

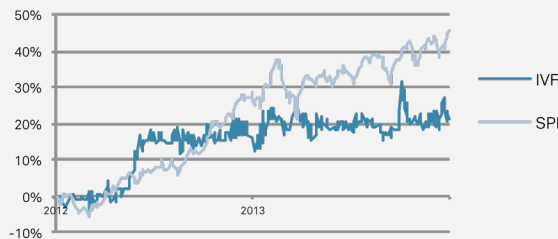


7.4.2014  
Hans Tagmann  
hans.tagmann@nebenwerte.ch

Kurs: CHF 105.00  
52 Wochen Hoch: CHF 114.00  
52 Wochen Tief: CHF 97.00

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

Börsenwert: CHF 252 Mio  
Grösster Aktionär: Hartmann Gruppe (66.3%)  
Streubesitz: 25.1%



## IVF Hartmann Gruppe: Will mit Innovationen wachsen

### Bestätigt Gewinnqualität

Die IVF Hartmann Gruppe (IVF) hat 2013 das sechzehnte Jahr in Folge einen höheren Gewinn erzielt. Der Umsatz ist zwar mit CHF 125.4 Mio (-0.4%) im Vergleich zum Vorjahr leicht gesunken, was auf die Bereinigung des Portfolios von unprofitablen Produkten zurückzuführen ist. Dagegen stieg der Umsatz im Kerngeschäft um 4%. Das Inkontinenzgeschäft profitierte von der Ausweitung des Hauslieferdienstes in die Westschweiz und einer neuen Generation von Gürtelprodukten für das Spital- und Heimsegment. Im Fachhandelskanal konnten Sterillium (Desinfektionsmittel) und Dermaplast (Wundschnellverbände) ihren Marktanteil dank der Lancierung praktischer Problemlöser für den Haushalt weiter stärken. Zudem führten Sortimentserweiterungen im OP-Segment zu einer Nachfragebelebung. Trotz geringerem Umsatz stieg der EBIT auf CHF 18.3 Mio (+3.1%) und die operative Marge auf 14.6% (14.0%). Die Gründe hierfür lagen neben der Fokussierung auf profitable Sortimente auch in der Standardisierung der Beschaffungsprozesse und Kostenkontrolle durch die Einführung von SAP R/3. Der Gewinn wuchs auf CHF 15.3 Mio (+3.6%) und die Eigenkapitalrendite erreichte eindrucksvolle 23.6%. Es wird eine Dividende von CHF 2.05 (1.90) beantragt.

### Starke Eigenfinanzierungskraft

Überzeugend ist auch die um 12% angestiegene operative Cash-flowgenerierung von CHF 17.7 Mio. Damit wurde der Mittelbedarf für Investitionen (CHF 3.8 Mio) und Ausschüttung (CHF 4.6 Mio) wie schon in den Vorjahren wesentlich übertroffen. Das Nettofinanzvermögen konnte im Berichtsjahr um einen Drittel auf CHF 42.2 Mio erhöht werden. Das Eigenkapital erfuhr eine Stärkung auf CHF 70.3 Mio (+18.1%) und die Eigenkapitalquote wuchs auf 71.8% (69.3%). Dies gibt IVF eine solide finanzielle Basis, um ihre Wachstumsstrategie verstärkt durch Akquisitionen voranzutreiben. Im laufenden Jahr ist nicht mit einer Übernahme zu rechnen, da nach Auskunft von VRP Rinaldo Riguzzi der Markt zurzeit so gut wie ausgetrocknet und die Preise möglicher Zielobjekte nicht attraktiv seien.

### Rückenwind aus der Hartmann Gruppe

IVF gehört seit 1993 zur deutschen Hartmann Gruppe (Beteiligung

66.3%). Der Eigenfertigungsanteil von IVF beläuft sich auf rund 30% vom Umsatz. Der Rest wird überwiegend bei der Hartmann Gruppe zugekauft. Dies bringt entscheidende Kostenvorteile in der Beschaffung und erklärt, warum IVF 2013, trotz zunehmendem Preisdruck durch die Grossverteiler, keinen Auftrag im Bereich Private Labels verloren hat. Darüber hinaus profitiert das Unternehmen von der gut gefüllten Innovationspipeline des Konzerns sowie dessen Kompetenz als Systemanbieter von Gesundheitsprodukten.

