

# Baryon

---



*Sehr geehrte Leserinnen*

*Sehr geehrte Leser*

*Am 20. März 2003 sind unter der Leitung Amerikas fremde Truppen im Irak gelandet. Mit der Invasion wurden im Wesentlichen zwei Ziele verfolgt, nämlich der Sturz des Diktators Saddam Hussein und die Sicherstellung von Massenvernichtungswaffen. Die westliche Politik wollte so das irakische Volk befreien und einen Beitrag zum Weltfrieden leisten.*

*Die kriegerischen Handlungen dauerten nur wenige Wochen und obwohl keine Massenvernichtungswaffen gefunden wurden, verkündete der amerikanische Präsident bald: «Mission accomplished!». Damit wurde klar, dass man in erster Linie den Krieg gewinnen wollte und die Befreiung des irakischen Volkes sekundär war. Das ordnungspolitische Machtvakuum, das durch die Vertreibung des alten Regimes entstand, konnten die amerikanischen Streitkräfte nie ausfüllen und was letztlich als Befreiungsschlag im Verständnis von westlicher Demokratie und Freiheit gedacht war, endete in einem bis heute andauernden Kleinkrieg.*

*Durch das sichtbare Versagen der alliierten Truppen minimale Sicherheitsbedürfnisse der Bevölkerung zu befriedigen, wurde nicht nur der Irak destabilisiert, sondern das ganze Machtgefüge der Region in Gefahr gebracht. Dies hat auch den Taliban in Afghanistan wieder Auftrieb verliehen und die vom Westen gestützten Regimes korrumpiert. Als weitere Konsequenz stellt sich der Iran auf den Standpunkt, dass nur die atomare Aufrüstung ein unabhängiges Überleben in dieser Region garantieren kann. Nüchtern betrachtet, stehen wir heute vor einem Fiasko, das vielleicht auch einen Lerneffekt bringt, nämlich indem alte Feinde wieder beginnen, miteinander zu sprechen. Anlässlich der kürzlich in Bagdad stattgefundenen Friedenskonferenz haben nämlich zum ersten Mal seit Jahrzehnten amerikanische und iranische Diplomaten direkt miteinander diskutiert. Obwohl das Gespräch nur wenige Minuten gedauert hat, hinterlässt es Spuren der Hoffnung.*

*Hoffnung, dass vielleicht ein völlig missratener Feldzug zu einer neuen ordnungspolitischen Situation im mittleren Osten führen kann. Dann könnte historisch wenigstens festgehalten werden, dass die Leiden der irakischen Zivilbevölkerung nicht ganz ohne Wirkung waren und Politiker auch die Fähigkeit haben, aus Fehlern zu lernen.*

Martin Wipfli

Geschäftsführender Partner der Baryon AG

---

## INHALT

- 1 Editorial
  - 1 Elma AG – Rück- und Ausblick
  - 1 Die Anlagestrategie im 2. Quartal 2007
-

# ELMA AG –

## RÜCK- UND AUSBLICK

*Die Elma Gruppe hat 2006 den Reingewinn um 53.2% auf CHF 3.8 Mio. erhöht. Der Verwaltungsrat beantragt der Generalversammlung die Ausschüttung von CHF 4.50 pro Aktie mittels Nennwertrückzahlung. Im Geschäftsjahr 2006 konnte die Elma Gruppe den Umsatz um 6.3% auf CHF 128.6 Mio. und den Bestellungseingang um 11.1% auf CHF 129.9 Mio. steigern. Das Betriebsergebnis (EBIT) erhöhte sich von CHF 5.5 Mio. auf CHF 6.9 Mio. Im laufenden Geschäftsjahr, für das ab 1. April 2007 Stephan Bürgin die operative Verantwortung trägt, erwartet die Elma Gruppe eine moderate Umsatzsteigerung und eine weitere Ertragsstärkung. Als Konsequenz einer Strategieüberprüfung will sich Elma in Zukunft stärker auf ausgewählte Marktsegmente und Kundengruppen fokussieren.*

