

# Blühende Mauerblümchen

**SCHWEIZ** Im Universum des Swiss Performance Index finden sich abseits des Rampenlichts manche Aktien, die geduldigen Besitzern viel Freude bereiten.

ANDREAS KÄLIN

**G**roupe Minoteries, IVF Hartmann, Titlis-Bahnen: Das sind Aktien, die abseits des Rampenlichts stehen. Die Unternehmen drängen sich nicht in den Vordergrund, es wird wenig über sie berichtet. Kein Bankanalyst deckt sie ab – sie sind zu klein, zu unwichtig, und ihre Titel werden nur spärlich gehandelt.

Lediglich einige Nebewertungspezialisten verfolgen Groupe Minoteries und Co. genauer, so wie der Quantex Nebenwerte Fonds. Sein Manager Markus Rügsegger handelt nach der Maxime: «Kein Unternehmen zu klein zum Investieren.» Denn wer sucht, der findet auch unter den unscheinbaren Kleinen Wertvolles.

IVF Hartmann oder die Titlis-Bahnen gehören zu den Mauerblümchen, die in ihrem Biotop besonders prächtig gedeihen: Ihre Aktien haben über zehn Jahre eine Gesamtrendite, inklusive Ausschüttungen, von über 420 bzw. 540% gebracht. Der SPI, der die Dividenden berücksichtigt, stieg währenddessen 112%.

Die Aktien Groupe Minoteries waren 2011 mit einem Kursplus von 61% der Spitzenreiter im SPI. Nach dem sie in der Folge viel einbüßten, scheinen sie nun einen soliden Boden gefunden zu haben. «Finanz und Wirtschaft» zeigt die Qualität von Groupe Minoteries und Co auf:

## ● Groupe Minoteries

Aktiv am Konsolidieren

Plötzlich ist in die Aktien des Müllereiunternehmens wieder Bewegung gekommen: Aus dem Nachlass des Vermögensverwalters Michel Yagchi kam ein grösseres Paket auf den Markt. Der spezialisierte Fonds AMG Substanzwerte Schweiz nutzte die Gelegenheit, eine Beteiligung von 4,1% aufzubauen. Seither hat sich der Handel verflacht, im letzten Monat haben im Schnitt pro Tag nur drei Aktien den Besitzer gewechselt. Rügsegger von Quantex bezeichnet Groupe Minoteries als «Kaskadentitel»: Lange passiere nichts,

plötzlich gehe der Kurs nach oben, dann passiere wieder lange nichts.

Auf die Überschussphase von 2011 bis Mitte 2012 folgte aber – was in diesem Titel selten zu sehen ist – eine starke Korrektur. Grundsätzlich agiert der Getreideverarbeiter in einer stabilen Nische, Brot wird auch in rezessiven Zeiten gegessen. Es gibt aber Margendruck. Die Wettbewerbsintensität hat zugenommen, was die Konsolidierung im Sektor beschleunigt. Auf Abnehmerseite geht kleineren Bäckereien der Schnauf aus; es gibt eine Verlagerung hin zu grossen Zentren.

Eine Konsolidierung findet auch auf Anbieterseite statt: Gab es im Getreidejahr 2002/03 in der Schweiz 52 Mühlenunternehmen, waren es 2012/13 noch 37. Zu den zwei Grossen gehört die Coop-Tochter Swissmill. Mit einem Marktanteil von über 30% ist Groupe Minoteries, die als Hauptkunde Migros hat, nun noch etwas grösser – dank dessen sie sehr aktiv an der Konsolidierung teilgenommen hat: Die jüngste Übernahme betraf im Mai 2013 die Grands Moulins de Cossonay. Damit gibt es hiezulande nur noch eine Handvoll mittelgrosser Mühlenbetriebe, die aber vorläufig nicht als übernahmefähig gelten.

Nach der letzten Übernahme, die wohl über 20 Mio. Fr. kostete, hat Groupe Minoteries eine höhere Nettoverschuldung. Sie dürfte dank des operativen Cashflows bis Ende 2016 abgebaut sein. Synergien sollten der Gruppe überproportionale Gewinnzunahmen erlauben – in der Rechnung werde sich das erst übernächstes Jahr richtig zeigen, schätzt ein Unternehmenskenner: 2016 sei ein Gewinn von 30 Fr. je Aktie möglich, was ein Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 11 ergäbe.

