

# Baryon

---



*Sehr geehrte Leserinnen*

*Sehr geehrte Leser*

*Als 1949 George Orwells Klassiker «1984» veröffentlicht wurde, nahm kaum jemand von seiner düsteren Utopie eines totalitären Überwachungs- und Präventionsstaates Kenntnis. Seine Zukunftsprognosen wurden erst viel später, ironischerweise im Jahre 1984, aufgenommen und die damalige Tendenz verschiedener Staaten, mit akribisch zusammengesuchten Daten Bürger zu überwachen und wenn nötig zu denunzieren, thematisiert. Die darauffolgende Diskussion hatte zum Ziel, das Informationsbedürfnis des Staates immer dann zurückzudrängen, wenn das Verhältnis zwischen Bürger und Staat grundsätzlich auf einer Vertrauensbasis beruhen sollte.*

*Seit dem 11. September 2001 hat sich diese Sichtweise wieder verändert, weil sich das Bedrohungsbild durch einen globalisierten Terrorismus verschärft und sich damit das Sicherheitsbedürfnis des Bürgers erhöht hat. Verschiedene Staaten haben diesen Meinungsumschwung sehr schnell erkannt und die Privatsphäre des Bürgers mit entsprechenden Gesetzesvorlagen geschwächt.*

*Manchmal habe ich heute den Eindruck, dass der gläserne Bürger, der vom Staat in allen Lebenslagen observiert und mit moralisierenden Beliebigkeiten ans Gängelband genommen wird, zum normalen Staatsverständnis einer rechtsstaatlich organisierten Demokratie gehört. Ja, es gibt sogar Leute, die meinen, dass der Staat bei der Beschaffung von Informationen oder Beweisen mit allen Mitteln vorgehen muss. Nicht nur bei der Beschaffung von gestohlenen Daten scheint für die Politik offenbar das verfolgte Ziel die eingesetzten Mittel in jedem Fall zu rechtfertigen, sondern wir diskutieren in den westlichen Demokratien ernsthaft über die Abschaffung des Folterverbotes.*

*Ich betrachte diese Entwicklung mit Sorge, weil ich immer der Überzeugung war, dass eine in sich ruhende Demokratie und somit der vom Volk legitimierte Rechtsstaat seine Autorität und Überlegenheit durch die Einhaltung der Grundrechte demonstriert und diesem Grundsatz selbst dann nachleben muss, wenn er sich damit gewisse Nachteile einhandelt. Als das Buch «1984» vor rund 60 Jahren erschien, wurde es zum Genre der Science-Fiction gezählt. Heute scheint es mir schon fast Realität zu sein.*

Martin Wipfli

Geschäftsführender Partner der Baryon AG

---

## INHALT

- Editorial
  - Ausgewählte Schweizer Nebenwerte im Fokus
  - Die Anlagestrategie im 2. Quartal 2008
-

# AUSGEWÄHLTE SCHWEIZER NEBENWERTE IM FOKUS

## Bachem

*Bachem ist ein unabhängiges, börsenkotiertes, auf dem Gebiet der Biochemie tätiges Technologieunternehmen, spezialisiert auf die Entwicklung optimaler Herstellungsverfahren und die Produktion von Peptiden und komplexen organischen Verbindungen und ist damit Zulieferer der Pharmaindustrie.*

Mit CHF 198.3 Mio. erreichte die Bachem Gruppe im abgelaufenen Geschäftsjahr einen neuen Umsatzrekord. Das Umsatzwachstum gegenüber 2006 betrug 17% in Lokalwährungen, bzw. 15.5% in CHF. Die Verkäufe im zweiten Halbjahr 2007 erreichten mit CHF 95.3 Mio. erwartungsgemäss nicht mehr ganz das Niveau des ersten Halbjahres 2007 (CHF 103.0 Mio.). Nach einem Wachstum von 26.3% im ersten Halbjahr 2007 betrug das Wachstum im zweiten Halbjahr 2007 noch 8.6%.