Die auf den Bau von Gehäusesystemen für die Elektronik und von Drehschaltern spezialisierte Elma Gruppe hat im Geschäftsjahr 2006 ihren Umsatz gegenüber dem Vorjahr um 6.3% auf CHF 128.6 Mio. gesteigert. Die per 1. Oktober 2005 akquirierte Mektron Systems Limited in Grossbritannien hat 4.8% zum Umsatz beigetragen. Der Bestellungseingang ist 2006 um 11.1% auf CHF 129.9 Mio. gestiegen. Davon entfielen 5.8% auf Mektron.

Der Anstieg des Betriebsergebnisses (EBIT) um CHF 1.3 Mio. auf CHF 6.9 Mio. ist vor allem auf die positive Entwicklung in der Schweiz zurückzuführen. Während in den USA, England und in den übrigen Ländern die Ergebnisse jeweils um CHF 0.3 Mio. bis CHF 0.8 Mio. zurückgingen, nahmen sie in Deutschland um rund CHF 0.3 Mio. und in der Schweiz dank einer sehr hohen Produktionsauslastung sogar um CHF 2.8 Mio. zu.

Die Bruttomarge erhöhte sich um einen Prozentpunkt auf 33.2% und die EBIT-Marge stieg von 4.5% auf 5.4%. Die Zunahme des Reingewinns um 53.2% auf CHF 3.8 Mio. und die intakten Aussichten auf eine weitere Ertragsstärkung haben den Verwaltungsrat veranlasst, der Generalversammlung eine Ausschüttung von CHF 4.50 pro Aktie mittels Nennwertrückzahlung zu beantragen. Dies entspricht einer Ausschüttungsquote von 26%. Der zukünftige Pay-out Ratio soll sich im Rahmen der angestrebten Geschäftsentwicklung zwischen 25% und 33% bewegen.

### Märkte und Produkte

Ausser in den USA erzielte die Elma Gruppe in allen Märkten höhere Umsätze. Die Umsatzaufteilung nach Marktsegmenten blieb praktisch unverändert. Der Aviatik- und Verteidigungssektor litt unter der sehr schwachen Nachfrage des öffentlichen Sektors. Die Produktlinien haben sich unterschiedlich entwickelt. Elektronische Komponenten, das Systemgeschäft und Drehschalter erzielten erfreuliche Zuwachsraten. Die enttäuschende Entwicklung in den USA führte bei den Schränken und den Backplanes zu Einbussen.

### Organisation und Struktur

Der Verwaltungsrat hat im Herbst 2006 mit Unterstützung externer Fachleute eine grundlegende Überprüfung der Unternehmensstrategie initiiert. Sie sollen die Voraussetzungen schaffen, um die in der Gruppe vorhandenen Stärken gezielter zu nutzen und auf die attraktivsten Marktsegmente und Kundengruppen auszurichten. Insbesondere die Gruppenstruktur und das bestehende Produktesortiment werden einer vertieften Analyse unterzogen. Die sich daraus ergebenden Massnahmen sollen die Ausschöpfung der Potenziale und ein nachhaltig profitables Wachstum der Elma Gruppe erleichtern.

### Ausblick 2007

In Europa erwartet die Elma Gruppe vor allem in den Bereichen Systeme, elektronische Komponenten und Drehschalter ein stabiles Wachstum. Bei

den Backplanes geht die Elma Gruppe aufgrund der zunehmenden Konkurrenz von einer Stagnation aus. Nachdem die Talsohle im öffentlichen Sektor durchschritten sein sollte, rechnet Elma in den USA mit einer Stabilisierung des Marktes. Elma ist vor allem für technologisch anspruchsvolle und komplexe Projekte hervorragend qualifiziert. Insgesamt rechnet Elma 2007 mit einer moderaten Umsatzsteigerung und einer weiteren Ertragsstärkung.