## ● Titlis-Bahnen

Wachstumsmarkt Asien

Indische Essangebote auf dem Titlis – ein Muss. Denn die Titlis-Bahnen richtet sich stark auf den Wachstumsmarkt Asien aus, auf die Touristen aus China, Japan, Südkorea und eben auf die aus Indien, die vor



Einmal Schnee sehen und erleben: Diese Aussicht lockt Touristen aus Asien auf den Titlis nahe Luzern. Dank des Gletschers wird «Schneespass das ganze Jahr» verheissen.

allem in den Monaten Mai und Juni einen grossen Teil der Gäste ausmachen. Da liegt der Unterschied zwischen den vielen unrentablen oder wenig rentablen Bergbahnen. Nur wer es schafft, einen Ganzjahresbetrieb aufzubauen und sich nicht fast allein auf die Wintersaison abstützt, ist wirklich profitabel. Besonders gut gelingt das der Jungfrauabahn.

Die Titlis-Bahnen schafften es, im Geschäftsjahr 2012/13 gut 52% des Ebitda im Sommerhalbjahr zu erwirtschaften. Der Gesellschaft hilft die Nähe zu Luzern: Gerade für asiatische Mittelklasse-Touristen, die für die Schweiz wenig Zeit zur Verfügung haben, bietet sich nach der Shoppingtour in der Seestadt ein Kurztrip auf den nahen Titlis mit seinem Gletscher an. Die zahlungskräftigere Klientel, die auch mehr Zeit hat, wählt eher das noch spektakulärere Jungfrauabahn.

Ein Problem für die Titlis-Bahnen betraf das lange Anstehen: Derzeit wird eine 8er-Gondelbahn gebaut, die von der Talstation direkt bis zur Mittelstation Stand führt. Das erspart den Gästen einmal Umsteigen und Zeit. Daneben entsteht in Engelberg die Feriensiedlung Titlis Resort. Der Verkauf der entsprechenden Wohnungen hübscht derzeit den Gewinn auf: Auch darum stieg 2012/13 der Überschuss um gut die Hälfte auf 27.30 Fr. je Aktie.

Ohne solche Sondereffekte sei, kalkuliert ein Fondsmanager, mittelfristig ein Gewinn um 30 Fr. je Aktie möglich. Damit betrüge das KGV weniger als 8.

## ● IVF Hartmann

Ein Muster an Beständigkeit

Qualität hat ihren Preis – das gilt selbst für Mauerblümchen. Die Aktien IVF Hartmann werden zu einem KGV 2014 von 18 gehandelt. Sie seien indessen nie günstig gewesen, so ein Beobachter. Aber das Unternehmen habe halt «alle Jahre geliefert».

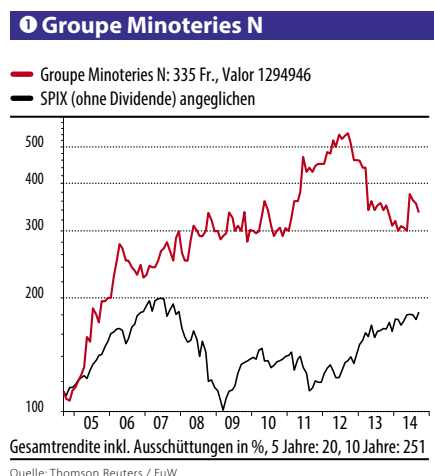
Weil sich der Wundversorgungsspezialist auf profitable Produkte fokussierte, sank der Umsatz des Unternehmens 2013 zwar geringfügig. Doch der Betriebsgewinn vor Abschreibungen stieg weiter, um 4,5%. In der ersten Hälfte des laufenden Jahres legte er 6,2% zu.

Für IVF Hartmann sei «das Wachstum fast garantiert», meint Rügsegger von Quantex. Die demografische Entwicklung spielt dem Unternehmen in die Hände: Im Prinzip ist es in drei Bereichen aktiv: Es bietet Inkontinenzprodukte, Verbrauchsmaterialien für den Operationsaal (Schutzkittel und chirurgische Instrumente) und Produkte für die Wundbehandlung (Pflaster). Der zunehmende Bedarf danach erklärt sich auch mit dem Umstand, dass die Leute älter werden. IVF Hartmann gilt auch als innovativ, wobei sie in der Entwicklung wie in anderen Bereichen von der Zusammenarbeit mit der Mutter Paul Hartmann profitieren kann.

Eine Frage ist, ob das deutsche Mutterhaus den Minderheitsgeignern der ihm zu 66% gehörenden Tochter einmal ein Kaufangebot unterbreiten wird. Ein Fondsmanager meint, das sei «nicht ausgeschlossen» – wenn Paul Hartmann wieder Geld in der Kasse habe, was in ein, zwei Jahren der Fall sein könne. Manche der treuen Minderheitsaktionäre würden so einen Schritt wohl nicht begrüssen. Sie wollen sich weiter daran erfreuen, dass IVF Hartmann Jahr für Jahr viel Mehrwert für sie generiert.