### Gut ins laufende Jahr gestartet

Als starke Treiber nennt CEO Andreas Gisler für 2014 die lebhaftere Nachfrage aus den Spitälern und Innovationen im Wundpflegesortiment. Auf eine positive Kundenresonanz stossen auch die verschiedenen Dienstleistungen zur Verbesserung der Kosteneffizienz im OP-Bereich, wie beispielsweise die Übernahme der kompletten Lagerlogistik oder die neuen Komplettsätze mit chirurgischen Einweginstrumenten und Verbrauchsmaterial. Bereits gut auf dem Markt etabliert haben sich die neuen Sortimente von OP-Abdeckungen, OP-Handschuhen und Desinfektionstüchern. Ungeachtet optimistisch gibt sich das Management für die konzernweit eingeführten Neuheiten Hydroclean und Hydrotac. Es handelt sich hierbei um eine moderne und wirksame 2-Phasentherapie zur Heilung chronischer Wunden. Aufgrund der hohen Fallhäufigkeit von Wundheilstörungen bei bettlägerigen Patienten prognostiziert das Unternehmen für diese Therapie ein hohes Absatzpotenzial. Da IVF diese Produkte für die gesamte Gruppe produziert, wurde zur Sicherstellung der Lieferfähigkeit im Berichtsjahr der Schwerpunkt des Investitionsprogramms (Capex CHF 3.8 Mio) auf die Automatisierung und den Ausbau der Kapazitäten im Bereich Medical Products gelegt.

### Attraktive Bewertung

Der Kurs der IVF Titel hat nach dem Aktiensplit (Juli 2012) um knapp 20% zugelegt. Seither verharrt er trotz guter Geschäftsentwicklung in enger Bandbreite um CHF 100. Gemessen am EV/EBITDA 2015e von 7.5x ist die Aktie mit einem Discount von 23.2% zum historischen Durchschnitt bewertet.

Kennzahlen in CHF Mio	2013	2014e	2015e
Umsatz	125.4	130.2	136.3
Veränderung	-0.4%	3.8%	4.7%
EBIT	18.3	19.4	21.8
Marge	14.6%	14.9%	16.0%
Gewinn	15.3	16.3	18.2
Veränderung	3.6%	6.0%	12.1%
Eigenkapital	70.3	81.2	93.4
Eigenkapitalquote	71.8%	74.3%	77.1%
Nettofinanzvermögen	42.2	53.1	65.2

je Aktie / Bewertung	2013	2014e	2015e
Buchwert (in CHF)	29.3	33.8	38.9
Gewinn (in CHF)	6.4	6.8	7.6
Dividende (in CHF)	2.05	2.20	2.40
Payout Ratio	32.1%	32.5%	31.6%
P/B	3.5x	3.1x	2.7x
P/E	16.0x	15.5x	13.8x
EV/EBITDA	9.6x	8.8x	7.5x
Dividendenrendite	2.0%	--	--
Total Return	5.5%	--	--