### **Perspektiven aus Sicht der Baryon AG**

Die vordringlichste Aufgabe des neuen CEO wird allerdings die Umsetzung des Projektes «Dynamo» werden. Dieses Massnahmenpaket soll das schlafende Wachstumspotenzial der Elma wecken.

Die EBIT-Marge soll in den nächsten Jahren auf über 8% ansteigen. Dazu wird ein jährliches Umsatzwachstum von rund 10% – inklusive kleinerer Akquisitionen – angestrebt.

Diese Ziele scheinen im Vergleich zur eher verhaltenen Entwicklung der letzten Jahre recht ambitioniert, können nach unserer Meinung aber erreicht werden.

Noch im laufenden Jahr soll die defizitäre US-Tochter Optima, welche im Geschäftsjahr 2006 noch CHF 1 Mio Verlust geschrieben hat, saniert werden. Die Firma ist auf das US-Rüstungsgeschäft spezialisiert und leidet unter temporären Ausgabeverschiebungen des Pentagons zu Gunsten des Irak-Krieges.

Die Elma Gruppe wird sich in Zukunft vermehrt auf das Systemgeschäft konzentrieren und sich damit als strategischer Outsourcing-Partner für seine Kunden etablieren. Die einzelnen Produktlinien müssen noch stärker standardisiert und von Einzelanfertigungen getrennt werden. In einer ersten Phase müssen die Margen durch Effizienzsteigerungen und Kosteneinsparungen durch Verlagerung der Produktion in Länder mit tieferen Lohnstückkosten optimiert werden. In einer zweiten Phase sollen mit entsprechenden Produkten neue Märkte in Europa und Asien erschlossen werden. Die noch hohe Abhängigkeit von Einzel-

aufträgen könnte durch einen gezielten Ausbau der Servicedienstleistungen reduziert werden.

Wir sind der Meinung, dass der Umsatz innerhalb der nächsten drei bis vier Jahre CHF 200 Millionen überschreiten und sich der EBIT auf über CHF 17 Millionen erhöhen wird. Unter diesen Annahmen wäre eine Börsenkapitalisierung der ELMA Gruppe in einer Grössenordnung des Umsatzes absolut gerechtfertigt. Pro Aktie bedeutet dies ein Kursziel von CHF 900 in drei bis vier Jahren. Aufgrund der von uns erwarteten Dividendenprojektion ergeben unsere Berechnungen eine Dividendenrendite von ca. 2.2%. Das wirtschaftliche Umfeld in den Kernmärkten der Elma Gruppe ist mit Ausnahme des staatlich gesteuerten Rüstungsbereichs sehr robust, was ein positives Licht auf die mittelfristige Entwicklung wirft.

Die Lancierung des Projektes «Dynamo» kommt zwar etwas spät aber noch früh genug, um vom Rückenwind des guten wirtschaftlichen Umfeldes zu profitieren und das Unternehmen auf einen nachhaltigen Kurs zu bringen.

Im Vergleich mit anderen Unternehmen in der Industriebranche war die Kursentwicklung der Elma-Aktie in den letzten fünf Jahren deutlich schlechter als der Durchschnitt. Andere Unternehmen konnten sich in dieser Zeit mit Erfolg auf ihre Kernkompetenzen fokussieren und befanden sich schon zu Beginn des aktuellen Wirtschaftsaufschwunges auf einem vielversprechenden Wachstumskurs. Bei der Elma Gruppe steht dieser Prozess noch bevor und deutet darauf hin, dass das Potenzial des Unternehmens noch nicht ausgeschöpft ist.

Die Kursentwicklung der letzten Wochen hat bereits schon einen Teil der längerfristigen Perspektiven eskomptiert. Das Unternehmen ist im Markt und bei den Investoren noch zuwenig bekannt. Die aktive Beobachtung durch die Finanzanalysten ist noch entsprechend schwach. Bei zunehmender Rentabilität der Elma Gruppe sind wir davon überzeugt, dass das Unternehmen in der Finanzwelt stärker wahrgenommen und sich mittelfristig eine faire Bewertung der Aktie durch den Markt ergeben wird.

