatz der deutschen Tapetenhersteller gegenüber dem Vorjahr um 10%, wohingegen die Exportumsätze im Jahr 2002 um 2,2% stiegen. Ebenso verzeichnete das Segment Dekorationsstoffe ein Umsatzminus in Höhe von 18% im Inland und einen Rückgang der Exporte um 0,4% laut dem Verband der Deutschen Heimtextilien-Industrie. Durch die eingeleitete Konzentration auf der Herstellerseite konnte die Unternehmensgruppe allerdings Marktanteile festigen und sogar ausbauen. Durch die Übernahme der Alkor/Vénilia-Gruppe Ende 2001 konnte VDN die Produktpalette um Wohndekorprodukte erweitern. Nach einer erfolgreichen Integration stiegen die Umsätze in den Bereichen Tischbeläge und Folien entgegen der allgemeinen Konjunkturlage. Insbesondere der französische und der italienische Markt entwickelten sich sehr erfreulich. Weitere Marktanteile wurden zudem durch die Übernahme der französischen Marke Bulgomme, die in Belgien und Frankreich einen sehr hohen Bekanntheitsgrad genießt, gewonnen. Neben der Erweiterung der Produktpalette führt die Übernahme zu einer deutlich besseren Auslastung der vorhandenen Produktionskapazitäten. Durch den hohen Internationalisierungsgrad der Business Unit können durch die Optimierung der Strukturen in der Produktentwicklung, der Produktion, der Beschaffung und der Logistik Skaleneffekte realisiert werden. Aufgrund der Breite

des Produktsortiments und der internationalen Ausrichtung befindet sich die Unternehmensgruppe in einer Alleinstellungsposition am Markt. Relevante Wettbewerber bedienen vorrangig den Heimatmarkt sowie einen Exportmarkt, wobei hier der Fokus auf Osteuropa liegt. Trotz der rückläufigen Marktentwicklung konnte somit der Marktanteil erhöht werden.

Abbildung 6:

BU Home Decoration	
Highlights 2002	Chancen 2003
→ Abdeckung des gesamten technischen Produktfeldes	→ Ausbau der Marktanteile
→ Ausbau der Vertriebsorganisation	→ kontinuierliche Erhöhung der Wertschöpfungsquote
→ Spezialisierung der Produktionsstätten	→ Rückgang der Materialeinsatzpreise
→ Integration der Ende 2001 übernommenen Alkor/Vénilia-Gruppe	
→ Übernahme der Marke "Bulgomme"	
→ Verschmelzung rechtlich abgesichert (Anfang 2003)	

Quelle: Independent Research, Unternehmensangaben

Other Investments

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

Im Bereich Other Investments werden die Randaktivitäten der VDN AG gebündelt. Diese Geschäftsaktivitäten stehen zum Teil zum Verkauf oder werden dahingehend überprüft, ob sie einem anderen Verwendungszweck zugeführt werden können. Dazu zählt die RI Holding GmbH, die Dachgesellschaft für die RI Wohnungsbau Schröer GmbH. Das Geschäftsfeld Bau und Engineering litt unter der schwachen Baukonjunktur. Insbesondere die vorhandenen Projekte in Ostdeutschland belasteten das Gesamtergebnis erheblich. Des weiteren zählt die Langbein Pfanhauser Werke GmbH, die als Holding für die LPW Blasberg Anlagen GmbH, deren Verkauf geplant ist, fungiert, zu den „Other Investments“. Zuletzt befindet sich die DOAG in diesem Bereich, die als Holding eine Minderheitsbeteiligung an der Peerless Metal Powders & Abrasives hält.

Finanzteil

Das Geschäftsjahr 2002

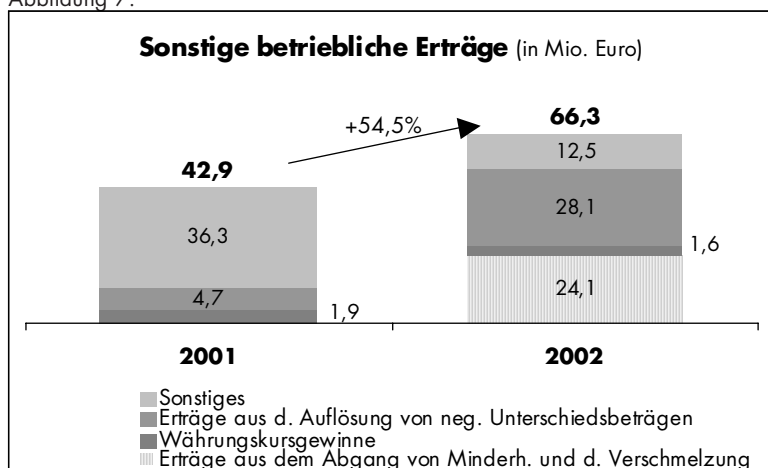
*Umsatzrückgang auf Konzern-
ebene in 2002*

Die Umsatzerlöse gingen im Konzern, der im Geschäftsjahr 2002 erstmals nach IFRS berichtete, von 721,6 auf 696 Mio. Euro zurück. Das Unternehmen führte diese Verringerung auf gesunkene Metallpreise und auf die Fehlplanung der öffentlichen Münzabnehmer im Geschäftsbereich Payment Systems zurück. Unsere Schätzung von 736,2 Mio. Euro wurde damit nicht erreicht. Die Gesamtleistung des Unternehmens stieg von 674,1 Mio. Euro auf 683,0 Mio. Euro an, da die Verminderung des Bestands an fertigen und unfertigen Erzeugnissen von -47,6 auf -13,1 Mio. Euro zurückging. Die sonstigen betrieblichen Erträge erhöhten sich für uns unerwartet von 42,9 auf 66,3 Mio. Euro. Der Anstieg von über 50% ist hauptsächlich auf die Auflösung von negativen Unterschiedsbeiträgen in Höhe von 28,1 (4,7) Mio. Euro und aus dem Abgang von Minderheiten durch Verschmelzung in Höhe von 24,1 (0) Mio. Euro zurückzuführen. Der Materialaufwand reduzierte sich von 397,3 auf 393,8 Mio. Euro. Die Materialaufwandsquote (Materialaufwand/Umsatz) erhöhte sich von 55,1 auf 56,6%. Der Personalaufwand stieg um 8% auf 145,7 Mio. Euro an. Die Personalaufwandsquote erhöhte sich von 18,7 auf 20,9%. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen wurden auf 110,7 (118,9) Mio. Euro gesenkt. Die Abschreibungen erhöhten sich infolge eines Anstiegs bei den Vermögenswerten des Umlaufvermögens (von 0 auf 11,6 Mio. Euro) von -32,5 auf -45,8 Mio. Euro. Das Betriebsergebnis verbesserte sich in etwa in der Größenordnung der Erhöhung des sonstigen betrieblichen Ertrages von 33,3 auf 53,4 Mio. Euro (+60,4%). Geringere Erträge aus Beteiligungen führten trotz einer Verbesserung des Zinsergebnisses zu einem Rückgang des Finanz- und Beteiligungsergebnisses auf -25,3 (-17,4) Mio. Euro. Das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit wies einen Anstieg von 77% auf 28,1 (15,9) Mio. Euro auf. 2002 konnte die Gesellschaft aufgrund von latenten Steuern einen Steuerertrag von 0,3 (-1,5) Mio. Euro verbuchen. Das Ergebnis nach Ertragssteuern verbesserte sich damit von 14,4 auf 28,4 Mio. Euro. Der Anteil anderer Gesellschafter am Gewinn ging aufgrund der Verschmelzung mit der Hindrichs-Auffermann AG von -12,2 auf -0,8 Mio. Euro zurück. Der Konzernjahresüberschuss betrug 27,6 (2,2) Mio. Euro. Das Ergebnis je Aktie weist VDN mit 2,22 Euro nach 0,21 Euro im Vorjahr aus.