Dank des verstärkten Interesses an Peptiden und des exzellenten Angebotsportfolios an Produkten und Dienstleistungen sind die Perspektiven für

den weiteren Geschäftsverlauf des Unternehmens ausgezeichnet. Speziell das Geschäft mit neu lancierten Produkten (NCE), für das im vergangenen Geschäftsjahr insbesondere in Europa deutliche Fortschritte erzielt werden konnten, verspricht zusätzliche Wachstumsimpulse. Im Bereich Generika erwartet Bachem sowohl bei den peptidischen als auch bei den nicht-peptidischen Wirkstoffen eine weiterhin steigende Nachfrage. Der Auftragsbestand liegt nach wie vor auf einem hohen Niveau. Damit sind die Voraussetzungen gegeben, auch im laufenden Jahr Umsatz und Gewinn wieder deutlich zu steigern.

Wir gehen davon aus, dass Bachem dieses Jahr rund 11% wachsen wird und dabei die EBIT-Marge auf einem leicht tieferen Niveau von rund 36% halten kann. Die Bilanz ist mit über 80% Eigenkapitalanteil und einer Nettoliquidität von rund CHF 100 Mio. grundsollide. Unsere Bewertung des zukünftigen freien Cashflows ergibt ein Kursziel von CHF 110.

## Kaba

*Kaba ist ein global tätiger Sicherheitskonzern. Mit ihrer «Total Access» Strategie ist Kaba auf gesamtheitliche Lösungen für Sicherheit, Organisation und Komfort beim Zutritt zu Gebäuden sowie beim Zugriff zu Informationen ausgerichtet. Gleichzeitig ist Kaba Nr. 1 auf den Weltmärkten für Schlüsselrohlinge, Schlüssencodiermaschinen, Transponderschlüssel sowie Hochsicherheitsschlösser und gehört zu den führenden Anbietern von elektronischen Zutrittsystemen, Schliessanlagen, Hotelschliesssystemen und Sicherheitstüren. Das Geschäftsjahr endet per 30. Juni.*

Die Kaba Gruppe konnte im 1. Halbjahr 2007/2008 den Umsatz auf CHF 666.5 Mio. steigern. Dies entspricht einer Zunahme von 12.9% gegenüber

der Vorjahresperiode. Das EBIT stieg um 25.2% auf CHF 88.8 Mio. In der Folge erhöhte sich die EBIT-Marge von 12% auf 13.3%. Der Gewinn erreichte CHF 51.2 Mio., was einer Zunahme von 21.3% entspricht.

Kaba rechnet für das gesamte Geschäftsjahr 2007/2008 (per 30. Juni 2008) mit einem organischen Wachstum von über 5% und einer EBIT-Marge von mehr als 12%. Kaba hat in den letzten zwei Jahren in den weltweiten Auftritt und in den Vertrieb investiert. Höhere Skalenerträge sowie innovative Produkte schaffen Raum für eine nachhaltige Erhöhung der EBIT-Marge. Dennoch erachten wir das EBIT-Ziel von 15% bis 2011 in Anbetracht der konjunkturellen Entwicklung als ambitioniert. Bei vorsichtiger Schätzung liegt unser Kursziel bei CHF 410.

## Schweiter

*Schweiter Technologies konzentriert sich auf den Bau hochwertiger Maschinen. Die Gruppe umfasst drei Geschäftsbereiche: Im Bereich Textilmaschinen ist SSM der führende Hersteller für Maschinen zur Garnbearbeitung mit Schwergewicht auf Feingarne. Mit Satisloh ist Schweiter Weltmarktführer im Bereich Beschichtungsanlagen für Brillengläser. Ismeca Semiconductor stellt Anlagen für die Halbleiter-Industrie her, welche im «backend» des Chipherstellungsprozesses benötigt werden.*

