

**Erstmals vorgestellt****VK Mühlen AG****Ein unbekannter Riese im Mühlen- und Lebensmittelmarkt –  
Deutliche Verbesserung der Ertragskraft zu erwarten**

**W**ahrscheinlich haben unsere Leserinnen häufiger als unsere Leser Gelegenheit, sich mit den Einkäufen für die Familie zu beschäftigen. Am wichtigsten sind dabei sicher die Nahrungsmittel und hier ganz besonders „das tägliche Brot“, aber auch andere Grundnahrungsmittel wie Nudeln und Reis gehören ständig in den Einkaufskorb. Was liegt näher als die Frage eines stets neugierigen Analysten, wer denn nun einer der Haupterzeuger auf dem heimischen Markt ist und wie es bei einem solchen Unternehmen um die finanziellen Daten und die Anlagewürdigkeit der dazugehörigen Aktie aussieht. Da trifft es sich gut, dass eine der auf diesem Gebiet marktführenden Gesellschaften in Hamburg beheimatet ist und damit in meinen Zuständigkeitsbereich beim „Nebenwerte-Journal“ fällt.

**Genossenschaftliche Prägung**

Die heutige VK Mühlen AG ist ein Unternehmen, das auf eine lange Geschichte zurückblicken kann; denn sie geht auf die 1898 gegründete Vereinigte Kunstmühlen Landshut-Rosenheim AG zurück, die das heute noch angebotene „Rosenmehl“ herstellt. Nach der Übernahme der Hamburger Kampffmeyer Mühlen GmbH im Jahre 1990 wurde der Sitz in diese Stadt verlegt.

VK Mühlen besitzt traditionell einen genossenschaftlich geprägten Aktionärskreis. Das Aktienkapital von € 39.624 Mio. verteilt sich nach dem Stand von Mitte 2001 auf folgende Aktionäre:

*Die positive Entwicklung bei der VK Mühlen AG wird gestützt durch Nahrungsmittel mit gesundheitsfördernder Wirkung.*



Landwirtschaftsbank ca. 22.1 %, DG Bank Deutsche Genossenschaftsbank (jetzt DZ Bank) ca. 20.8 %, AIH Agrar-Industrie-Holding GmbH ca. 11.9 %, DRWZ Deutsche Raiffeisen-Waren-Zentrale GmbH ca. 10.0 %, Alfred C. Toepfer International GmbH ca. 8.2 %, Gothaer Lebensversicherung AG ca. 7.8 % und Gerhard Olbrich ca. 10.1 %. Der Streubesitz beläuft sich demnach auf 9.1 %. Bei einer Marktkapitalisierung von ca. € 83 Mio. sind das ca. € 7.55 Mio.

**Mühlen und Lebensmittel**

Der VK Mühlen-Konzern gliedert sich in die beiden Bereiche Mühlen und Lebensmittel. Die Mühlenbetriebe sind an elf Standorten im ganzen Bundesgebiet vertreten. Die Eidermühle in Friedrichstadt (Schleswig-Holstein) wurde 2001 stillgelegt. Auslandsstandorte werden in Stettin (Polen) und Baja (Ungarn) unterhalten. In der bundesdeutschen Brotgetreidevermählung hat die VK Mühlen AG durch die Übernahme der BM Bäckermühlen AG im Jahr 2000 ihren Marktanteil auf 19.0 (15.5) % erhöhen können. Das Mehl mit den Marken „Aurora“, „Rosenmehl“, „Diamant“ (mit Plange, Neuss, geteiltes Markenrecht) und „Gloria“ wird an Bäckereibetriebe und die weiterverarbeitende Lebensmittelindustrie verkauft. Unter Abzug der auf Plange entfallenden Anteile am Absatz der „Diamant“-Mehle beträgt der inländische Marktanteil der Gruppe VK Mühlen bei Haushaltmehlen knapp 40 %. Bei der Tochtergesellschaft Müller's Mühle GmbH, Gelsenkirchen, wird Reis vermahlen; in diesem Segment beträgt der Marktanteil 31 %.