*Konzernjahresüberschuss steigt
auf 27,6 Mio. Euro*

Wir hatten für das Geschäftsjahr 2002 nur mit einem geringen Gewinn von 0,35 Euro

Abbildung 7:

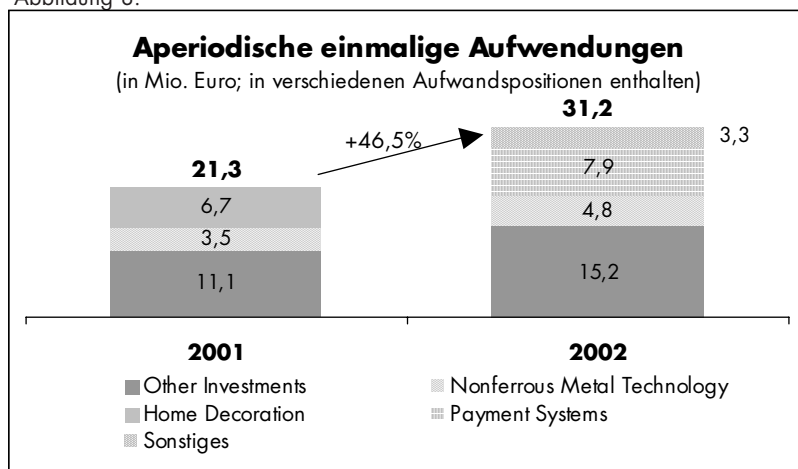


Quelle: Independent Research, Unternehmensangaben

je Aktie gerechnet. In seinem Neunmonatsbericht hatte das Unternehmen nur ein Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit von 3,7 Mio. Euro ausgewiesen. Den starken Gewinnanstieg führen wir neben der erstmaligen Anwendung der neuen Bilanzierungsrichtlinien auf einen von uns in diesem Ausmass nicht erwarteten sonstigen betrieblichen Ertrag zurück. Dieser betrug zum 30.09.2002 15,4 Mio. Euro. Ein Anstieg zum Jahresende in einer Größenordnung von fast 50 Mio. Euro oder rund 30% des Konzernumsatzes des letzten Quartals hatten wir nicht erwartet.

Im Cashflow aus der Geschäftstätigkeit, der 2002 von 45,2 auf 20,1 Mio. Euro gesunken ist, spiegeln sich die zahlungsunwirksamen Aufwendungen und Erträge in Höhe von 46,2 Mio. Euro wie-

Abbildung 8:



Quelle: Independent Research, Unternehmensangaben

Cashflow aus der Geschäftstätigkeit sinkt auf 20,1 (45,2) Mio. Euro

der. Im Vorjahr war noch ein Ertrag von 1,9 Mio. Euro zu verzeichnen. Der Zahlungsmittelzufluss aus Veränderungen im Working Capital verringerte sich von 29,6 auf 22,9 Mio. Euro. Der Cashflow aus der Investitionstätigkeit war mit –26 Mio. Euro deutlich negativ. Im Vorjahr war der positive ICF in Höhe von 2,8 Mio. Euro jedoch vor allem durch Einzahlungen infolge des Abgangs von konsolidierten Unternehmen geprägt. Die Investitionen in das Sachanlagevermögen stiegen jedoch 2002 von 24,7 auf 35,8 deutlich an. Der Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit ging von –13,5 auf –2,1 Mio. Euro in 2002 zurück. Für die Investitionen von 26,0 Mio. Euro wurden lediglich 5,7 Mio. Euro neue Finanzschulden

aufgenommen, da der Rest aus dem Cashflow aus der Geschäftstätigkeit bestritten werden konnte. Die Finanzierung der Dividende erfolgte aus den vorhandenen flüssigen Mitteln.

Auf der Aktivseite der Bilanz war der Rückgang des negativen Unterschiedsbetrages von –55,1 auf –27,1 Mio. Euro für den Anstieg der immateriellen Vermögenswerte von 3,7 auf 27,1 Mio. Euro und somit auch im wesentlichen für den Anstieg der langfristigen Vermögenswerte von 219,5 auf 239,3 Mio. Euro verantwortlich. Der Abbau der Vorräte von 246,0 auf 210,2 Mio. Euro sowie der Rückgang der Forderungen und sonstiger Vermögenswerte von 207,3 auf 177,1 Mio. Euro führte zur Senkung der kurzfristigen Vermögenswerte von 503,4 auf 428,4 Mio. Euro. Die Bilanz verkürzte sich von 722,9 auf 667,7 Mio. Euro.

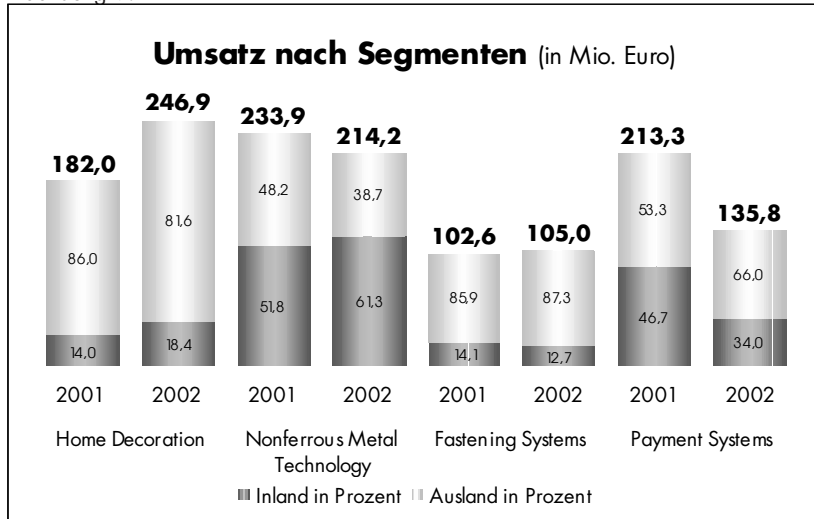
Durch die Verschmelzung stieg das gezeichnete Kapital der Gesellschaft von 26,8 auf 32,4 Mio. Euro an, der Ausgleichsposten für Anteile anderer Gesellschafter sank von 46,5 auf 5,1 Mio. Euro. Durch den hohen Konzernjahresüberschuss stieg das Eigenkapital der Gesellschaft von 74,5 auf 98,3 Mio. Euro an. Die Eigenkapitalquote im Konzern verbesserte sich von 10,3% auf 14,7%. Die langfristigen Verbindlichkeiten verringerten sich auch infolge des Aufkaufes der ausstehenden Anleihe um 4,5% auf 230,7 (241,6) Mio. Euro. Hinsichtlich der kurzfristigen Passiva war ein deutlicher Rückgang bei den kurzfristigen Rückstellungen von 35,3 auf 10,9 Mio. Euro festzustellen. Dies führte wesentlich zur Senkung der kurzfristigen Verbindlichkeiten von 360,2 auf 333,6 Mio. Euro.