Im Abschluss 2007 weist die Gruppe eine Steigerung von 3% beim Auftragseingang auf CHF 491.9 Mio. aus. Der Umsatz erreichte CHF 487.6 Mio., was einer Zunahme von 6% entspricht. Satisloh erhöhte den Umsatz nochmals um 11% auf CHF 270.0 Mio. SSM Textilmaschinen verzeichnete eine leichte Zunahme um 2%, während Ismeca Semiconductor einen geringfügigen Rückgang von 3% aufwies. Der Anteil von Satisloh am Gesamtumsatz der Gruppe beläuft sich auf 55%. Das Betriebsergebnis (EBIT) der Gruppe steigerte sich überproportional um 49% und erreichte CHF 55.6 Mio. Dazu trug Satisloh

## sia Abrasives

*Die sia-Gruppe mit Hauptsitz in Frauenfeld gehört weltweit zu den drei führenden Anbietern von flexiblen Schleifmitteln. Sie entwickelt, produziert und vertreibt komplette, auf spezifische Anforderungen und Anwendungen zugeschnittene Schleifsysteme zur Bearbeitung von Oberflächen von Werkstücken aller Art. Schleifen wird so zur Oberflächentechnologie.*

Mit einem Nettoumsatz von CHF 298.0 Mio. blickt sia Abrasives auf das bisher umsatzstärkste Geschäftsjahr zurück. Die Steigerung von 5.7% liegt am oberen Ende der gesetzten Wachstumsvorgabe von 4% bis 6% und über dem Wachstum des Gesamtmarktes. Zufriedenstellend sind auch die operativen Ergebnisse für 2007: Der Betriebsgewinn vor Zinsen und Steuern (EBIT) beträgt CHF 30.3 Mio., was einer EBIT-Marge von 10.2% entspricht. Damit liegt die Marge im Rahmen der Zielsetzung von 10% bis 12%. Das Konzernergebnis von CHF 22.4 Mio. ergibt eine Gewinnmarge von 7.6%, ge-

rund drei Viertel bei. Ismeca Semiconductor verbesserte insbesondere im zweiten Semester die Profitabilität deutlich und steuerte rund 10% zum Betriebsergebnis der Gruppe bei. Es resultierte ein Reingewinn von CHF 49.7 Mio., was ebenfalls einer Zunahme von annähernd 50% entspricht. Die Gruppe weist Ende 2007 liquide Mittel in der Höhe von CHF 134 Mio. aus. Abzüglich der verzinslichen Verbindlichkeiten bleibt eine Cash-Position von CHF 120 Mio. Die Eigenkapitalquote beträgt 63%. Alle Divisionen begannen das Jahr mit einem guten Auftragseingang. Die allgemeine Verunsicherung über den weltweiten Konjunkturverlauf führte bis jetzt noch zu keiner nennenswerten Abschwächung. Währenddem der Geschäftsbereich Satisloh keinen Konjunkturzyklus kennt, muss bei den beiden anderen Divisionen vorsichtig gerechnet werden. Wir erwarten, dass es Schweiter gelingen wird, die Margen zu halten und den Umsatz um 4% zu erhöhen. Dabei ausgeklammert sind ausserordentliche Kosten im Zusammenhang mit einer Werkschliessung in Deutschland. Unser Kursziel liegt bei CHF 435.

genüber 8.1% im Vorjahr. Nach Abzug des einmaligen Einflusses im Vorjahr konnte die sia-Gruppe den Gewinn nach Steuern um CHF 2.1 Mio. oder 10.3% steigern und die Gewinnmarge verbessern. Für 2008 wird erneut mit einem erfolgreichen Geschäftsjahr gerechnet. Die qualitativ hochwertigen Produkte und die stetigen Innovationen schaffen die Voraussetzungen für weiteres profitables Wachstum. Das Management erwartet eine Umsatzsteigerung von 4% bis 6% sowie eine EBIT-Marge von 10% bis 12%.