Die Integration der BM Bäckermühlen AG hat im Geschäftsjahr 2000 den Anteil der Mühlenbetriebe am Konzernumsatz auf 69 (62) % ansteigen lassen, während der Bereich Lebensmittel mit den Marken „3 Glocken“, „Müller's Mühle“, „Aurora“ und „Rosenmehl“ auf 31 (38) % zurückgefallen ist. Der ebenso wie im Mühlenbereich unverändert sehr harte Wettbewerb hat die VK Mühlen AG veran-

**Unternehmensdaten**

**VK Mühlen AG**  
**Trettaustr. 32-34, 21107 Hamburg**  
**Telefon (040) 75109-50**

**Internet [www.vkmuehlen.de](http://www.vkmuehlen.de)**

**WKN 762 900**  
**1.524 Mio. Stückaktien, AK € 39.624 Mio.**  
**Dividende € 2.05 (steuerfrei)**

**letzte HV am 18.07.2001**

**Börsen: Frankfurt, Hamburg, München (Amtlicher Handel), Berlin (Freiverkehr)**

**Kurs am 24.01.2002:**  
**€ 54.50 (Ffm), 65 H / 47 T**

**Börsenwert € 83 Mio.**

**Streubesitz 9.1 %**



**Ein fester Kreis von großen Aktionären und die Abstinenz von Fonds sorgen für eine relativ geringe Volatilität bei der VK Mühlen AG. Der Kurs ist unmittelbar von der Gewinnentwicklung abhängig.**

lässt, ihre Tochtergesellschaft „3 Glocken GmbH“ mit Wirkung vom 01.10.2000 gegen eine Beteiligung von 20 % in die Birkel Teigwaren GmbH einzubringen, die nunmehr als Finanzbeteiligung geführt wird.

#### Geschäftsvolumen kräftig ausgedehnt

Die erstmalige Einbeziehung der BM Bäckermühlen AG in die Gewinn- und Verlustrechnung des Jahres 2000 hat den Konzernumsatz um 18.6 % auf DM 867 (731) Mio. kräftig ansteigen lassen. Die Segmentberichterstattung weist im Mühlenbereich ein mit dem Vorjahr nicht vergleichbares Umsatzvolumen von DM 671 Mio. aus, von dem DM 573 Mio., d. h. 66.1 % des Konzern-Außenumsatzes, mit Dritten abgewickelt wurden. In der Lebensmittelsparte sind Außenumsätze von DM 295 (304) Mio., d. h. 33.9 % des Gesamtumsatzes, erzielt worden. Da die „3 Glocken GmbH“ nur für ein Dreivierteljahr enthalten war, ist ein Vergleich mit dem Vorjahr hier ebenfalls nur eingeschränkt möglich. Das Segmentergebnis der Mühlen erreichte mit DM 11.45 (10.78) Mio. mit 2.0 % vom Außenumsatz ein befriedigendes Niveau, blieb jedoch von der 3%igen Zielgröße des Vorstands noch um einiges entfernt. Dies gilt in noch stärkerem Maße für das Lebensmittelgeschäft: Hier wurde das Defizit zwar auf DM -1.65 (-2.87) Mio. gesenkt, jedoch liegt hier die Zielgröße bei +2 %.

#### Außerordentliche Faktoren

Die Ergebnisrechnung für 2000 ist von einer Reihe außerordentlicher Faktoren

beeinflusst worden, so dass die Steigerung des Konzern-Ergebnisses der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit um 14.2 % auf DM 6.19 (5.42) Mio. sowie des Jahresüberschusses um 57.6 % auf DM 7.20 (4.57) Mio. einiger zusätzlicher Erläuterungen bedarf.

Der Materialaufwand ist mit 72.5 (71.0) % der Gesamtleistung der dominierende Kostenfaktor geblieben. Die Personal-kostenquote hat sich demgegenüber auf 12.8 (13.4) % reduzieren lassen. Einen erheblichen Anstieg auf DM 29.5 (7.2) Mio. verzeichneten die sonstigen betrieblichen Erträge, die allein mit DM 15.6 Mio. aus der Entkonsolidierung der „3 Glocken GmbH“ stammen. Diese als außerordentlich zu bezeichnenden Erträge sind gleichzeitig in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen weitgehend wieder neutralisiert worden, da Rückstellungen für Strukturverbesserungen im Lebensmittelbereich von DM 12.0 Mio. vorgenommen und außerdem die Kosten für die Einbringung der Tochter in die Birkel Teigwaren GmbH mit DM 3.0 Mio. bilanziell berücksichtigt wurden. Unter den periodenfremden Erträgen finden sich weitere größere Posten: Erträge aus Anlageabgängen (DM 1.0 Mio.), aus der Auflösung von Rückstellungen (DM 3.8 Mio.) und aus der Auflösung von Wertberichtigungen (DM 1.6 Mio.). Alle periodenfremden Aufwendungen außerhalb der 3-Glocken-Transaktion summieren sich noch einmal auf DM 1.35 Mio. Der negative Zinssaldo hat sich auf DM 8.0 (4.7) Mio. bzw. 0.9 (0.6) % der Gesamtleistung ausgeweitet.