Entwicklung in den Business Units 2002

Konsolidierungsbedingt starker Umsatzanstieg bei Home Decoration in 2002

Die umsatzstärkste Business Unit Home Decoration steigerte konsolidierungsbedingt den Umsatz im abgelaufenen Geschäftsjahr um 35,7% auf 246,9 (182,0) Mio. Euro. Das EBIT reduzierte sich auf 14,0 (28,5) Mio. Euro. Dabei ist zu berücksichtigen, dass im Jahr 2001 durch die Veräußerung der Cova Products Inc. ein substanzieller sonstiger betrieblicher Ertrag realisiert worden ist. Unsere Schätzungen gingen von einem Umsatz in Höhe von 260 Mio. Euro und einem EBIT in Höhe von 9,4 Mio. Euro aus. Der Umsatz lag in Q4 2002 bei 56,5 Mio. Euro und wies gegenüber Q3 2002 eine Steigerung von 34% auf.

Abbildung 9:



Quelle: Independent Research, Unternehmensangaben

Gesunkene Metallpreise führen in 2002 zu Umsatzrückgang bei Nonferrous Metal Technology

Starker Nachfragerückgang bei Payment Systems in 2002 durch Fehlkalkulationen in den Finanzministerien

Stabiler Umsatz bei Fastening Systems in 2002

genden Erträgen führen.

Vor allem die ausbleibenden Nachbestellungen von Euro-Münzen führten in der Business Unit Payment Systems zu einem deutlichen Umsatzrückgang in Höhe von 36,3% auf 135,8 (213,3) Mio. Euro den wir in dieser Größenordnung erwartet hatten (Schätzung Umsatz 2002: 137,5 Mio. Euro). In der zweiten Jahreshälfte 2002 stabilisierte sich jedoch die Umsatzentwicklung. Durch Rationalisierungs- und Effizienzsteigerungsmaßnahmen konnte noch ein positives EBIT in Höhe von 4,2 (28,0) Mio. Euro erzielt werden. Im Neunmonatsbericht wies der Konzern für diese Business Unit ein EBIT von 12,3 Mio. Euro aus. Die eingeleiteten Maßnahmen zur Kostensenkung werden sich erst in 2003 in voller Höhe auswirken. So werden allein bei den Personalkosten im laufenden Geschäftsjahr Einsparungen in Höhe von 4 Mio. Euro erwartet.

Die kleinste Business Unit Fastening Systems verzeichnete einen leichten Umsatzanstieg um 2,4% auf 105,0 (102,6) Mio. Euro und erreichte damit fast unsere Umsatzschätzung von 107 Mio. Euro. Das EBIT betrug 6,1 Mio. Euro und konnte damit auf dem Niveau des Vorjahres gehalten werden. Wir hatten ein EBIT in Höhe von 5,5 Mio. Euro prognostiziert.

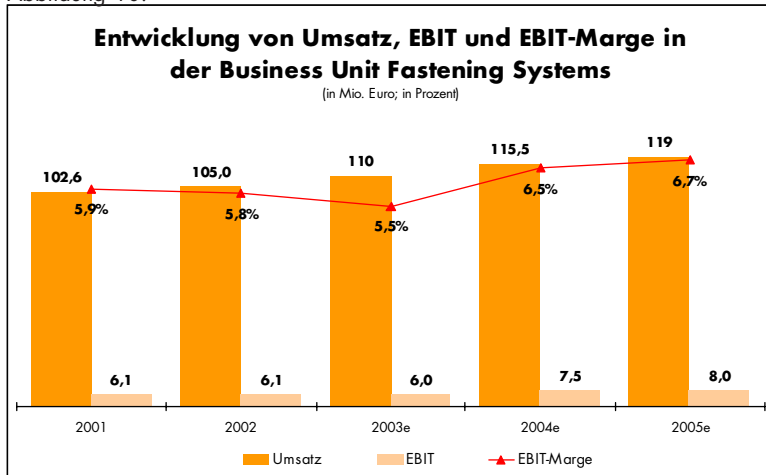
Der Bereich Other Investments erzielte einen Umsatz in Höhe von 18,8 (22,3) Mio. Euro. Insbesondere durch eine Abschreibung des Vorratsvermögens im Geschäftsfeld Bau und Engineering in Höhe von 11,6 Mio. Euro sank das EBIT auf -17,4 (-1,7) Mio. Euro.

Entwicklung im ersten Quartal 2003

Im ersten Quartal 2003 ging der Umsatz im Konzern von 211,4 Mio. Euro im Vorjahr auf 184,0 Mio. Euro zurück. Unternehmensangaben zufolge ist das auf die schwache Entwicklung in der Business Unit Payment Systems zurückzuführen. Die anderen Business Unit schlossen auf dem Niveau des Vorjahres ab. Die Vertriebsanstrengungen in diesem Bereich sorgten jedoch für einen Auftragseingang aus Vietnam in Höhe von 11,0 Mio. Euro. Das EBITDA verringerte sich in den ersten drei Monaten 2003 auf rund 8,7 (16,3) Mio. Euro, das EBIT lag bei 3,0 Mio. Euro nach 10,0 Mio. Euro im Vorjahreszeitraum. Das EBT rutschte im ersten Quartal mit -2,3 (4,9) Mio. Euro leicht ins Minus.

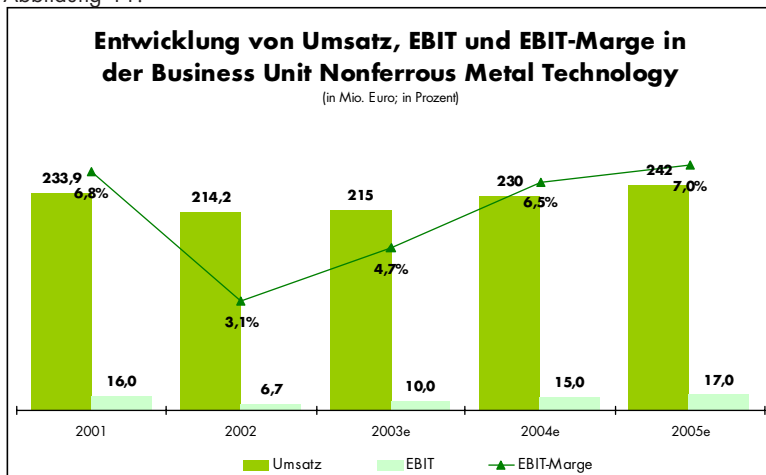
Die Business Unit Nonferrous Metal Technology verzeichnete einen Umsatzrückgang um 8,4% auf 214,2 (233,9) Mio. Euro. Der Umsatz in Q4 2002 lag mit 43,3 Mio. Euro deutlich unter dem Q3 2002 mit 60,4 Mio. Euro. Der Umsatzrückgang lässt sich insbesondere auf gesunkene Metallpreise zurückführen, die bei der Business Unit einen durchlaufenden Posten darstellen. Das EBIT sank auf 6,7 (16,0) Mio. Euro. Die EBIT-Marge sank im Jahresverlauf 2002 kontinuierlich. Unsere Schätzungen betragen für den Umsatz 231,9 Mio. Euro und für das EBIT 9,4 Mio. Euro und wurden damit nicht erreicht. Die Fokussierung auf margenstarke Produkte führte zum Outsourcing von Teilbereichen und zur Schließung eines Drahtwalzwerkes. Die dadurch erreichte Verbesserung der Kostenbasis dürfte mittelfristig zu stei-

Abbildung 10:



