

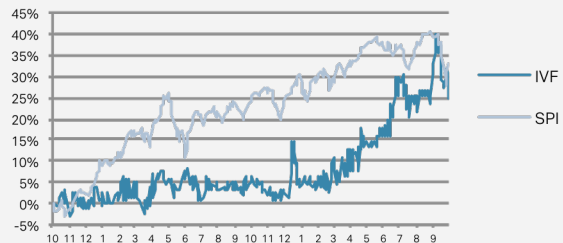


22.10.2014
Hans Tagmann
hans.tagmann@nebenwerte.ch

Kurs: CHF 124.00
52 Wochen Hoch: CHF 139.50
52 Wochen Tief: CHF 100.00

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

Börsenwert: CHF 297.6 Mio
Grösster Aktionär: Hartmann Gruppe (66.3%)
Streubesitz: 25.1%



IVF Hartmann Gruppe: Ist flott unterwegs

Beschleunigt das Wachstumstempo

IVF hat im ersten Halbjahr 2014 den Umsatz um 6.3% auf CHF 66.2 Mio verbessert. Dies entspricht einer kräftigen Beschleunigung des Wachstumstempos gegenüber der schwachen zweiten Jahreshälfte 2013. Hierbei profitierte der Hersteller medizinischer Verbrauchsprodukte von der guten Marktakzeptanz neu lancierter Sortimente für die Wundpflege und den OP-Bedarf wie auch von der Abwicklung eines Grossauftrags. Neu akquirierte Kunden im Inkontinenz-Segment, hauptsächlich in der Westschweiz, waren aber die Haupttreiber. Die positive Entwicklung wurde durch alle Kernmärkte breit abgestützt. Der EBIT konnte trotz einer geringeren Bruttogewinnmarge (59.5%; Vj. 61.3%) um 7.1% auf CHF 9.8 Mio und die Marge auf 14.8% (14.6%) zulegen. Neben Skalenerträgen haben sich Prozessoptimierungen und ein straffes Kostenmanagement positiv ausgewirkt. Zudem resultierte aus der Auflösung von Rückstellungen ein Sondereffekt zugunsten des Betriebsergebnisses. Auch die Gewinnzahlen entwickelten sich mit CHF 8.4 Mio (+8.8%) erfreulich. Die Gewinnmarge lag bei stattlichen 12.7% (12.4%).

Gut gefüllte Kriegskasse

Die soliden Bilanzkennzahlen reflektieren die hohe Ertragskraft und Cash-Generierung der Gruppe. Das Eigenkapital stieg um 17.7% auf CHF 73.8 Mio und die EK-Quote auf 75.2% (71.7%). Zusammen mit einer Netto-Cash-Position von CHF 40.6 Mio (+25.1%) verfügt das Unternehmen über reichlich Spielraum für Akquisitionen. Offensichtlich ist durch die fortschreitende Konsolidierung auf dem Markt für Medizinprodukte auch Bewegung in die M&A-Aktivitäten gekommen. Beurteilte das Management im Frühjahr den Markt noch als ausgetrocknet, sollen derzeit laufend Optionen für Akquisitionen geprüft werden. Allerdings dürfte es schwierig sein, geeignete Zielobjekte zu identifizieren, die das Potenzial zu einer mit IVF vergleichbaren Ertragskraft mitbringen und dazu noch deren Preisvorstellungen entsprechen.

Sportliche Umsatz- und Gewinnziele

Das Unternehmen stellt für die zweite Jahreshälfte eine Umsatz- und Gewinnentwicklung auf hohem Niveau in Aussicht – ohne diese zu quantifizieren. Wichtigster Wachstumsmotor ist das innovative Produktportfolio mit komplementärem Dienstleistungsangebot. Dabei wird im laufenden Jahr der Fokus auf Hydroclean und Hydro-tac, eine neuartige Zweiphasentherapie zur Behandlung chronischer und schwer heilbarer Wunden, gelegt. Dank hoher Wirksamkeit und leichter Verständlichkeit stossen die zwei 2013 lancierten Neuheiten auf eine wachsende Nachfrage. Da IVF in der Schweiz Hydroclean für die gesamte Hartmann Gruppe produziert, wurde ein umfangreiches Investitionsprogramm zur Erweiterung der Kapazitäten realisiert. Dies erklärt die Zunahme des Capex im ersten Halbjahr um CHF 0.95 Mio. Das gesamte Investitionsvolumen 2014 schätzen wir auf CHF 5.1 Mio – gut 30% mehr als im Vorjahr. Dagegen dürfte das Hochfahren der automatisierten Produktionsanlagen erhebliche Effizienzverbesserungen im Produktionsbereich Medical Products bewirken.

Attraktive Aktie für den Value-Aktionär

Das IVF Management verfügt über einen starken operativen Track-Record. Es ist ihm gelungen von 2004 bis 2013 die EBIT-Marge von 4.6% auf 14.6% stetig auszuweiten. Gleichzeitig stieg die Rendite auf das investierte Kapital (ROIC) von 11.7% auf 23.0% und übertraf regelmässig die gewichteten Kapitalkosten (WACC) der Hartmann Gruppe (2004: 6.7%; 2013: 8.5%). Damit zählt IVF zur Spitzenliga jener Firmen, die ihren Aktionären mit einer positiven ROIC-WACC-Spanne ununterbrochen Wertsteigerung generieren. Das überzeugende Halbjahresresultat dürfte als Katalysator die Aktien im September auf ein Allzeithoch von CHF 139.50 geschickt haben. Nach erfolgter Korrektur sind die Papiere mit einem leichten Abschlag zum historischen EV/EBITDA bewertet. Aufgrund des nachhaltigen Geschäftsmodells erachten wir die IVF Aktie als attraktive Anlage für den längerfristig orientierten Aktionär.