#### Steuerfreie Dividende

Das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit verbesserte sich um 14.2 % auf DM 6.19 (5.42) Mio. An Steuern flossen im Konzern saldiert DM 2.1 (0.03) Mio. zurück, da Körperschaft- und Gewerbesteueraufwendungen von DM 1.54 Mio. gleichzeitig Erstattungen gegenüberstanden und zusätzlich DM 2.74 Mio. aus der Anwendung des „Leg-ein-hol-zurück-Verfahrens“ bei der Müller's Mühle GmbH vereinnahmt werden konnten. Bei sonstigen Steuern von DM 1.1 (0.88) Mio. ergab sich ein Zufluss von DM 1.1 Mio., so dass der Jahresüberschuss des Konzerns um 58 % auf DM 7.20 (4.57) Mio. DM gesteigert werden konnte. In dem für die Dividenenzahlung maßgeblichen AG-Abschluss

#### Unser Fazit

Die vor drei Jahren noch mit € 85 bezahlte Aktie der **VK Mühlen AG** konnte nach einer längeren Seitwärtsbewegung auf dem Niveau von € 50 im Sommer 2001 bis auf € 65 zulegen und hielt sich im September recht stabil, so dass von einem eher defensiven Wert gesprochen werden kann. Die Wachstumsperspektiven sind zwar in der überschaubaren Zukunft begrenzt, doch kann in Osteuropa expandiert werden. Im Inland wird eher auf die Gewinnung von Marktanteilen und auf Synergieeffekte gesetzt. Die unternehmensinternen Ziele einer Rendite von mindestens 3 % im Mühlenbereich und von mindestens 2 % im Lebensmittelgeschäft erscheinen erreichbar. Im Mühlenbereich will VK Mühlen ihre bereits bestehende führende Marktposition weiter ausbauen und bei den Lebensmitteln eine Margenverbesserung durch die Einführung innovativer Produkte erreichen. Eine Option ist zudem die Abgabe dieser Sparte. Von der vorhandenen Unternehmenssubstanz sollte der gegenwärtige Aktienkurs gut abgestützt sein. Da wir damit rechnen, dass auf Grund des positiven Ergebnistrends die Dividende für 2001 wieder auf das Niveau von 1998 (ca. € 3 EUR), zumindest aber auf € 2.50 angehoben werden kann, würde sich für den inländischen Aktionär eine steuerfreie Rendite von rd. 4.7 % bis 5.7 % errechnen, die durchaus unterstützend wirkt. Konservativen, renditebewussten Anlegern kann daher ein Engagement in dieser defensiven Aktie durchaus empfohlen werden. Die Publizität des Unternehmens ist allerdings nicht sehr ausgeprägt und aus Sicht des Investors zu verbessern.

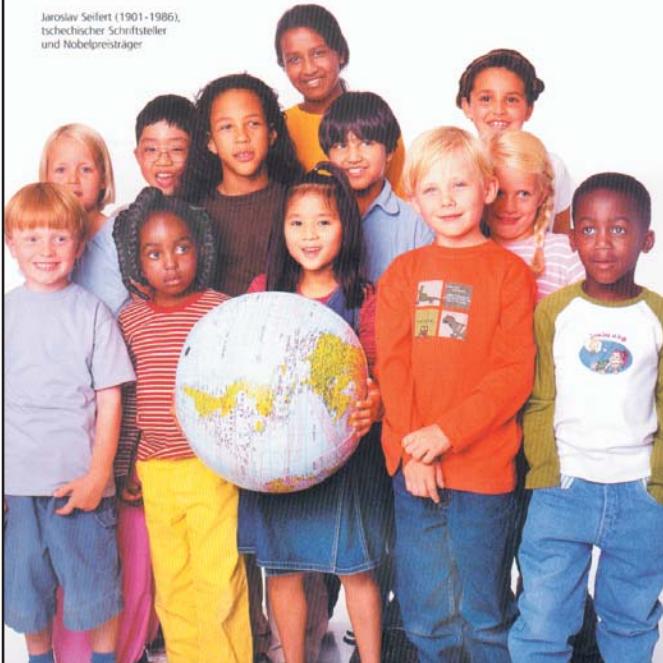
C. M.