# IVF Hartmann Gruppe

<b>Erfolgsrechnung in Mio CHF</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014e</b>	<b>2015e</b>
Umsatz	113.7	117.6	118.6	126.0	125.4	130.2	136.3
Veränderung	3.8%	3.5%	0.8%	6.2%	-0.4%	3.8%	4.7%
Herstellkosten des Umsatzes	-50.5	-51.4	-51.8	-53.5	-52.2	-54.0	-57.2
Bruttogewinn	67.0	71.1	70.5	76.2	76.2	79.1	81.9
in % des Umsatzes	58.9%	60.4%	59.5%	60.4%	60.8%	60.8%	60.1%
Personalaufwand	-33.3	-33.4	-32.4	-34.5	-34.3	-35.0	-35.6
Übriger Aufwand	-18.7	-20.7	-21.0	-21.5	-20.8	-21.6	-21.5
EBITDA	15.0	17.0	17.1	20.1	21.1	22.5	24.8
Veränderung	37.9%	13.2%	0.9%	17.7%	4.5%	6.8%	10.2%
in % des Umsatzes	13.2%	14.4%	14.4%	16.0%	16.8%	17.3%	18.2%
Abschreibungen	-3.0	-2.2	-2.3	-2.4	-2.8	-3.1	-3.0
EBIT	12.0	14.8	14.8	17.7	18.3	19.4	21.8
Veränderung	42.7%	23.5%	0.3%	19.3%	3.1%	6.3%	12.4%
in % des Umsatzes	10.5%	12.6%	12.5%	14.0%	14.6%	14.9%	16.0%
Nettofinanzergebnis	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Gewinn vor Steuern	12.2	15.0	15.0	17.8	18.4	19.5	21.9
Steuern	-1.8	-2.6	-1.9	-3.0	-3.0	-3.2	-3.7
Steuersatz	14.9%	17.3%	12.4%	16.8%	16.5%	16.6%	16.8%
Gewinn	10.4	12.4	13.2	14.8	15.3	16.3	18.2
Veränderung	36.4%	19.5%	6.3%	12.5%	3.6%	6.0%	12.1%
in % des Umsatzes	9.1%	10.5%	11.1%	11.8%	12.2%	12.5%	13.4%
RoE	20.9%	23.3%	21.1%	23.4%	23.6%	21.5%	20.9%
<b>Geldflussrechnung</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014e</b>	<b>2015e</b>
Operativer Cashflow	10.3	16.4	16.0	15.8	17.7	17.1	18.9
Veränderung	-15.9%	58.6%	-2.4%	-1.0%	12.0%	-3.4%	10.5%
Capex	-1.7	-1.5	-4.2	-4.1	-3.8	-3.6	-4.2
Operativer FCF	8.7	14.9	11.8	11.7	13.9	13.5	14.7
Ausschüttung	-2.8	-3.3	-3.7	-4.2	-4.6	-4.9	-5.3
<b>Bilanz in Mio CHF</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014e</b>	<b>2015e</b>
Bilanzsumme	71.2	82.3	92.4	85.8	97.9	109.2	121.2
Eigenkapital	48.5	57.6	67.0	59.5	70.3	81.2	93.4
Eigenkapitalquote	68.1%	69.9%	72.5%	69.3%	71.8%	74.3%	77.1%
Nettofinanzvermögen	22.3	33.9	-3.2	31.7	42.2	53.1	65.2
<b>Kennzahlen je Na. in CHF</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014e</b>	<b>2015e</b>
Eigenkapital	20.2	24.0	27.9	24.8	29.3	33.8	38.9
Nettofinanzvermögen	9.3	14.1	18.0	13.2	17.6	22.1	27.2
Gewinn	4.3	5.1	5.5	6.2	6.4	6.8	7.6
FCF	3.6	6.2	4.9	4.9	5.8	5.6	6.1
Dividende	1.37	1.55	1.75	1.90	2.05	2.20	2.40
Payout Ratio	31.7%	30.0%	31.9%	30.8%	32.1%	32.5%	31.6%
Jahresschlusskurs	61.0	92.0	84.1	98.5	102.0	--	--
Total Return	49.8%	53.1%	-6.9%	19.2%	5.5%	--	--
<b>Bewertung</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014e</b>	<b>2015e</b>
P/B	3.0x	3.8x	3.0x	4.0x	3.5x	3.1x	2.7x
P/E	14.1x	17.8x	15.3x	16.0x	16.0x	15.5x	13.8x
EV/Sales	1.1x	1.6x	1.3x	1.6x	1.6x	1.5x	1.4x
EV/EBITDA	8.3x	11.0x	9.3x	10.2x	9.6x	8.8x	7.5x
FCF yield%	5.9%	6.7%	5.9%	4.9%	5.7%	5.4%	5.8%
Div. yield	2.2%	1.7%	2.1%	1.9%	2.0%	--	--

**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.