

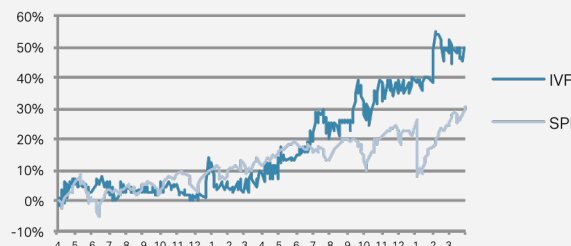


14.4.2015
Hans Tagmann
hans.tagmann@nebenwerte.ch

Kurs: CHF 150.00
52 Wochen Hoch: CHF 155.00
52 Wochen Tief: CHF 106.90

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

Börsenwert: CHF 360.0 Mio
Grösster Aktionär: Hartmann Gruppe (66.3%)
Streubesitz: 24.6%



IVF Hartmann Gruppe: 2014 erneut ein Rekordjahr

Marktposition erfolgreich ausgebaut

Der Hersteller medizinischer Verbrauchsgüter hat 2014 beträchtliche Investitionen, überwiegend in der Westschweiz, in die Marktbearbeitung getätigt. Hierbei wurde zugunsten von Topline-Wachstum kurzfristig etwas an Profitabilität geopfert. Die Aufstockung des Aussendienstes zusammen mit der Lancierung zahlreicher neuer Produkte zeigte in allen Vertriebskanälen positive Wirkung. Starker Treiber im Spitalsegment war der OP-Bedarf mit Operationsabdeckungen, Untersuchungshandschuhen und chirurgischen Einweginstrumenten. Ausserdem behauptete die Marke Sterillium erfolgreich ihre Marktleader-Position für Hand- und Flächendesinfektion. Im Schlüsselmarkt für Inkontinenz, den Alters- und Pflegeheimen, konnte IVF mit der Lancierung hautfreundlicher Inkontinenzeinlagen die Marktführerschaft weiter festigen. Dermaplast bestätigte mit einem Marktanteil von 78% eindrücklich ihre Kompetenz für Wundpflege in Apotheken und Drogerien. Zudem eroberte das digitale Blutdruckmessgerät Tensoval bereits im Einführungsjahr den zweiten Rang in diesem Fachhandelskanal.

Starke Cashflow-Generierung

Im zurückliegenden Jahr wurde ein ausgezeichnetes Umsatzwachstum von 6.0% auf CHF 132.9 Mio realisiert. Wie erwartet führten die forcierten Vertriebsaktivitäten und Verschiebungen im Produktmix zu einer unterdurchschnittlichen Zunahme des EBIT um 2.6% auf CHF 18.7 Mio. Mit 14.6% liegt die Marge im historischen Kontext wie auch im Vergleich zur Hartmann Gruppe (6.6%) jedoch auf sehr hohem Niveau. Der Gewinn erreichte mit CHF 15.8 Mio (+2.8%) das siebzehnte Mal in Folge einen neuen Höchstwert und liefert damit einen überzeugenden Beweis für die Nachhaltigkeit des IVF Geschäftsmodells. Der operative Cashflow übertraf mit CHF 16.8 Mio erneut den Mittelbedarf für Investitionen (CHF 5.0 Mio) und Ausschüttung (CHF 4.9 Mio). Dank hoher Cashflows kletterte die Netto-Cash-Position (inkl. Intergroup Ausleihungen) um CHF 7.4 Mio auf CHF 49.6 Mio. Das Eigenkapital beläuft sich auf CHF 81.1 Mio (+15.4%) und die EK-Quote auf hohe 76.2% (71.8%).