**Fazit:** Die Nachteile der Mauerblümchen sind bekannt, sie drehen sich vorab um den illiquiden Handel. Auch bezüglich Informationsdichte mag Verbesserungsbedarf vorhanden sein. Doch geduldigen Privatanlegern bieten sie viel, gerade Solidität. Das zeigt sich in den Ausschüttungen: Groupe Minoteries und IVF Hartmann haben über die letzten zehn Jahre die Dividende stets gehalten oder erhöht. Die Titlis-Bahnen kürzten sie per 2005, die Reduktion per 2013 erklärt sich mit dem Jubiläumsbonus davor. Von 2004 bis 2013 wurde die Dividende aber verdoppelt.

Gemessen am KGV sind Titlis-Bahnen am günstigsten. Geduldigen Anlegern sind besonders die Aktien IVF Hartmann ans Herz zu legen. Da ist alles da: ein gutes Management, eine starke Bilanz, gute Produkte und stetes Wachstum.



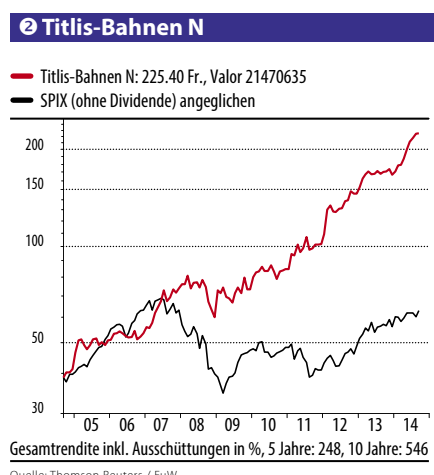
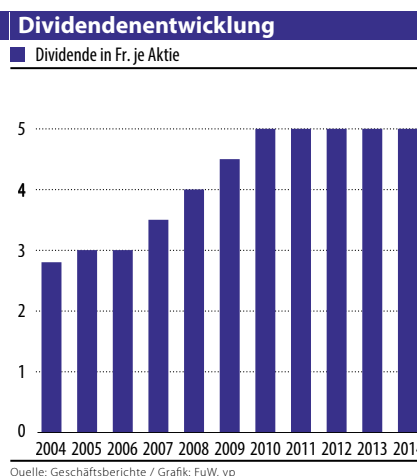
### Unternehmenszahlen

in Mio. Fr.	2007	2012	2013
<b>Umsatz</b>	<b>121,0</b>	<b>129,6</b>	<b>138,7</b>
Ebitda	13,8	11,4	12,3
– in % des Umsatzes	11,4	8,8	8,9
Betriebsgewinn	7,6	5,7	6,6
– in % des Umsatzes	6,3	4,4	4,7
Gewinn der Aktionäre	5,4	5,1	5,1
– in % des Eigenkapitals	9,8	6,2	6,3
Operativer Cashflow	6,0	7,9	9,6
Freier Cashflow <sup>1</sup>	5,3	–0,2	–21,1
<b>Bilanz per 31.12.</b>			
Bilanzsumme	116,8	115,7	149,4
Immaterielle Werte	1,9	4,2	3,3
Eigenkapital	58,2	84,2	79,0
– in % der Bilanzsumme	49,8	72,8	52,9
Nettoliquidität	–32,8	–1,0	–23,9

<sup>1</sup> Operativer Cashflow minus Cashflow aus Investitionstätigkeit

### Aktienstatistik

	Na.
<b>Bewertung</b>	
Kurs am 16. September 2014, 15 Uhr, in Fr.	335
Rendite in % (per 2014), geschätzt	1,5
KGV 2014	19
Kurs-Buchwert-Verhältnis	1,4
Börsenwert (in Mio. Fr.)	110
<b>Angaben pro Titel in Fr.</b>	
Gewinn 2013	15,41
Gewinn 2014, geschätzt	18
Dividende per 2013	5
Dividende per 2014, geschätzt	5
Pay-out Ratio in %	32
Bedeutende Aktionäre: Fam. Amaudruz (9,4%), Ernst Sturzenegger (5,5%), Mutuel Assurances (5,4%), Mutuel Assurance Maladie (4,8%), Max Séquin (4,4%), Monique Bühler-Amaudruz (4,2%), LB (Swiss) Investments (4,1%)	
<b>FuW-Rating</b>	
<b>B</b> Wachstum	<b>B-</b> Aktionärsbeziehungen
<b>B</b> Transparenz	