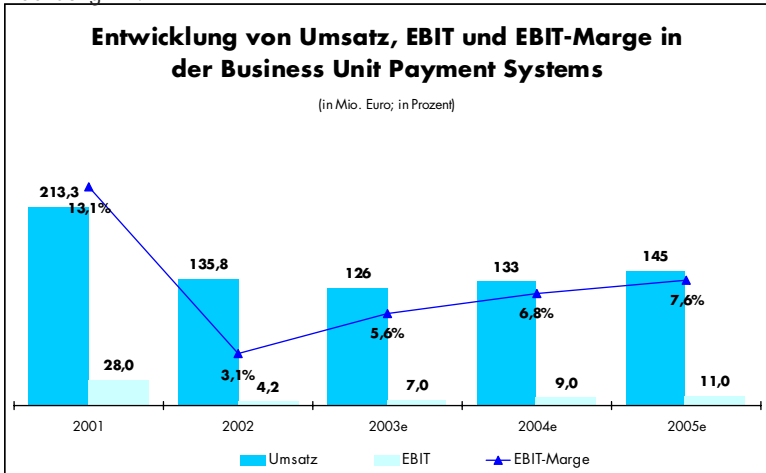
Quelle: Independent Research, Unternehmensangaben

Abbildung 11:



Quelle: Independent Research, Unternehmensangaben

Abbildung 12:



Quelle: Independent Research, Unternehmensangaben

Unternehmensplanungen 2003

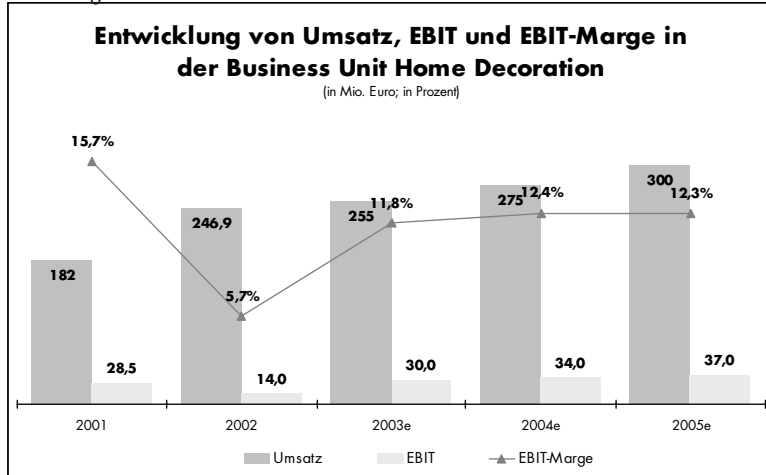
VDN rechnet im Jahr 2003 nur mit einer verhaltenen Entwicklung der Business Units. Der Konzern sieht sich jedoch durch die bereits eingeleiteten und umgesetzten Massnahmen in allen Business Units auch bei einer stagnierenden Entwicklung gut gerüstet. Besonders in der Business Unit Payment Systems rechnet der Konzern mit einer deutlichen Verbesserung der Ergebnisentwicklung im laufenden Geschäftsjahr.

Die Planungen des Unternehmens für die Business Unit Fastening Systems sehen bei stagnierenden Märkten in den ersten Monaten des Jahres 2003 eine leichte Umsatzausweitung für das Gesamtjahr vor. Diese soll vor allem durch die Stärkung der vertrieblichen Aktivitäten auf Basis einer Kostenführerschaft vollzogen werden. Eine Ausweitung der Dollarumsätze könnte jedoch die Margen im Exportgeschäft belasten. Die Business Unit will ihren Umsatz um 3-4% steigern und dabei das Vorsteuerergebnis leicht verbessern und die Rentabilität halten.

Als problematisch bezeichnet der Konzern die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in der Business Unit Nonferrous Metal Technology. Als Einflussfaktoren sind hier vor allem der starke Euro und die schwache Nachfrage auf den Abnehmermärkten zu nennen. VDN wird mit einer Konzentration auf Produkte mit einer hohen Wertschöpfungstiefe reagieren und versuchen mit den Produkten neue Anwendungsbereiche und Märkte zu erschliessen. Eine Prognose zur Umsatz- und Ergebnisentwicklung gab der Konzern für diese Business Unit nicht ab.

2003 wird das Kerngeschäft der Business Unit Payment Systems weiterhin durch den ausserordentlichen Nachfragerückgang im Zuge der Euro-Einführung beeinflusst. Der Geschäftserfolg dieser Business Unit steht in engem Zusammenhang mit der Fortführung der Senkung der Fertigungskosten und der Ausweitung des aussereuropäischen Geschäftes. VDN setzt ferner auf eine Marktberreinigung und somit auf die Verbesserung der eigenen Marktposition aufgrund einer geringeren Anzahl von Wettbewerbern. Bereits bei drei Wettbewerbern deutet sich das

Abbildung 13:



Quelle: Independent Research, Unternehmensangaben

Non-Cash Geschäft besitzt Wachstumspotenzial im Bereich Payment Systems

Im Bereich Home Decoration stehen die Festigung der Marktposition und die Nutzung von Synergiepotenzialen im Mittelpunkt

Umsatzwachstum im Bereich Fastening Systems

Für die Business Unit Nonferrous Metal Technology erwarten wir nach stagnierenden Umsätzen in 2003 einen Umsatzzanstieg in 2004

Rückläufige Umsätze in der Business Unit Payment Systems

Ausscheiden aus dem Markt an. Dieser Prozess soll bis 2004 anhalten. Im Teilbereich des Non-Cash Geschäftes hofft VDN auf den Durchbruch bei der Personalisierung der „Krankenakte“ auf Smart-Cards im Zuge der Diskussion um eine Effizienzsteigerung im Gesundheitswesen. Ferner soll der Teilbereich Oberflächenveredelung durch Ausweitung des Geschäftes mit Mobiltelefongehäusen und speziellen Legierungen für die Automobilindustrie wachsen. Quantitative Prognosen wurden vom Unternehmen in dieser Business Unit nicht getätigt.

Aktive Mitgestaltung am fortschreitenden nationalen wie internationalen Konsolidierungsprozess steht im Geschäftsjahr 2003 auf der Agenda der Business Unit Home Decoration. Die Verbesserung

der eigenen Marktposition und die intensive Nutzung von Synergiepotenzialen innerhalb der Business Unit soll fortgeführt werden. Das Unternehmen bekennt sich in dieser Geschäftseinheit zu keinen konkreten Umsatz- und Ergebniszielen. Mittelfristig soll jedoch das Umsatzziel von 300 Mio. Euro erreicht werden.

Konzernweit rechnet VDN mit leicht steigenden Umsätzen und verbesserten Erträgen im Geschäftsjahr 2003, verweist jedoch auf die unsichere weltwirtschaftliche Situation. Die Ertragsbasis für die kommenden Jahre ist Unternehmensangaben zufolge gelegt worden und das Ziel der Kostenführerschaft in vielen Bereichen erreicht worden.

Unsere Umsatz- und Ertragsschätzungen für 2003 und die kommenden Jahre

In der Business Unit Fastening Systems sind wir bisher von einem Umsatz von 110 Mio. Euro im Geschäftsjahr 2003 ausgegangen. Wir halten dieses Wachstum von 4,8%, welches zudem innerhalb der vom Unternehmen genannten Wachstumsbandbreite von 3-5% liegt für realistisch. Insbesondere die fortgesetzten Vertriebsanstrengungen sollten zu dieser Umsatzausweitung beitragen. Diese wird sich jedoch aus unserer Sicht im Geschäftsjahr 2003 noch nicht im EBIT niederschlagen. Wir rechnen daher mit einem leichten Rückgang der EBIT-Marge auf 5,5% (5,8%). Erst im Geschäftsjahr 2004 wird sich der Volumeneffekt im Ergebnis zeigen. Wir gehen 2004 von einer Steigerung der EBIT-Marge auf 6,5% aus. Der Umsatzzanstieg wird 2004 aus unserer Sicht wie im Vorjahr rund 5% betragen.