In den Jahren 2008 bis 2010 wird voraussichtlich in Frauenfeld eine neue Produktionsanlage für Jumborollen erstellt. Dank dreimal höheren Durchlaufzeiten sowie dem Einsatz von kostengünstigeren Materialien können Produktion und Margen weiter gesteigert werden. Aufgrund des konjunkturellen Umfeldes rechnen wir erst ab 2011 mit einer deutlicheren Belebung der EBIT-Marge gegen 12%, was einem Kursziel von CHF 430 entspricht.

# DIE ANLAGESTRATEGIE IM 2. QUARTAL 2008

*Die Finanzkrise hat sich auch im 1. Quartal weiter ausgeweitet und zu einer weltweiten Kreditverknappung geführt. Eine konjunkturelle Verlangsamung ist eingetreten und wird das laufende Jahr prägen. Das US-Wirtschaftswachstum dürfte sich bereits in einer Kontraktion befinden und auch die Dynamik in Europa wird im 2. Semester 2008 deutlich abnehmen. Die Entschuldung in der Finanzindustrie wird bis ins Jahr 2009 andauern, die Rekapitalisierung des Finanzsystems mit Eigenkapital reduziert die Attraktivität dieser Anlagen.*

## Wirtschaftliches Umfeld

Die Finanzkrise in den USA hat sich als nachhaltiger erwiesen als ursprünglich erwartet. Das Wachstum im 1. Quartal dürfte unter der zunehmenden Verknappung des Kreditvolumens sowie rezessiven Tendenzen in der Bauindustrie ins Minus gerutscht sein. Das FED wird die Zinsen im Laufe des Jahres voraussichtlich weiter senken. Die durch stark spekulative Kapitalzuflüsse überbeuerten Rohstoffmärkte werden im Laufe des Jahres korrigieren und Inflationstendenzen entschärfen. In den USA rechnen wir mit einer Rezession bis Jahresmitte. Negative Realzinsen über mehrere Monate werden danach zu einer Stabilisierung des Wachstums führen. Eine deutlichere Belebung erwarten wir frühestens im nächsten Jahr.

Europa wird von der Wachstumsabschwächung in den USA ebenfalls beeinflusst werden. Die Geldpolitik der EZB zielt primär auf die Inflationsbekämpfung. Trotzdem wird sie sich im 2. Quartal dazu gezwungen sehen, die Zinsen bis Jahresende um ein halbes Prozent zu senken.

Wie schon oft in der Vergangenheit meldet Japan wenig verlässliche Wirtschaftsindikatoren, die eine Analyse ermöglichen würden. Erfahrungsgemäss dürfte die konjunkturelle Entwicklung Japans ähnlich verlaufen wie in den USA. Auch das Wachstum

Chinas wird schwächer ausfallen und von steigenden Zinsen und hoher Inflation begleitet sein.

## Aktienmärkte

Die Aktienmärkte haben im Verlauf des 1. Quartals nochmals deutlich korrigiert. Insbesondere der Finanzsektor, den wir strategisch untergewichtet hatten, war davon stark betroffen. Die reduzierten Konjunkturprognosen führten aber auch im von uns favorisierten Industriesektor zu Rückschlägen. Die meisten Unternehmen melden optimistische Prognosen für den Geschäftsverlauf 2008. Die Gefahr von Gewinnwarnungen wird aber im Laufe des Jahres auch in Europa zunehmen. Wir bleiben trotz optisch tiefer Kurse vorsichtig. Die Entschuldung in der Finanzindustrie wird bis ins Jahr 2009 andauern, die Rekapitalisierung des Finanzsystems mit Eigenkapital reduziert die Attraktivität dieser Anlagen.

## Anleihenmärkte

Nur Anlagen von Staaten mit AAA-Rating entwickeln sich momentan noch im normalen Rahmen. Wir favorisieren Geldmarktanlagen bei erstklassigen Schuldnern.

## Währungen

Totgesagte leben bekanntlich länger. Die extrem stark negative Meinung über den USD könnte auch zu einer überraschenden Erholung führen.

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