# DIE ANLAGESTRATEGIE IM

## 2. QUARTAL 2007

*Die Entwicklung der Weltwirtschaft verläuft weiterhin positiv. Der schwache Immobilienmarkt in den USA wird durch das Wachstum in anderen Wirtschaftsregionen kompensiert. Die Lagerhaltung ist tief und stützt die Dynamik für die zweite Jahreshälfte. Die Zinsen dürften in den nächsten Monaten stabil bleiben. Wir bevorzugen Aktien vor Anleihen.*

### Wirtschaftliches Umfeld

Die Dynamik der US-Wirtschaft ist im 1. Quartal 2007 gemäss ersten Schätzungen leicht rückläufig. Das weiterhin robuste Wachstum und die gute Beschäftigungslage kompensieren die Schwäche des Immobilienmarktes. Aufgrund der tiefen Lagerhaltung und der allgemein guten globalen Wirtschaftslage erwarten wir eine Stabilisierung des Wachstumstrends im 2. Quartal 2007 und eine leichte Beschleunigung in der 2. Jahreshälfte. Das FED dürfte die Zinsen in den nächsten Monaten stabil halten.

Die Europäische Wirtschaft ist gut ins laufende Jahr gestartet. Die Detailhandelsumsätze sind in Deutschland im Januar aufgrund der Erhöhung der Mehrwertsteuer erwartungsgemäss gefallen. Insgesamt erwarten wir eine Beruhigung der Wirtschaftsdynamik im Laufe des Jahres. Die EZB hat bei den Zinsen nach unserer Meinung vorderhand keinen Handlungsbedarf. Eine Erhöhung gegen Ende des Jahres ist aber nicht auszuschliessen.

In Japan ist die Wirtschaft im 4. Quartal 2006 mit 4.8% auf Jahresbasis sehr stark gewachsen. Erfreulich sind insbesondere die hohen Konsumausgaben. Die Notenbank hat die Zinsen auf 0.5% erhöht, allerdings erwarten wir vorderhand keine weiteren Erhöhungen, weil die Inflation in Japan vorderhand kein Thema ist und die Notenbank die konjunkturelle Entwicklung nicht gefährden will.

### Aktienmärkte

Die Ergebnisse der Unternehmen für das Jahr 2006 zeigen in der Mehrheit sehr erfreuliche Resultate. Wir erwarten für das Jahr 2007 im Zuge des anhaltenden Weltwirtschaftswachstums und stabiler Zinsen ähnliche Rahmenbedingungen. Die Bewertung eröffnet im Vergleich zu Anleihen noch Potenzial für Kurssteigerungen. Wir halten für das 2. Quartal eine leicht übergewichtete Aktienquote mit einem Mix aus defensiven Titeln aus der Nahrungsmittel- und Pharmabranche sowie einem Schwergewicht im Industrie- und Energiebereich. Bezüglich der geografischen Ausrichtung werden wir uns mit Einzelanlagen noch stärker auf die beiden Länder Schweiz und Deutschland konzentrieren. In den anderen Regionen setzen wir hauptsächlich auf Spezialsituationen und passive Instrumente.

### Anleihenmärkte

Wir erwarten in den nächsten Monaten stabile und gegen Ende Jahr leicht steigende Zinssätze. Die Anleihen werden in diesem Umfeld nur einen bescheidenen Performancebeitrag leisten können. Wir sind in den Anleihen untergewichtet, die durchschnittliche Laufzeit beträgt 4 bis 5 Jahre.

### Währungen

Der USD wird im Verlaufe des Jahres wieder etwas zur Stärke tendieren. Der Einfluss der Probleme im Immobilienbereich wird überschätzt.

Baryon AG

Weisses Schloss, General Guisan-Quai 36, CH-8002 Zürich

Telefon +41. 44. 206 20 50, Telefax +41. 44. 201 90 89

baryon@baryon.com, www.baryon.com