Unsere bisherige Umsatzzschätzung für die Business Unit Nonferrous Metal Technology halten wir in Anbetracht der deutlichen Verfehlung unserer Schätzung für 2002 nicht mehr aufrecht. Aus unserer Sicht ist allenfalls mit einer Stagnation der Umsätze in diesem Bereich in 2003 zu rechnen. Wir gehen jedoch von einem Umsatzzanstieg von 7% im Geschäftsjahr 2004 aus. Dieser dürfte neben dem Preiseffekt auch auf ein Mengenwachstum zurückzuführen sein. Im EBIT sind aus unserer Sicht in 2003 keine Sonderbelastungen mehr zu erwarten, einen deutlichen Ergebnissprung erwarten wir jedoch frühestens 2004. Unsere Schätzungen sehen einen EBIT-Margenanstieg von 4,7 auf 6,5% (alte Schätzung: 5,5% auf 7,7%) vor.

Belebung des Marktes für Produkte der Business Unit Home Decoration in 2004 erwartet

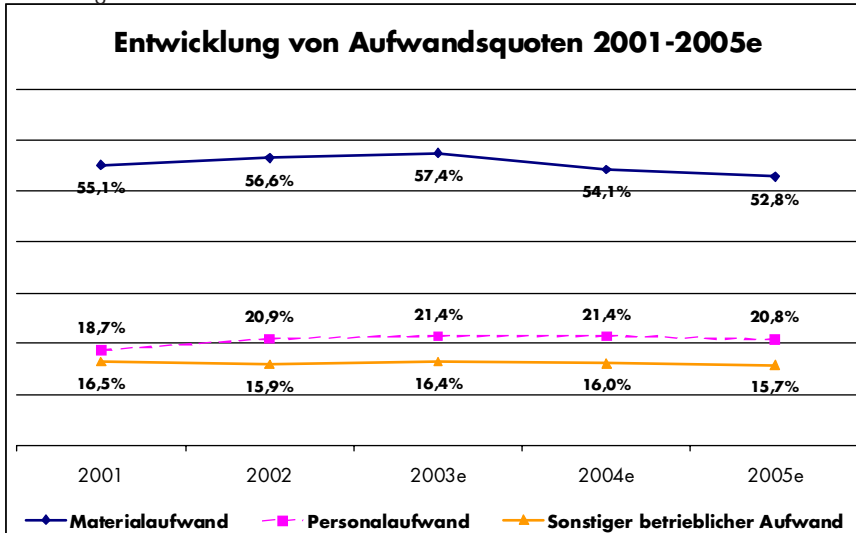
Infolge des rückläufigen Umsatzes im vierten Quartal 2002 gehen wir für das Gesamtjahr 2003 nicht mehr von der Erreichung des Jahresumsatzes von 136 Mio. Euro in der Business Unit Payment Systems aus. Bisher lag unsere Umsatzschätzung in diesem Bereich für 2003 bei 145 Mio. Euro. Wir halten jetzt einen Umsatzrückgang auf 126 Mio. Euro für wahrscheinlich. 2004 sollte der Umsatz unseren Schätzungen zufolge jedoch um 5% steigen. Wir rechnen in 2004 erstmals mit signifikanten Umsätzen aus dem Non-Cash-Bereich. Das EBIT wird sich jedoch bereits im Geschäftsjahr 2003 deutlich verbessern. Wir erwarten jetzt 2003 ein EBIT von 7 (alte Schätzung: 15) Mio. Euro und einen Anstieg auf 9 (alte Schätzung: 19) Mio. Euro im Geschäftsjahr 2004.

Tabelle 1:

Konzerngewinn- und Verlustrechnung (in Mio. Euro, IFRS)	2001	2002	2003e	2004e	2005e
Umsatzerlöse	721,6	696,0	700,0	748,0	795,0
Veränderung ggü. Vorjahr		-	-4%	1%	7%
Bestandsver.; aktivierte Eigenl.; So. betriebl. Ertr.	-4,7	53,3	24,0	15,0	18,0
in % Umsatz	-0,6%	7,7%	3,4%	2,0%	2,3%
Gesamtleistung	717,0	749,4	724,0	746,8	813,0
Veränderung ggü. Vorjahr		-	5%	-3%	3%
Materialaufwand	397,3	393,8	402,0	405,0	420,0
in % Gesamtleistung	55,4%	52,5%	55,5%	54,2%	51,7%
in % Umsatz	55,1%	56,6%	57,4%	54,1%	52,8%
Personalaufwand	134,9	145,7	150,0	160,0	7,0
in % Gesamtleistung	18,8%	19,4%	20,7%	21,4%	0,9%
in % Umsatz	18,7%	20,9%	21,4%	21,4%	0,9%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	118,9	110,7	115,0	120,0	125,0
in % Gesamtleistung	16,6%	14,8%	15,9%	16,1%	15,4%
in % Umsatz	16,5%	15,9%	16,4%	16,0%	15,7%
EBITDA	65,9	99,2	57,0	78,0	103,0
in % Umsatz	9,1%	14,3%	8,1%	10,4%	13,0%
Abschreibungen	32,5	45,8	24,0	33,0	33,0
in % Umsatz	4,5%	6,6%	3,4%	4,4%	4,2%
EBIT (Betriebsergebnis)	33,3	53,4	33,0	45,0	70,0
in % Umsatz	4,6%	7,7%	4,7%	6,0%	8,8%
Finanz- und Beteiligungsergebnis	-17,4	-25,3	-25,0	-22,0	-20,0
in % Umsatz	-2,4%	-3,6%	-3,6%	-2,9%	-2,5%
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	15,9	28,1	8,0	23,0	50,0
außerordentliches Ergebnis	0,00	-0,03	0,00	0,00	0,00
EBT	15,9	28,1	8,0	23,0	50,0
in % Umsatz	2,2%	4,0%	1,1%	3,1%	6,3%
Steuern vom Einkommen und Ertrag	1,5	-0,3	3,0	10,0	23,0
in % EBT	9,4%	-1,2%	37,5%	43,5%	46,0%
Jahresüberschuß vor Anteile Dritter	14,4	28,4	5,0	13,0	27,0
in % Umsatz	2,0%	4,1%	0,7%	1,7%	3,4%
Ergebnisanteile Dritter	-12,2	-0,8	-1,0	-1,2	-1,0
Konzernjahresüberschuss	2,2	27,6	4,0	11,8	26,0
in % Umsatz	0,3%	4,0%	0,6%	1,6%	3,3%
Anzahl der Aktien (in Mio. St.)	10,305	12,439	12,439	12,439	12,439
Ergebnis je Aktie in Euro (unbereinigt)	0,21	2,22	0,32	0,95	2,09

Quelle: Independent Research

Abbildung 14:



Quelle: Independent Research, Unternehmensangaben

Insbesondere bei Fastening Systems und Payment Systems Anzeichen für eine Verbesserung der Umsatz- und Ertragslage erkennbar

Bereich zu rechnen. Wir erwarten deshalb eine Verdoppelung des EBIT im laufenden Geschäftsjahr auf 30 Mio. Euro und weitere überproportionale Umsatzsteigerungen in den kommenden Geschäftsjahren.