# Brot für die Welt: Hilfe zur Selbsthilfe

Eine Geschichte vom täglich Brot:

„Der Geruch des Brotes ist der Duft aller Dürfte.  
Es ist der Urduft unseres irdischen Lebens,  
der Duft der Harmonie, des Friedens und der Heimat.“

Jaroslav Seifert (1901-1986),  
tschechischer Schriftsteller  
und Nobelpreisträger



**VK Mühlen und der Zentralverband des Deutschen Bäckerhandwerks sind Kooperationspartner der Aktion „Brot für die Welt“.**

fiel der Jahresüberschuss mit DM 7.11 (6.52) Mio. nahezu identisch aus, wobei nur minimale Steuern angefallen sind. Der Bilanzgewinn von 6.12 (6.37) Mio. DM wurde für die Zahlung einer Dividende von wiederum DM 4.- (€ 2.05) verwendet. Vorab erfolgte eine Dotierung der Gewinnrücklagen mit DM 1.0 Mio. Wie bereits im Geschäftsjahr 1999 wurde die Dividendenzahlung ausschließlich aus dem so genannten EK 04 und damit für den inländischen Aktionär steuerfrei geleistet.

Durch den Einfluss der außerordentlichen Faktoren blieb das DVFA-Ergebnis je Aktie mit € 2.38 (2.81) unter dem Wert des Vorjahres. Der Cashflow konnte auf DM 28.7 (23.4) Mio. verbessert werden und entsprach damit 3.3 (3.2) % des Umsatzes bzw. € 9.64 (€ 7.86) je ausgegebener Aktie.

## Investitionen aus eigener Kraft

Die Investitionspolitik der Gruppe ist darauf ausgerichtet, dass bei den Massenprodukten nur in dem Maße investiert wird, wie es zum Ersatz und zur Erhaltung erforderlich ist oder wenn größere Ratio-

nalisierungseffekte erzielt werden können. Vorrang haben dagegen Anlagen zur Funktionalisierung von Getreideprodukten wie Extrusionen und thermische Mehlbehandlung. Einen Schwerpunkt in den nächsten Jahren werden innovative Produkte des Bereichs „Functional Food“ bilden.

Ohne die aus dem Konzernverbund ausgeschiedene „3 Glocken GmbH“ hat die Gruppe im Geschäftsjahr 2000 lediglich DM 16.4 (17.5) Mio. investiert. Die Abschreibungen von DM 23.8 (20.1) Mio. auf Gegenstände des Anlagevermögens reichten für die volle Innenfinanzierung mehr als aus.

## Zufriedenstellende Bilanzstruktur

Die Bilanzsumme des VK Mühlen-Konzerns hat sich mit DM 449 (457) Mio. kaum verändert. Bei einem Buchwert des Anlagevermögens von DM 245.9 (250.2) Mio. beträgt die Anlagenintensität unverändert 54.7 %. Dabei sind in Sachanlagen DM 155.2 (189.2) Mio., in Finanzanlagen DM 71.4 (19.5) Mio. und in immateriellen Werten DM 19.3 (41.5) Mio. gebunden. Die Bilanzierung nach HGB erfolgt konservativ; Firmenwerte werden in der Regel im Zeitpunkt der Erstkonsolidierung mit den Gewinnrücklagen verrechnet. Da sich die Vorräte auf DM 93.4 (88.5) Mio. und die Forderungen auf DM 105.8 (99.6) Mio. erhöhten, gleichzeitig aber auch langfristige Kredite mit DM 12.2 Mio. getilgt wurden, sanken die liquiden Mittel auf DM 3.4 (18.4) Mio.

Auf der Passivseite sind die eigenen Mittel durch die Verrechnung von Firmenwerten auf DM 112.8 (115.9) Mio. und damit auf 25.1 (25.3) % der Bilanzsumme leicht zurückgegangen. Andererseits ist der Konzern mit Pensionsrückstellungen und Sonderposten

mit zusammen DM 93.3 (99.8) Mio. recht gut ausgestattet, so dass die „erweiterte“ Eigenkapitalausstattung immerhin 45.9 (47.2) % beträgt. Innerhalb der Verbindlichkeiten von DM 209.4 (214.2) Mio. sind Bankschulden mit DM 141.3 (163.9) Mio. enthalten. Der Buchwert einer Aktie betrug € 37.84 (38.88).