Stellt weiteres Wachstum in Aussicht

IVF ist gut ins laufende Jahr gestartet. Für 2015 veranschlagt das Management ein Umsatzwachstum im niedrigen einstelligen Prozentbereich. Die demografische Alterung gilt auf den von IVF adressierten Märkten als zuverlässiger Umsatztreiber. Belastend wirkt dagegen der Wegfall positiver Einmaleffekte aus dem Vorjahr, so die umgestellte Abrechnung des externen Aussendienstes und die Zusatzlieferungen an Hilfsorganisationen in Ebola-betroffenen Regionen. Wenig Kopfzerbrechen bereitet IVF der starke Franken. Rund 40% der verkauften Produkte werden am Firmensitz in Neuhausen hergestellt und der grössere Teil im Ausland zugekauft. Hierbei profitiert IVF vom vorteilhaften Euro-Produktionsstandort der Hartmann Gruppe. Da es sich bei den Wettbewerbern auf dem Schweizer Markt meist um globale Player mit vergleichbaren Kostenstrukturen handelt und Grossabnehmer auf eine Weitergabe der Währungsvorteile pochen, sind lediglich geringe positive Währungseffekte zu erwarten. Wir schätzen für 2015 ein Umsatzwachstum von 3.9% bei einer um 70 Basispunkte höheren EBIT-Marge von 14.8%.

Kursrückschläge sind Kaufgelegenheiten

Die soliden Bilanzkennzahlen zusammen mit kräftig sprudelnden Cashflows öffnen dem Management grossen Spielraum, um das Wachstum auch akquisitorisch voranzutreiben. Bei umsichtiger Investition der verfügbaren Mittel in profitable Geschäfte resultiert ein interessanter Zugewinn für den Aktionär. Allerdings sind interessante Kaufobjekte gemäss VRP Rinaldo Riguzzi zurzeit Mangelware. Deshalb verlangt die Investitionsstrategie Ausdauer vom Management und Geduld vom Aktionär. Der überzeugende Jahresabschluss schickte den IVF Titel auf ein Allzeithoch von CHF 155. Gemessen an dem um die liquiden Mittel bereinigten P/E 16e von 16.2x ist die Aktie mit einem Aufschlag von 9.4% zum historischen Durchschnitt bewertet. Mit Blick auf die langfristigen Chancen empfiehlt es sich, Kursrückschläge für Käufe zu nutzen.

Kennzahlen in CHF Mio	2014	2015e	2016e
Verkaufserlös	132.9	138.1	144.2
Veränderung	6.0%	3.9%	4.4%
EBIT	18.7	20.5	21.3
Marge	14.1%	14.8%	14.8%
Gewinn	15.8	17.2	17.9
Veränderung	2.8%	9.0%	4.3%
Eigenkapital	81.1	93.1	105.2
Eigenkapitalquote	76.2%	80.0%	81.4%
Nettofinanzvermögen	49.6	60.6	68.9

je Aktie / Bewertung	2014	2015e	2016e
Buchwert (in CHF)	33.81	38.78	43.85
Gewinn (in CHF)	6.57	7.17	7.48
Dividende (in CHF)	2.20	2.40	2.50
Dividendenrendite	1.5%	1.6%	1.7%
Payout Ratio	33.5%	33.5%	33.4%
P/B	4.4x	3.9x	3.4x
P/E	22.8x	20.9x	20.1x
EV/Sales	2.4x	2.2x	2.0x
EV/EBITDA	14.5x	12.7x	11.9x