Der Konzern gab aufgrund der ungewissen konjunkturellen Entwicklung keine konkrete Prognose für das Geschäftsjahr 2003 ab. Die Ertragsmarge soll sich jedoch gegenüber dem Vorjahr verbessern. In den Business Units Fastening Systems und Payment Systems sind Anzeichen für eine Verbesserung erkennbar. In der zweiten Hälfte des Jahres sollte die Belebung auf der Absatzseite zum Erreichen des Vorjahresumsatzes führen. In 2004 gehen wir dann von einem deutlichen Anstieg des Umsatzes um 7% auf 748 Mio. Euro aus. 2005 erwarten wir einen Umsatz von 795 Mio. Euro. Wir erwarten im Konzern in den nächsten drei Jahren eine Senkung der Materialaufwandsquote von 56,6 auf 52,8%. Wir unterstellen ferner einen leichten Rückgang der Quote des sonstigen betrieblichen Aufwands. Unseren Berechnungen wird das EBIT im laufenden Geschäftsjahr 33 Mio. Euro betragen und dann auf 45 Mio. Euro in 2004 ansteigen. Den Konzernjahresüberschuss schätzen wir für das laufende Geschäftsjahr bei 4 Mio. Euro. Die Steigerung der operativen Ertragskraft in den Business Units wird jedoch zu einem Anstieg auf 11,8 Mio. Euro in 2004 beitragen. Unsere EpS-Schätzung für das Geschäftsjahr 2004 beträgt 0,95 Euro. In 2005 ist mit einem weiteren EpS-Anstieg auf 2,09 Euro zu rechnen. Die durchschnittliche Wachstumsrate des EpS pro Jahr im Zeitraum 2000-2005e beträgt 85%.

Wir erwarten, dass die Investitionen im Jahr 2003 unterhalb der Abschreibungen liegen werden. Durch die auch in den kommenden Jahren weiterhin zu erwartende unterhalb der Abschreibungen liegende Investitionstätigkeit wird sich der Freie Cashflow positiv entwickeln und zu einer weiteren Entschuldung des Konzerns führen. Unsere Schätzungen sehen einen Anstieg der Eigenkapitalquote auf knapp 20% im Geschäftsjahr 2005 vor.

In Anbetracht der rückläufigen Investitionsbereitschaft der privaten Haushalte und der Rückgänge in der Bauwirtschaft gehen wir allenfalls von einem leichten Anstieg der Umsätze im Bereich Home Decoration im laufenden Geschäftsjahr aus. Frühestens in 2005 ist mit einer Belebung zu rechnen, von der der Marktführer überproportional profitieren sollte. Organisch sehen wir das mittelfristige Umsatzziel von 300 Mio. Euro jedoch erst im Geschäftsjahr 2004 als erreichbar an. Wir gehen aufgrund der Überkapazitäten in dieser Branche nicht von weiteren kostenträchtigen Übernahmen aus. Durch die in den letzten beiden Jahren vollzogenen Restrukturierungen in diesem Bereich ist aus unserer Sicht mit einer Stabilisierung der EBIT-Marge im zweistelligen

Für den Peer-Group-Vergleich werden vergleichbare Holdingunternehmen herangezogen

Bewertung

Unsere Bewertung basiert zum einen auf den geschätzten Umsätzen und Ergebnissen des Jahres 2004 von vergleichbaren Holdingunternehmen. Wir haben verschiedene Holdingunternehmen in den Peer-Group-Vergleich mit einbezogen, die jedoch zum größten Teil nicht in vergleichbaren Märkten agieren. Kennzeichnend für die Holdingunternehmen ist die Steuerung der Business Units anhand von strategischen Controllingparametern wie EVA, ROCE oder Rohertrag je Mitarbeiter. Auf eine Sum-of-Parts Betrachtung haben wir verzichtet. Aufgrund von in Teilbereichen nicht vorhandenen börsennotierten Vergleichsunternehmen wäre sie nur schwer möglich gewesen. Da die Unternehmensstrategie einen Diversifikationsvorteil aufgrund der unterschiedlichen Business Units explizit vorsieht, halten wir eine Einzelbewertung der Business Units für nicht zielführend.

Zum anderen haben wir den Konzern mit Hilfe eines DCF-Modells bewertet und den fairen Wert des Eigenkapitals von VDN ermittelt. Beide Bewertungsverfahren fließen in die Ermittlung des fairen Wertes je Aktie ein.

Peer-Group Bewertung

In den Peer-Group-Vergleich gehen neben VDN sechs weitere deutsche Holdingunternehmen ein. Neben den von der Größe vergleichbaren Unternehmen Indus Holding und TA Triumph-Adler, haben wir die Pfeleiderer AG und die im MDAX gelisteten Unternehmen mg technologies und IWKA zum Vergleich herangezogen. Ergänzt wird dieses Quintett von der ehemals im SMAX gelisteten Gesco, einer Holding für mittelständische Beteiligungsunternehmen, die jedoch in der Umsatzgrößenordnung von rund 160 Mio. Euro im Jahr noch nicht an die erstgenannten heranreicht. Auf eine ausführliche Vorstellung der Peer-Group-Unternehmen haben wir aufgrund der allgemeinen Bekanntheit verzichtet.

Unterbewertung bezogen auf die Kennziffer Marktkapitalisierung/EBIT am Größten

Die Bewertungsübersicht bezieht sich bei Umsatz, EBITDA und EBIT auf die geschätzten Werte für das Jahr 2004. Bei der aktuellen Marktkapitalisierung ergibt sich bei allen drei Kennziffern, Marktkapitalisierung/Umsatz, Marktkapitalisierung/EBITDA und Marktkapitalisierung/EBIT, eine signifikante Unterbewertung von jeweils über 60% gegenüber dem Durchschnitt. Dabei markiert VDN jeweils das untere Ende der zugehörigen Bandbreite. So repräsentiert VDN bei der Kennziffer Marktkapitalisierung/Umsatz mit 0,07 den niedrigsten Wert, wobei der Durchschnitt bei 0,20 und der höchste Wert bei 0,52 liegt. Geht man von einem Wert in Höhe des Durchschnitts aus, ergibt sich ein Fairer Wert je VDN-Aktie von über 14 Euro. Die höchste Unterbewertung in Höhe von rund 67% zeigt sich bei der Kennzahl Marktkapitalisierung/EBIT. VDN liegt mit einem Wert von 1,1 deutlich unter dem Durchschnitt von 3,5 und dem Median von 3,3. Die Bandbreite der Peer Group reicht dabei von 2,0 bis 6,1. Die Kennzahlen EV/Umsatz, EV/EBITDA und EV/EBIT signalisieren ebenfalls eine Unterbewertung gegenüber der Peer-Group. Allerdings verringert sich der Abstand zu einzelnen Vergleichsunternehmen, so dass die Unterbewertung geringer ausfällt und gegenüber dem Durchschnitt zwischen 24% bei der Kennzahl EV/Umsatz und 37% bei der Kennzahl EV/EBIT variiert. Daraus lässt sich ein fairer Wert für die VDN-Aktie zwischen 7 und 8 Euro ableiten. Dagegen deutet das KGV für 2003e in Höhe von 15,2 eine faire Bewertung der Aktie an. Hier wird fast der Durchschnitt von 15,7 erreicht. Allerdings liegt der Median bei 9,5 und die Durchschnittsberechnung beinhaltet das hohe KGV von Pfeleiderer. Auf Basis des KGV für 2004e befindet sich VDN jedoch mit 5,3 im unteren Bereich der Bandbreite, die von

Tabelle 2:

Peer Group: Industrie-Holding								
Unternehmen	Marktkap./	Marktkap./	Marktkap./	EV/	EV/	EV/	KGV	
	Umsatz	EBITDA	EBIT	Umsatz	EBITDA	EBIT	2003e	2004e
	2004e	2004e	2004e	2004e	2004e	2004e		
Gesco	0,15	1,6	2,5	0,77	7,9	12,7	7,3	6,2
Indus Holding	0,52	3,1	6,1	0,94	5,6	11,0	9,5	8,4
IWKA	0,14	2,1	3,7	0,57	8,5	15,3	11,1	9,8
mg technologies	0,19	2,5	3,7	0,70	9,1	13,8	8,6	7,7
Pfleiderer	0,12	1,1	2,0	0,74	6,7	12,4	42,0	5,0
TA Triumph Adler	0,09	1,1	3,0	0,82	9,6	25,4	na	16,3
Durchschnitt	0,20	1,9	3,5	0,76	7,9	15,1	15,7	8,9
Median	0,15	1,8	3,3	0,76	8,2	13,2	9,5	8,1
VDN	0,07	0,7	1,1	0,57	5,5	9,6	15,2	5,1

Quelle: Independent Research; IBES-Schätzungen

Peer-Group-Vergleich signalisiert Unterbewertung zwischen 29 und 69%

5,0 bis 16,3 reicht. Gegenüber dem Durchschnitt von 8,9 ergibt sich eine Unterbewertung von über 40% und somit ein fairer Wert von über 8 Euro. Insgesamt zeigt sich auf Basis der geschätzten Zahlen für 2004 eine deutliche Unterbewertung zwischen 29 und 69%. Lediglich das KGV für 2003e indiziert eine faire Bewertung. Die anderen Kennzahlen signalisieren einen fairen Wert zwischen 7 und 15 Euro.

DCF-Bewertung

DCF-Verfahren ergibt eine Unterbewertung von 48% auf den Fair Value

Auf Basis eines dreistufigen DCF-Modells haben wir einen Wert des Eigenkapitals von 117,9 Mio. Euro errechnet. Dies entspricht einem Wert je Aktie von 12,03 Euro. Somit wird die Aktie bei rund 5,00 Euro auf Basis dieses Bewertungsverfahrens derzeit mit einem Abschlag von 58% auf den Fair Value gehandelt.

Das DCF-Modell berücksichtigt drei Phasen des Unternehmens. In der ersten Phase, d.h. für die Jahre 2003 bis 2006, werden die von uns explizit berechneten freien Cash-Flows herangezogen. In der zweiten Phase sind wir dann von einem Umsatzwachstum von jährlich 2,0% und einer EBIT-Marge von konstant 7,0% ausgegangen. Diese EBIT-Marge liegt deutlich über den historischen Margen der letzten beiden Jahre jedoch noch unterhalb der von uns für die Jahre 2005 und 2006 geschätzten Werte. Ferner gehen wir in der zweiten Phase von einer Ertragssteuerquote von 40% aus. Wir erwarten, dass sich in der zweiten Phase die Investitionen in das Anlagevermögen unter dem Niveau der Abschreibungen bewegen werden. Die Konzernplanungen sehen ein Investitionsniveau von 70% der Abschreibungen vor. Dies sehen wir jedoch als ambitioniert an. Das Modell basiert weiterhin auf der Annahme des rein organischen Wachstums, ausgedrückt durch das konstante Umsatzwachstum von jährlich 2,0% in der zweiten Phase. Größere Investitionen in das Anlagevermögen, wie sie aus Akquisitionen entstehen könnten, wurden aufgrund der schwierigen Prognosefähigkeit nicht berücksichtigt.

Tabelle 3:

in Mio. Euro	2003e	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
Umsatz	700	748	795	830	847	864	881	898	916	935
Wachstum Umsatz		6,9%	6,3%	4,4%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBIT-Marge	4,7%	6,0%	8,8%	8,9%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
EBIT	33,0	45,0	70,0	74,0	59,3	60,4	61,7	62,9	64,1	65,4
- Ertragssteuern	-3,0	-10,0	-23,0	-33,0	-23,7	-24,2	-24,7	-25,2	-25,7	-26,2
+ Abschreibungen	25,0	33,0	33,0	30,0	25,0	27,0	26,0	33,0	35,0	31,0
+/- Veränderung langfristige Rückstellungen	0,2	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+/- Sonstiges	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Operativer Brutto Cash Flow	55,2	68,3	80,2	71,0	60,6	63,3	63,0	70,7	73,5	70,3
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	3,5	1,3	0,0	-3,0	1,0	-5,0	-2,0	6,0	-3,0	-7,0
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-19,0	-30,0	-28,0	-22,0	-20,0	-21,0	-22,0	-25,0	-26,0	-24,0
Free Cash Flow	39,7	39,6	52,2	46,0	41,6	37,3	39,0	51,7	44,5	39,3
Barwerte	37,9	34,8	42,2	34,2	28,5	23,5	22,6	27,6	21,8	17,7
Summe Barwerte	290,8									
Terminalwert	227,8									
										in % vom Gesamtwert : 44%
Wert des operativen Geschäfts in Mio. Euro	518,6									
+ überschüssige liquide Mittel in Mio. Euro	36,1									
- Finanzverschuldung in Mio. Euro	-405,6									
Marktwert Eigenkapital in Mio. Euro	149,1									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	12,39									
Kurs in Euro	12,03									

Modell-Parameter / Entity-DCF-Modell:

langfristige Bilanzstruktur ->	Eigenkapital:	25%	Fremdkapital:	75%	
risikofreie Rendite:	3,90%	Beta:	0,51	Risikoprämie FK:	5,0%
		Risikoprämie	10,5%	Tax-Shield:	10,0%
		Zins EK:	9,3%	Zins FK:	8,0%
Wachstumsrate FCI	0,5%	WACC:	8,32%		

Quelle: Independent Research

Geringe Eigenkapitalquote in 2002

In der dritten Phase, d.h. ab dem Jahr 2013, haben wir einen leichten Anstieg des Free-Cash-Flows von 0,5% angenommen. Der Terminalwert liegt damit bei 44% des gesamten Barwertes aus dem operativen Geschäft. Ein aus unserer Sicht akzeptabler Wert, der vor allem aufgrund der guten Positionierung der Business Units von VDN gerechtfertigt ist. Zur Diskontierung haben wir einen WACC von 8,32% angenommen. Die langfristige Eigenkapitalquote wird nach unserer Ansicht bei 25% liegen. Die Eigenkapitalquote des Konzerns lag im Jahr 2002 jedoch erst bei 14%. Das Beta der VDN-Aktie beträgt 0,51. Als in keinem Index vertretenen Unternehmen unterliegt VDN als Nebenwert nur einer geringen Gesamtmarktabhängigkeit. Dies könnte sich jedoch in Zukunft ändern. Die Risikoprämie auf das Eigenkapital beläuft sich nach unserer Prognose auf 10,5%.

