



29.10.2013
Hans Tagmann
hans.tagmann@nebenwerte.ch

Kurs: CHF 106.50
52 Wochen Hoch: CHF 109.00
52 Wochen Tief: CHF 96.50

2 400 000 Na. à CHF 1.75 nom.
Symbol: VBSN
Valor: 18 762 425

Börsenwert: CHF 254.4 Mio
Grösster Aktionär: Hartmann Gruppe (66.3%)
Streubesitz: 24.6%



IVF Hartmann Gruppe: Fokus auf profitables Wachstum

Robustes Halbjahresergebnis

Die IVF hat im 1. Halbjahr 2013 auf einem anspruchsvollen Gesundheitsmarkt ein solides Ergebnis erzielt. Der Umsatz lag mit CHF 62.3 Mio (-0.7%) leicht unter Vorjahr, was auf den Verzicht auf unprofitable Aufträge und den starken Preisdruck im Spitalsegment zurückzuführen ist. Dagegen zeigte der Umsatz im Kerngeschäft ein erfreuliches Wachstum. So profitierte die Sparte Inkontinenz mit der Marke Sanello vom eigenen Beratungsdienst in Alters- und Pflegeheimen sowie einer Beschleunigung der demographischen Alterung. Dermoplast stärkte mit innovativen sterilen Wundverbänden die Marktführerschaft, desgleichen konnten die medizinischen Desinfektionsmittel der Marken Bode und Hartmann zulegen. Das EBIT stieg um 4.8% auf CHF 9.1 Mio und die EBIT-Marge um 70 Basispunkte auf 14.6%. Diese Verbesserung ist hauptsächlich auf die Fokussierung des Kunden- und Produktmix auf profitable Aufträge und das effiziente Kostenmanagement zurückzuführen. Positiv wirkten sich auch die abgeschlossene Integration der 2012 übernommenen Funny Hygiene und die Inbetriebnahme einer neuen Kommissionierhalle mit dem Lagerverwaltungssystem SAP FULL WM aus. Nach Steuern von CHF 1.4 Mio (+4.8%) resultierte mit einem Gewinn von CHF 7.7 Mio (+4.1%) erneut ein Rekordergebnis.

Grundsolide Finanzkennzahlen

IVF ist ein stabiler Renditebringer mit einer robusten Finanzierung. Per Mitte Jahr präsentierte sich die Bilanz frei von Finanzverbindlichkeiten, die Nettoliquidität belief sich auf CHF 32.4 Mio (+2.2%) und die Eigenkapitalquote betrug 71.7% (69.5%). Die starke Eigenfinanzierung ist durch regelmässige Eigenkapitalrenditen von über 20% und die positiven Free Cashflows zu erklären. Zudem bleibt bei einem Payout Ratio von 30 bis 32% der überwiegende Teil des Gewinns im Unternehmen. Daran wird sich gemäss VR-Präsident Rinaldo Riguzzi auch in Zukunft nichts ändern. So ist das Unternehmen in einer guten Ausgangslage, um seine Wachstumsstrategie aus eigener Kraft voranzutreiben. Neben organischem Wachstum stehen hierbei auch Akquisitionen auf der Agenda.

Guter Track Record

IVF hat in der Vergangenheit wiederholt gute Akquisitionen getätigt. Mit der Übernahme von Vlesia (2000) schaffte sie den Sprung zur Nr. 2 auf dem CH-Inkontinenzmarkt. Die 2009 zur Gruppe gestossene Bode brachte die Infektionsprohylaxe ins Produktportfolio. Und von der anfangs 2012 akquirierten Funny Hygiene profitierte die Gruppe durch Cross Selling der Hygieneprodukte in den angestammten Verkaufskanälen. Unserer Ansicht nach dürfte es auf dem stark fragmentierten Markt für medizinische Produkte an geeigneten Zielobjekten für Akquisitionen nicht fehlen. Eine grössere Hürde ist hierbei die Identifikation von Unternehmen mit einer gleich hohen Rendite wie die eigene, damit diese zügig zum Gewinn beitragen.