## 2001 mit höherem Gewinn

In den ersten sechs Monaten des Geschäftsjahres 2001 hat sich der Konzernumsatz um 2.4 % auf DM 418 (429) Mio. leicht zurückgebildet, wobei zu berücksichtigen ist, dass die Zahlen für den Vergleichszeitraum 2000 noch das Geschäftsvolumen der „3 Glocken GmbH“ enthielten (die Beteiligung von 20 % an der Birkel Teigwaren GmbH ist nicht konsolidiert). Dagegen hat sich die Ertragslage ganz wesentlich verbessert, obwohl sich der Mengenabsatz sowohl im Mühlen- als auch im Lebensmittelbereich gegenüber dem Vorjahr kaum verändert hat. Der Ausweis eines Ergebnisses vor Steuern von DM 4.1 (-6.5) Mio. DM wurde durch mehrere positive Faktoren ermöglicht: Die Verbesserung der Bruttomarge durch eine Mitte 2000 durchgeführte Preiserhöhung, Synergieeffekte aus dem Zusammenschluss mit BM Bäckermühlen und die Trennung von den ertragsschwachen Aktivitäten der „3 Glocken GmbH“. Diese Tendenzen werden auch im zweiten Halbjahr fortwirken, so dass VK Mühlen für das volle Jahr eine kräftige Ergebnisverbesserung erwartet.

Im betrieblichen Bereich ist eine weitere Konzentration mit der Stilllegung der Eidermühle in Friedrichstadt erfolgt. Die Produktion ist auf die Holsteinische Mühlenwerke Rusch GmbH & Co. KG übertragen worden, an der sich VK Mühlen beteiligt hat. In Ungarn ist eine Weichweizenmühle in Betrieb genommen worden.

Einen besonderen Stellenwert nimmt das Engagement der VK Mühlen AG im so genannten „Functional Food-Bereich“ ein. Darunter verstanden wird der Zusatz von Nährstoffkonzentraten (z. B. Calcium, Vitamin D 3, Magnesium, Fluor) für Brot und Backwaren. Auf diesem Gebiet ist VK Mühlen bereits seit den achtziger Jahren forschend aktiv. Die beigesetzten natürlichen Stoffe wirken vorbeugend bei verschiedenen Erkrankungen wie Osteoporose und Arthritis. Eine neue Fertigungsstätte für innovative Produkte ist inzwischen in Betrieb gegangen. Die Entwicklung innovativer Produkte, die naturgemäß bessere Margen abwerfen, will VK Mühlen auch in der Zukunft mit besonderem Nachdruck betreiben.

**Erfreuliche Perspektiven**

Nach schwierigen Jahren hat die VK Mühlen AG im Jahr 2000 schon überzeugen können. Für das Jahr 2001 rechnen wir mit einem deutlich besseren Ergebnis: Aus der Fusion mit der BM Bäckermühlen AG werden zusätzliche Rationalisierungseffekte sichtbar und nach der Abgabe der „3 Glocken GmbH“ dürften in der Lebensmittelsparte keine Verluste mehr anfallen. Da vermutlich wieder stille Reserven angelegt werden, könnte der ausgewiesene Überschuss nicht die wirkliche Ertrags-

stärke widerspiegeln, die sich eher im Gewinn und im Cashflow je Aktie ausdrücken wird. In einer Studie der SBFA wird von einem DVFA-Ergebnis von € 4.03 ausgegangen, das in diesem Jahr auf € 5.03 und in 2003 auf € 6.04 steigen soll. Dabei wird unterstellt, dass im Mühlenbereich mit 2.8 % die angestrebte Marge von 3 % fast und im Lebensmittelbereich die angestrebte Marge von 2 % zu erreichen ist. Die bestehenden Verlustvorträge werden in den nächsten Jahren keine Steuerzahlungen auslösen. Investitionen beschrän-

ken sich im Mühlenbereich auf Rationalisierungseffekte; Akquisitionen sind im Inland nicht zu erwarten, dagegen wird in Osteuropa vorsichtig expandiert. Die Investitionen können aus dem operativen Cashflow finanziert werden, der zudem ausreichen dürfte, um die Finanzschulden abzubauen. Im Lebensmittelbereich ist der Verkauf von „Müller's Mühle“ eine Option, die durchaus sinnvoll erscheint, so dass diese Sparte aufgegeben werden kann.