Bewertungsfazit

Zur Ermittlung des fairen Wertes der VDN-Aktie haben wir die Ergebnisse des qualitativen Peer-Group-Verfahrens und des quantitativen DCF-Verfahrens mit unterschiedlicher Gewichtung gebündelt. Mit 50% fließt der mit dem DCF-Verfahren ermittelte Unternehmenswert in die Berechnung ein. Einen 25%-igen Anteil besitzt die Bewertung auf Basis des Multiplikators KGV 2004e. Der Multiplikator Enterprise-Value/Umsatz fließt mit 10% in die Berechnung ein. Jeweils 5% und damit eine untergeordnete Bedeutung

Abbildung 15:

Kennzahlen					
	DCF	EV/Umsatz 2004e	EV/EBITDA 2004e	EV/EBIT 2004e	KGV 2004e
Fairer Wert:	12,03	6,38	6,96	7,67	8,44
Gewichtung:	0,50	0,15	0,05	0,05	0,25
Fairer Wert (auf Basis aller Kennziffern):	9,81				Euro
Kurspotential:	102,3%				

Quelle: Independent Research

DCF-Modell und Peer-Group-Vergleich ergeben ein Kurspotential von über 70%

messen wir den Multiplikatoren Enterprise Value/EBITDA und Enterprise Value/EBIT bei. Somit errechnet sich ein fairer Wert je Aktie von 9,81 Euro. Dies impliziert ein rechnerisches Kurspotential von über 100%. Einen Abschlag nehmen wir infolge der noch nicht dem SDAX oder MDAX-Niveau entsprechenden unterjährigen Berichterstattung vor. Zudem ist VDN in keinem Index vertreten und nur im General Standard gelistet. Wir halten deshalb ein Kursziel von 8,50 Euro für gerechtfertigt.

Der Aktienkurs von VDN bildet bei etwa 5 Euro einen Boden aus. Nach der Berichterstattung der Q1-Zahlen bekam der Kurs keinen positiven Impuls. Wir wollen eine anhaltende Seitwärtsbewegung in den nächsten Monaten nicht ausschliessen. Die fehlende Dividendenausschüttung sehen wir schon im Aktienkurs verarbeitet. Wir sind hinsichtlich einer Ausschüttung für das Geschäftsjahr 2003 derzeit noch zurückhaltend. Wir wollen jedoch die Zahlung einer symbolischen Dividende in Höhe von 0,10 Euro je Aktie nicht ausschliessen. Im Mittelpunkt der Finanzmittelverwendung dürfte jedoch die Vorbereitung der Rückzahlung der bis 2006 laufenden Anleihe in einem Volumen von rund 100 Mio. Euro stehen. Aufgrund der nicht gerade hohen Eigenkapitalquote gehen wir in den nächsten Jahren nur von geringen Ausschüttungen aus.

Auswirkungen der Restrukturierungsprozesse werden bereits in 2003 erwartet

Die fehlende Prognose des Vorstands für das Geschäftsjahr erhöht die Unsicherheit über die Ergebnisentwicklung des laufenden Jahres. Wir erwarten, dass die Restrukturierungsprozesse in den Business Units in 2003 bereits wirken werden. Bei einem von uns geschätzten Volumenanstieg im kommenden Geschäftsjahr ist mit einem deutlichen Ergebnissprung zu rechnen. Die Ergebnisvisibilität ist auf Basis der Betrachtung der bisherigen Zahlen jedoch nicht hoch.

Wir votieren aufgrund der Unterbewertung mit Kaufen

Bei dem von uns unterstellten Ergebnisanstieg ist die Aktie auf Basis des KGV 2004e von rund 5 sehr preiswert. Das Kurs-Umsatzverhältnis liegt weit unter 0,1, ein aus unserer Sicht sehr günstiger Wert. Wir votieren aufgrund der langfristigen Unternehmenspotenziale und der geringen Bewertung mit Kaufen.

Anhang:

Ausgewählte Kennzahlen					
	2001	2002	2003e	2004e	2005e
Eigenkapitalquote	10,3%	14,7%	14,7%	16,3%	19,2%
Nettoverschuldung (in Mio. Euro)	357,0	352,1	331,0	305,0	250,4
Netto Gearing	479,2%	358,2%	345,7%	293,6%	204,4%
Kapitalrentabilität	0,5%	5,8%	0,9%	2,6%	6,1%
Eigenkapitalrentabilität	2,9%	28,1%	4,2%	11,4%	21,2%
Umsatzrentabilität	0,3%	4,0%	0,6%	1,6%	3,3%
Umsatz je Mitarbeiter (in Mio. Euro)	0,191	0,188	0,200	0,217	0,230
EBITDA pro Mitarbeiter (in Mio. Euro)	0,017	0,027	0,016	0,023	0,030
EV/Umsatz	0,74	0,74	0,56	0,49	0,39
EV/EBITDA	8,2	5,2	6,9	4,7	3,0
EV/EBIT	16,1	9,6	11,9	8,1	4,4
KCF	4,0	8,1	1,7	1,0	0,6
KGV	83,1	5,9	15,1	5,1	2,3
KBV	2,4	1,7	0,6	0,6	0,5
Dividende	0,75	0,00	0,10	0,30	0,60
Dividendenrendite	4,3%	0,0%	2,1%	6,2%	12,4%

Quelle: Independent Research

Konzernbilanz (IFRS)	2001	2002	2003e	2004e	2005e
Aktiva					
Immaterielle Vermögensgegenstände (davon Geschäfts- und Firmenwerte)	4 -9	27 16	30 20	32 20	40 20
Sachanlagen	169	166	170	165	172
Finanzanlagen	20	17	20	21	21
Summe Anlagevermögen	193	211	220	218	233
Vorräte	246	210	200	192	185
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	234	206	194	195	174
Wertpapiere der Umlaufvermögens	3	5	5	6	9
Liquide Mittel	40	31	30	25	30
Summe Umlaufvermögen	523	452	429	418	398
Rechnungsabgrenzungsposten	7	5	2	2	6
Summe Aktiva	723	668	651	638	637
Passiva					
Eigenkapital	74	98	96	104	123
Ausgleichsposten für Drittanteile	47	5	5	5	5
Rückstellungen	75	43	45	44	43
Finanzverbindlichkeiten	386	375	352	323	289
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	62	69	74	70	76
Sonstige Verbindlichkeiten	75	73	75	88	99
Summe der Verbindlichkeiten	523	517	501	481	465
Rechnungsabgrenzungsposten	4	4	4	4	2
Summe Passiva	723	668	651	638	637

Quelle: VDN, Independent Research

Kapitalflussrechnung	2001	2002	2003e	2004e	2005e
Ergebnis vor Ertragst., Zinsen und Abschr. auf Wertp.	43,6	52,8	33,0	45,0	70,0
+/- Ab-/Zuschreibungen auf das Anlagevermögen	32,5	34,2	24,0	33,0	33,0
+/- Zu-/Abnahme der Rückstellungen (langfristige)	-2,9	-24,0	1,7	-1,0	-1,0
Änderungen des Working Capital	29,6	22,9	-0,9	-6,9	0,0
Operativer Cash Flow	45,2	20,1	35,8	58,1	105,0
Investitions Cash Flow	2,8	-26,0	-9,0	-25,0	-28,0
Dividendenzahlungen	-11,7	-7,7	0,0	-1,2	-3,7
Tilgung von Finanzschulden	-0,7	0,0	-21,0	-30,0	-55,0
Finanzieller Cash Flow	-13,5	-2,1	-21,0	-31,2	-58,7
Änderungs der Zahlungsmittelbestandes	35,0	-9,1	5,8	1,9	18,3
Zahlungsmittel zum Ende der Periode	40,2	31,1	36,9	38,7	57,0

Quelle: VDN, Independent Research

Finanzkalender	
Termin	Veranstaltung
10. Juli 2003	Hauptversammlung, Düsseldorf
27./28. August 2003	Analystenkonferenz, Frankfurt
Ende August 2003	Veröffentlichung des 2. Quartalsberichts per 30. Juni
Ende November 2003	Veröffentlichung des 3. Quartalsberichts per 30. September
Mai 2004	Geschäftsbericht 2004

Quelle: Unternehmensangaben

 Independent Research

Zeppelinallee 37
60325 Frankfurt am Main

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