Optimistischer Ausblick

IVF gibt sich aufgrund der dynamischen Situation im schweizerischen Gesundheitswesen für das 2. Halbjahr zuversichtlich und stellt eine Umsatz- sowie Gewinnentwicklung auf hohem Niveau in Aussicht. Dabei kommt IVF zugute, dass grosse Teile ihres Produktportfolios in Wachstumssegmenten des Gesundheitsmarktes positioniert sind und die zur Selbstmedikation bestimmten Produkte vom Kostendruck in Spitälern und Arztpraxen eher profitieren. Im Spitalsegment stemmt sich das Unternehmen mit einem Dienstleistungsportfolio gegen den Druck auf Preis und Marge. Kernstück ist hierbei ein in Kliniken installiertes Logistiksystem mit Scanner und Onlineportal zur effizienten Bewirtschaftung des OP-Lagers. Desgleichen fördert sie bei der wachsenden Gruppe von Inkontinenzpatienten mit Beratungs- und Hauslieferdienst die kostengünstige Pflege zu Hause. Mit einem EV/EBITDA 2014e von 9.6x weist IVF einen Abschlag von 6.5% zum historischen Durchschnitt auf. Bei Schaffhauser Anlegern gelten die IVF Papiere wegen der von rund 500 Aktionären besuchten Generalversammlung fast schon als Pflichtaktien.

Kennzahlen in CHF Mio	2012	2013e	2014e
Umsatz	126.0	128.9	133.3
Veränderung	6.2%	2.3%	3.4%
EBIT	17.7	19.1	20.0
Marge	19.3%	7.7%	5.1%
Gewinn	14.8	15.9	16.8
Veränderung	12.5%	7.5%	5.2%
Eigenkapital	59.5	70.2	81.4
EK-Quote	69.3%	75.1%	78.1%
Nettoliquidität	31.7	36.5	39.9

je Aktie / Bewertung	2012	2013e	2014e
Buchwert (in CHF)	13.2	15.2	16.6
Gewinn (in CHF)	6.2	6.6	7.0
Dividende (in CHF)	1.90	2.10	2.20
Payout Ratio	30.8%	31.7%	31.5%
P/B	4.1x	3.6x	3.1x
P/E	16.3x	15.8x	15.0x
EV/EBITDA	10.5x	9.9x	9.4x
Dividendenrendite	1.9%	--	--
Total Return	24.2%	--	--