Claus Müller  
Finanzanalyst DVFA

**Ein Exote im SMAX****Sauer-Danfoss Inc.****Ein teilweise deutsches Unternehmen mit Notierung an der New York Stock Exchange und im Amtlichen Handel der Frankfurter Börse:  
Wanderer zwischen zwei Börsenwelten**

**A**ls sich die damalige Sauer Inc. im April 1998 durch ihren Großaktionär und auch heute noch als Chairman des Unternehmens fungierenden Dr. Klaus H. Murmann im Hause meines seinerzeitigen Arbeitgebers Deutsche Bank AG präsentierte (ich war selbst anwesend), hatte das Unternehmen bereits eine lange Geschichte hinter sich. Wurzeln des Unternehmens waren die 1986 als AG gegründete Sauer Getriebe AG, Neumünster, deren Vorgängerin bereits seit 1884 bestand, und die US-Gesellschaft Sundstrand Corporation (gegr. 1905). Die Verbindung beider Unternehmen geht auf das Jahr 1987 zurück, als man beschloss, das weltweite Geschäft mit hydrostatischen Getrieben in einem Joint Venture zusammenzufassen, aus dem 1990 die Sauer Inc. als Gesellschaft nach US-amerikanischem Recht hervorgegangen ist.

Von einem internationalen Bankenkonsortium wurden im Frühjahr 1998 insgesamt 9 Millionen Stammaktien, jeweils mit 4.275 Mio. in den USA und international, angeboten, 450 000 Stück gingen an die Belegschaft. Aus dem Verkauf der Altaktionäre resultierten 6 Mio. Stück, während 3 Mio. Stück aus einer Kapitalerhöhung stammten. Das internationale Angebot wurde von einem Bankenkonsortium unter Führung der Deutsche Bank AG und der Credit First Boston (Europe) Ltd. platziert. Der Emissionspreis wurde auf DM 32 (€ 16.36) für die internationale Tranche bzw. USD 18 für die US-Tranche festgesetzt. Diesen ambitionierten Kurs hat die Aktie seit der Aufnahme der Notiz am 13.05.1998 nicht wieder erreichen können.

Die Mehrheit des Aktienkapitals (76 %) wird derzeit von einer Holdinggesellschaft kontrolliert, an der die Familie Murmann



**Dr. Klaus Murmann,  
Chairman der Sauer-Danfoss Inc.**

**Unternehmensdaten**

**Sauer-Danfoss Inc.**  
**Krokamp 35, 24539 Neumünster**  
**Telefon (04321) 871-212**

**Internet [www.sauer-danfoss.com](http://www.sauer-danfoss.com)**

**WKN 880 208**  
**47.411 Mio. Namens-Stammaktien,**  
**(Nennwert USD 0.01)**  
**AK USD 0.474 Mio.**

**Dividende USD 0.28 für 2000**  
**zahlbar quartalsweise**  
**(2001 bisher USD 0.21)**

**Börsen: Frankfurt (Amtlicher Handel),**  
**Berlin, Düsseldorf, Hamburg, München**  
**und Stuttgart (Freiverkehr)**

**Kurs am 24.01.2002:**  
**€ 9.60 (Ffm), 11.60 H / 7.60 T**

**Ein wenig beachteter Wert**

Es liegt ein „dual listing“ sowohl an den deutschen Börsen als auch an der New York Stock Exchange vor. Diese Doppelnotiz ist im Prinzip einem Global Player, den der Sauer-Danfoss-Konzern zweifellos heute darstellt, angemessen, jedoch findet der Wert unter Analysten immer noch verhältnismäßig wenig Beachtung. Dies liegt zum einen daran, dass in den USA einige der wesentlichen Kunden der Sauer-Danfoss Inc. (Case New Holland, Caterpillar, Deere & Co., Ingersoll-Rand) bedeutende börsennotierte Unternehmen sind, die in Anlegerkreisen größere Beachtung finden. Sauer-Danfoss fungiert bei diesen Unternehmen als Zulieferer und tritt nicht mit Endprodukten in Erscheinung. Den Anlegern in Deutschland wurde zudem erst für das Geschäftsjahr 2000 ein deutschsprachiger Geschäftsbericht zur Verfügung gestellt.



**Moderne Montageanlage im Sauer-Danfoss-Werk Neumünster.  
Heiko Ahrens montiert Pumpen der Baureihe 90.**