Kennzahlen in CHF Mio	2013	2014e	2015e
Umsatz	125.4	133.6	139.6
Veränderung	-0.4%	6.5%	4.5%
EBIT	18.3	20.3	22.2
Marge	14.6%	15.2%	15.9%
Gewinn	15.3	17.1	18.6
Veränderung	3.6%	11.2%	9.1%
Eigenkapital	70.3	82.4	95.8
Eigenkapitalquote	71.8%	77.3%	76.6%
Nettofinanzvermögen	42.2	52.9	64.3

je Aktie / Bewertung	2013	2014e	2015e
Buchwert (in CHF)	29.3	34.4	39.9
Gewinn (in CHF)	6.4	7.1	7.8
Dividende (in CHF)	2.05	2.20	2.40
Payout Ratio	32.1%	30.9%	30.9%
P/B	3.5x	3.6x	3.1x
P/E	16.0x	17.4x	16.0x
EV/EBITDA	9.7x	10.5x	9.3x
Dividendenrendite	2.0%	--	--
Total Return	5.5%	--	--

IVF Hartmann Gruppe

Erfolgsrechnung in Mio CHF	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Umsatz	113.7	117.6	118.6	126.0	125.4	133.6	139.6
Veränderung	3.8%	3.5%	0.8%	6.2%	-0.4%	6.5%	4.5%
Herstellkosten des Umsatzes	-50.5	-51.4	-51.8	-53.5	-52.2	-55.6	-57.9
Bruttogewinn	67.0	71.1	70.5	76.2	76.2	80.1	83.8
in % des Umsatzes	58.9%	60.4%	59.5%	60.4%	60.8%	59.9%	60.0%
Personalaufwand	-33.3	-33.4	-32.4	-34.5	-34.3	-34.1	-34.2
Übriger Aufwand	-18.7	-20.7	-21.0	-21.5	-20.8	-22.4	-24.4
EBITDA	15.0	17.0	17.1	20.1	21.1	23.5	25.2
Veränderung	37.9%	13.2%	0.9%	17.7%	4.5%	11.7%	7.1%
in % des Umsatzes	13.2%	14.4%	14.4%	16.0%	16.8%	17.6%	18.1%
Abschreibungen	-3.0	-2.2	-2.3	-2.4	-2.8	-3.2	-3.0
EBIT	12.0	14.8	14.8	17.7	18.3	20.3	22.2
Veränderung	42.7%	23.5%	0.3%	19.3%	3.1%	11.3%	9.3%
in % des Umsatzes	10.5%	12.6%	12.5%	14.0%	14.6%	15.2%	15.9%
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	20.4	22.3
Steuern	-1.8	-2.6	-1.9	-3.0	-3.0	-3.4	-3.7
Steuersatz	14.9%	17.3%	12.4%	16.8%	16.5%	16.4%	16.5%
Gewinn	10.4	12.4	13.2	14.8	15.3	17.1	18.6
Veränderung	36.4%	19.5%	6.3%	12.5%	3.6%	11.2%	9.1%
in % des Umsatzes	9.1%	10.5%	11.1%	11.8%	12.2%	12.8%	13.3%
Geldflussrechnung	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Operativer Cashflow	10.3	16.4	16.0	15.8	17.7	18.3	18.4
Veränderung	-15.9%	58.6%	-2.4%	-1.0%	12.0%	3.3%	0.5%
Capex	-1.7	-1.5	-4.2	-4.1	-3.8	-5.1	-4.1
Operativer FCF	8.7	14.9	11.8	11.7	13.9	13.2	14.3
Ausschüttung	-2.8	-3.3	-3.7	-4.2	-4.6	-4.9	-5.3
Bilanz in Mio CHF	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Bilanzsumme	71.2	82.3	92.4	85.8	97.9	106.6	125.1
Eigenkapital	48.5	57.6	67.0	59.5	70.3	82.4	95.8
Eigenkapitalquote	68.1%	69.9%	72.5%	69.3%	71.8%	77.3%	76.6%
Nettofinanzvermögen	22.3	33.9	-3.2	31.7	42.2	52.9	64.3
ROE	20.9%	23.3%	21.1%	23.4%	23.6%	22.4%	20.9%
ROIC	20.0%	22.0%	20.1%	22.5%	23.0%	22.0%	20.6%
Kennzahlen je Na. in CHF	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Eigenkapital	20.2	24.0	27.9	24.8	29.3	34.4	39.9
Nettofinanzvermögen	9.3	14.1	18.0	13.2	17.6	22.0	26.8
Gewinn	4.3	5.1	5.5	6.2	6.4	7.1	7.8
FCF	3.6	6.2	4.9	4.9	5.8	5.5	6.0
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%	30.9%	30.9%
Jahresschlusskurs	61.0	92.0	84.1	98.5	102.0	--	--
Total Return	49.8%	53.1%	-6.9%	19.2%	5.5%	--	--
Bewertung	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
P/B	3.0x	3.8x	3.0x	4.0x	3.5x	3.6x	3.1x
P/E	14.1x	17.8x	15.3x	16.0x	16.0x	17.4x	16.0x
EV/Sales	1.1x	1.6x	1.3x	1.6x	1.6x	1.8x	1.7x
EV/EBITDA	8.3x	11.0x	9.3x	10.2x	9.7x	10.5x	9.3x
FCF Yield%	5.9%	6.7%	5.9%	4.9%	5.7%	4.4%	4.8%
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.