IVF Hartmann Gruppe

Erfolgsrechnung in Mio CHF	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
Umsatz	117.6	118.6	126.0	125.4	132.9	138.1	144.2
Veränderung	3.5%	0.8%	6.2%	-0.4%	6.0%	3.9%	4.4%
Warenaufwand	-51.4	-51.8	-53.5	-52.2	-56.7	-57.4	-60.0
Bruttogewinn	71.1	70.5	76.2	76.2	78.6	82.8	86.1
Bruttogewinn-Marge	60.4%	59.5%	60.4%	60.8%	59.1%	60.0%	59.7%
Personalaufwand	-33.4	-32.4	-34.5	-34.2	-34.4	-35.4	-36.6
Übriger Betriebsaufwand	-20.7	-21.0	-21.5	-20.9	-22.6	-23.6	-24.9
EBITDA	17.0	17.1	20.1	21.1	21.6	23.8	24.6
Veränderung	13.2%	0.9%	17.7%	4.5%	2.6%	10.2%	3.5%
in % des Umsatzes	14.4%	14.4%	16.0%	16.8%	16.2%	17.2%	17.1%
Abschreibungen	-2.2	-2.3	-2.4	-2.8	-2.9	-3.3	-3.3
EBIT	14.8	14.8	17.7	18.3	18.7	20.5	21.3
Veränderung	23.5%	0.3%	19.3%	3.1%	2.6%	9.5%	4.0%
in % des Umsatzes	12.6%	12.5%	14.0%	14.6%	14.1%	14.8%	14.8%
Nettofinanzergebnis	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Gewinn vor Steuern	15.0	15.0	17.8	18.4	18.9	20.6	21.4
Steuern	-2.6	-1.9	-3.0	-3.0	-3.1	-3.4	-3.5
Steuerrate	17.3%	12.4%	16.8%	16.5%	16.3%	16.5%	16.2%
Gewinn	12.4	13.2	14.8	15.3	15.8	17.2	17.9
Veränderung	19.5%	6.3%	12.5%	3.6%	2.8%	9.0%	4.3%
in % des Umsatzes	10.5%	11.1%	11.8%	12.2%	11.9%	12.5%	12.4%
ROE	23.3%	21.1%	23.4%	23.6%	20.8%	19.7%	18.1%
ROIC	22.0%	20.1%	21.9%	22.4%	20.4%	19.4%	17.8%
Geldflussrechnung	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
Operativer Cashflow	16.4	16.0	15.8	17.7	16.8	19.8	18.8
Veränderung	58.6%	-2.4%	-1.0%	12.0%	-5.3%	18.1%	-5.1%
in % des Umsatzes	13.9%	13.5%	12.6%	14.1%	12.6%	14.3%	13.0%
Capex	-1.5	-4.2	-4.1	-2.8	-4.4	-4.1	-4.2
Operativer FCF	14.9	11.8	11.7	15.0	12.4	15.7	14.6
Ausschüttung	-3.3	-3.7	-4.2	-4.6	-4.9	-5.3	-5.8
Bilanz in Mio CHF	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
Bilanzsumme	82.3	92.4	85.8	97.9	106.5	116.3	129.3
Eigenkapital	57.6	67.0	59.5	70.3	81.1	93.1	105.2
Eigenkapitalquote	69.9%	72.5%	69.3%	71.8%	76.2%	80.0%	81.4%
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Nettofinanzvermögen	33.9	43.2	31.7	42.2	49.6	60.6	68.9
Kennzahlen je Na. in CHF	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
Eigenkapital	23.99	27.92	24.79	29.29	33.81	38.78	43.85
Nettofinanzvermögen	14.1	18.0	13.2	17.6	20.7	25.3	28.7
Gewinn	5.16	5.49	6.17	6.39	6.57	7.17	7.48
FCF	6.19	4.93	4.87	6.23	5.16	6.54	6.08
Dividende	1.55	1.75	1.90	2.05	2.20	2.40	2.50
Payout Ratio	30.0%	31.9%	30.8%	32.1%	33.5%	33.5%	33.4%
Jahresschlusskurs	92.0	84.1	98.5	102.00	137.7		
Total Return	53.1%	-6.9%	19.2%	5.5%	34.2%		
Bewertung	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
P/B					4.4x	3.9x	3.4x
P/E					22.8x	20.9x	20.1x
EV/Sales					2.4x	2.2x	2.0x
EV/EBITDA					14.5x	12.7x	11.9x
FCF Yield					3.4%	4.4%	4.1%
Dividendenrendite					1.5%	1.6%	1.7%

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.