IVF Hartmann Gruppe

Erfolgsrechnung in Mio CHF	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e
Umsatz	109.5	113.7	117.6	118.6	126.0	128.9	133.3
Veränderung	9.2%	3.8%	3.5%	0.8%	6.2%	2.3%	3.4%
Bruttogewinn	62.3	64.1	67.2	68.3	70.8	74.3	76.9
Veränderung	14.5%	2.9%	4.9%	1.6%	3.7%	4.9%	3.5%
in % des Umsatzes	56.9%	56.4%	57.2%	57.6%	56.2%	57.6%	57.7%
EBITDA	10.9	15.0	17.0	17.1	20.1	21.8	22.6
Veränderung	5.2%	37.9%	13.2%	0.9%	17.7%	8.1%	3.6%
in % des Umsatzes	9.9%	13.2%	14.4%	14.4%	16.0%	16.9%	16.9%
Abschreibungen	-2.5	-3.0	-2.2	-2.3	-2.4	-2.7	-2.5
EBIT	8.4	12.0	14.8	14.8	17.7	19.1	20.0
Veränderung	37.0%	42.7%	23.5%	0.3%	19.3%	7.7%	5.1%
in % des Umsatzes	7.7%	10.5%	12.6%	12.5%	14.0%	14.8%	15.0%
Nettofinanzergebnis	0.5	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2
Gewinn vor Steuern	8.9	12.2	15.0	15.0	17.8	19.2	20.2
Steuern	-1.3	-1.8	-2.6	-1.9	-3.0	-3.3	-3.5
Steuerrate	14.9%	14.9%	17.3%	12.4%	16.8%	17.2%	17.1%
Gewinn	7.6	10.4	12.4	13.2	14.8	15.9	16.8
Veränderung	22.8%	36.4%	19.5%	6.3%	12.5%	7.5%	5.2%
in % des Umsatzes	6.9%	9.1%	10.5%	11.1%	11.8%	12.4%	12.6%
RoE	15.9%	20.9%	23.3%	21.1%	23.4%	24.6%	22.1%
Mitarbeiterzahl (teilzeitbereinigt)	317	332	329	317	337	333	334
Umsatz je Mitarbeiter in CHF Tsd	345.4	342.4	357.5	374.1	373.9	387.1	399.1
EBITDA je Mitarbeiter in CHF Tsd	34.2	45.1	51.5	54.0	59.8	65.4	67.6
Geldflussrechnung	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e
Cashflow aus operativen Aktivitäten	12.3	10.3	16.4	16	15.8	16.8	17.3
Capex	-1.9	-1.7	-1.5	-3	-3.3	-1.6	-1.7
Freier Operativer Cashflow	10.4	8.7	14.9	13	12.5	15.2	15.6
Bilanz in Mio CHF	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e
Bilanzsumme	72.1	71.2	82.3	92.4	85.8	93.4	104.2
Eigenkapital	50.5	48.5	57.6	67	59.5	70.2	81.4
Veränderung	11.6%	-3.9%	18.8%	16.4%	-11.2%	17.9%	16.0%
EK-Quote	70.0%	68.1%	69.9%	72.5%	69.3%	75.1%	78.1%
Nettoverschuldung	26.1	-22.3	-33.9	-43.2	-31.7	-36.5	-39.9
Kennzahlen je Na. in CHF	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e
Eigenkapital	21	20.2	24	27.9	24.8	29.2	33.9
Nettoliquidität	-10.9	9.3	14.1	18	13.2	15.2	16.6
Gewinn	3.2	4.3	5.2	5.5	6.2	6.6	7
FCF	4.3	3.6	6.2	5.4	5.2	6.3	6.5
Dividende	1.16	1.37	1.55	1.75	1.9	2.1	2.2
Payout Ratio	36.5%	31.7%	30.0%	31.9%	30.8%	31.7%	31.5%
Bewertung	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e
P/B	1.9x	3.1x	3.8x	3.0x	4.1x	3.6x	3.1x
P/E	12.9x	14.4x	17.5x	15.0x	16.3x	15.8x	15.0x
EV/Sales	1.1x	1.1x	1.6x	1.3x	1.7x	1.7x	1.6x
EV/EBITDA	11.6x	8.6x	10.9x	9.1x	10.5x	9.9x	9.4x
EV/Earning	16.6x	12.5x	14.9x	11.9x	14.3x	13.6x	12.7x
FCF yield%	10.6%	5.8%	6.9%	6.6%	5.2%	6.1%	6.2%
Div. yield	2.8%	2.2%	1.7%	2.1%	1.9%	--	--
Jahresschlusskurs	40.7	62.3	90.1	82.5	100.5	--	--
Total Return	9.4%	56.4%	47.2%	-6.5%	24.2%	--	--

Disclaimer

Diese Publikation von nebenwerte.ch/Tagmann & Partner AG dient ausschliesslich Informationszwecken und stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Wertschriften oder anderen Anlageinstrumenten dar. Die Informationen stehen unter dem Vorbehalt jederzeitiger Änderung. Sie werden nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Deren Richtigkeit, Zuverlässigkeit oder Vollständigkeit werden weder ausdrücklich noch stillschweigend zugesichert oder garantiert. Jede Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Verwendung dieser Publikation ergeben, wird ausgeschlossen. Diese Publikation richtet sich nicht an Personen in Ländern deren Recht eine Nutzung verbietet.