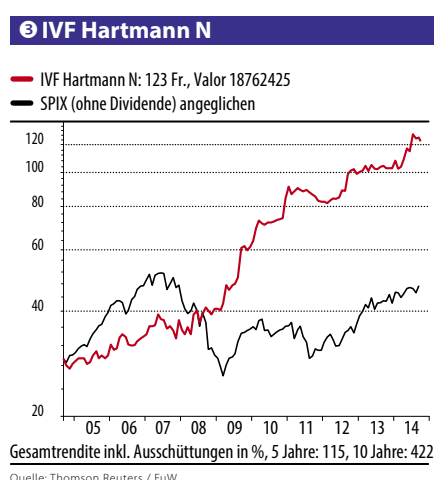
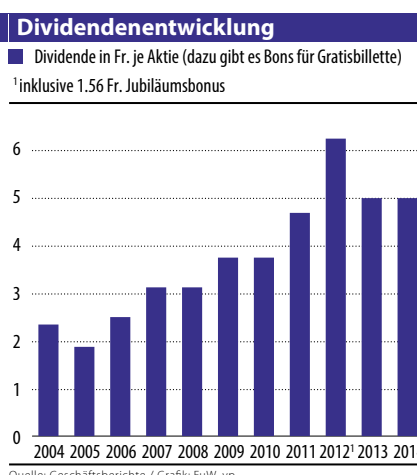
### Unternehmenszahlen

in Mio. Fr. <sup>1</sup>	2007	2012	2013
<b>Umsatz</b>	<b>43,7</b>	<b>56,6</b>	<b>66,1</b>
Ebitda	14,5	22,8	29,5
– in % des Umsatzes	33,2	40,2	44,6
Betriebsgewinn	7,1	14,7	21,9
– in % des Umsatzes	16,3	25,9	33,1
Gewinn der Aktionäre	4,8	12,0	18,4
– in % des Eigenkapitals	14,8	20,9	25,3
Operativer Cashflow	12,7	22,4	24,2
Freier Cashflow <sup>2</sup>	4,1	8,6	11,8
<b>Bilanz per 31.10.</b>			
Bilanzsumme	76,2	103,7	123,9
Immaterielle Werte	–	–	–
Eigenkapital	34,3	62,3	83,1
– in % der Bilanzsumme	45,0	60,0	67,1
Nettoliquidität	–31,0	–18,2	–2,6

<sup>1</sup> Geschäftsjahr endet am 31. Oktober  
<sup>2</sup> Operativer Cashflow minus Cashflow aus Investitionstätigkeit

### Aktienstatistik

	Na.
<b>Bewertung</b>	
Kurs am 16. September 2014, 15 Uhr, in Fr.	225,40
Rendite in % (per 2014), geschätzt	2,2
KGV 2014	8
Kurs-Buchwert-Verhältnis	1,7
Börsenwert (in Mio. Fr.)	151
<b>Angaben pro Titel in Fr.</b>	
Gewinn 2012	17,90
Gewinn 2013	27,30
Gewinn 2014, geschätzt	27,50
Dividende per 2013	5
Dividende per 2014, geschätzt	5
Pay-out Ratio in %	18
Bedeutende Aktionäre: Hans Grüter via Relag Holding (10,7%), Einwohnergemeinde Engelberg (3,5%)	
<b>FuW-Rating</b>	
<b>B+</b> Wachstum	<b>B+</b> Aktionärsbeziehungen
<b>B</b> Transparenz	



### Unternehmenszahlen

in Mio. Fr.	2007	2012	2013
<b>Umsatz</b>	<b>100,3</b>	<b>126,0</b>	<b>125,4</b>
Ebitda	10,3	20,1	21,1
– in % des Umsatzes	10,3	16,0	16,8
Betriebsgewinn	6,1	17,7	18,3
– in % des Umsatzes	6,1	14,0	14,5
Gewinn	6,2	14,8	15,3
– in % des Eigenkapitals	14,4	23,4	23,6
Operativer Cashflow	12,3	15,8	17,8
Freier Cashflow <sup>1</sup>	6,2	3,0	13,0
<b>Bilanz per 31.12.</b>			
Bilanzsumme	64,1	85,8	97,9
Immaterielle Werte	–	0,4	0,5
Eigenkapital	45,2	59,5	70,3
– in % der Bilanzsumme	70,6	69,3	71,8
Nettoliquidität	17,7	17,0	25,5

<sup>1</sup> Operativer Cashflow minus Cashflow aus Investitionstätigkeit

### Aktienstatistik

	Na.
<b>Bewertung</b>	
Kurs am 16. September 2014, 15 Uhr, in Fr.	123
Rendite in % (per 2014), geschätzt	1,8
KGV 2014	18
Kurs-Buchwert-Verhältnis	4
Börsenwert (in Mio. Fr.)	295
<b>Angaben pro Titel in Fr.</b>	
Gewinn 2012	6,17
Gewinn 2013	6,39
Gewinn 2014, geschätzt	6,90
Dividende per 2013	2,05
Dividende per 2014, geschätzt	2,20
Pay-out Ratio in %	32
Bedeutende Aktionäre: Paul Hartmann Finance (66,3%), LB (Swiss) Investment (8,6%)	
<b>FuW-Rating</b>	
<b>B+</b> Wachstum	<b>B-</b> Aktionärsbeziehungen
<b>B-</b> Transparenz	

