

# Baryon

PRIVATE ASSET MANAGEMENT



*Sehr geehrte Leserinnen*

*Sehr geehrte Leser*

*Wie üblich hat uns der mediale Jahresrückblick noch einmal in Erinnerung gerufen, mit welchen Ereignissen wir in den letzten 12 Monaten konfrontiert waren. Das neue Jahr hat nun begonnen und es ist an der Zeit, dass wir die Lehren aus der Vergangenheit ziehen und unsere Gedanken wieder vorwärts richten. Schon vor einiger Zeit habe ich darauf hingewiesen, dass bekannte und althergebrachte Denkschemen in einer globalisierten Welt zu einfach sind, um die anstehenden Probleme zu lösen. Vernetztes Denken und Verantwortungstragen müssen im Vordergrund unserer Handlungen stehen. Dies ist etwas, das man von der Führungselite, sowohl auf politischer als auch auf wirtschaftlicher Ebene, verlangen darf und soll.*

*Im vergangenen Jahr haben wir aber eher etwas anderes erlebt. Die Führungskräfte in der Wirtschaft haben sich darauf konzentriert, zu Lasten der Kapitalgeber und Arbeitnehmer ihre Gehälter zu optimieren, und ihren tatsächlichen Leistungsausweis insofern kaschiert, als dass die Folgen des Attentates vom 11. September 2001 für fast jede Gewinnwarnung gut waren. Die politischen Führungskräfte und die Europäische Notenbank wollten uns mit der Politik der «ruhigen Hand» weismachen, dass es in einer globalisierten Welt keine Rezession mehr geben und es sich bei einer massiven Wachstumsabschwächung lediglich um eine «Wachstumsdelle» handeln kann. Mit dieser Politik sollte aber nur im Verborgenen bleiben, dass man heute nicht mehr den politischen Willen aufbringt, die anstehenden und bekannten Strukturprobleme in Europa zu lösen, um damit die Voraussetzungen für einen nachhaltigen Wirtschaftsaufschwung zu schaffen. Die Leidtragende dieser Handlungsweise ist letztlich die Gesellschaft, deren sozialer Friede durch die gegenwärtige Rezession gefährdet ist. Wie gefährlich die Verniedlichung volkswirtschaftlicher Probleme sein kann, zeigen in aller Deutlichkeit die aktuellen Ereignisse in Argentinien auf.*

*Als Unternehmer kann man sich mit seiner Leistung gegenüber seinen Kunden nicht verstecken. Der Wettbewerb ist hart und die Konkurrenz gross. Wir haben gelernt, auch in schwierigen Zeiten zu agieren und Verantwortung zu übernehmen. Die Baryon AG verbindet mit den besten Wünschen für das neue Jahr deshalb die Hoffnung, dass dieses Gedankengut auch an anderen Orten wieder Einzug hält. Dann dürfte der Jahresrückblick 2002 wieder positiver ausfallen.*

Martin Wipfli

Geschäftsführender Partner der Baryon AG

---

## INHALT

- Editorial
  - Aspekte der Anlagestrategie 2002
  - ELMA Electronic AG
  - Berna Biotech AG
-

# ASPEKTE

## DER ANLAGESTRATEGIE 2002

*Das Jahr 2002 wird im Banne des erwarteten Wirtschaftsaufschwunges stehen. Allgemein geht man von einer schnellen Erholung ab dem 2. Quartal 2002 aus. Wir teilen diese Sicht nur partiell und erwarten aus der Präsentation der Unternehmensgewinne für das 4. Quartal 2001 im Januar 2002 weitere Hinweise zur künftigen Entwicklung. Die Agilität der Anlagestrategie bleibt entsprechend hoch.*

### Wirtschaftsentwicklung

Die US-Wirtschaft ist im 3. Quartal 2001 um 1,1% gegenüber dem Vorquartal geschrumpft. Eliminiert man die Wirtschaftsdaten für den September und den Oktober aus den Statistiken und fügt die Novemberzahlen an jene des Augusts, zeigt sich die Hartnäckigkeit des momentanen Wirtschaftsabschwungs. Die Unsicherheit im Konsumverhalten wird dazu führen, dass auch das Wirtschaftswachstum für das 4. Quartal 2001 negativ ausfällt. Die tiefen Rohstoffpreise sowie die enorme Liquidität dürften jedoch ab dem 1. Quartal 2002 zu einer Stabilisierung der Lage und voraussichtlich in der 2. Jahreshälfte 2002 zu einem deutlicheren Wachstum führen. Die Tatsache, dass alle grossen Industrieregionen synchron in eine Abschwungphase geraten sind, führt dazu, dass sich der Aufschwung nur zögerlich realisieren wird. In Europa sind zudem die Zinssenkungen zu spät erfolgt und in Japan drückt eine hartnäckige Deflation auf die Konsumausgaben. Wir gehen daher davon aus, dass sich die Volkswirtschaften in Europa und Japan mit einer Verzögerung von 1 bis 2 Quartalen gegenüber den USA erholen werden.

### Aktienmärkte

Die Aktienmärkte antizipieren einen bevorstehenden Wirtschaftsaufschwung in der Regel mit einem Vorlauf von 6 Monaten. Der Grossteil der massiven Zinssenkungen des FED dürfte mit einer Verzögerung von etwa 9 Monaten greifen. Das bedeutet, dass sich die Wirtschaft gegen Mitte Jahr erholen sollte.

Einzelne Exponenten in der Technologiebranche stellen eine Stabilisierung der Geschäftstätigkeit im 4. Quartal dieses Jahres fest. Im Halbleiter- und Mobiltelefonmarkt konnten sogar positivere Ausblicke für das laufende Quartal abgegeben werden. Die erfreulichen Signale aus dem Halbleiterbereich stützen sich primär auf saisonale Faktoren. Die Nachhaltigkeit muss aber über die nächsten 2 Monate noch erwiesen werden. Trotz der noch spärlichen positiven Zeichen gelangt die Bewertung der Aktien bereits an Grenzen. Die Höherbewertung über die letzten 2 Monate erfolgte aufgrund von Gewinnschätzungen für das Jahr 2003, für welche man die erreichten Gewinnzahlen von 1999/2000 zugrunde legt. Es ist also damit zu rechnen, dass einerseits das Potenzial weiterer Kurssteigerungen durch die bereits hohe Bewertung limitiert ist und sich andererseits das Rückschlagsrisiko bei einer Verzögerung des Wirtschaftsaufschwungs erhöht. Wir erwarten einen guten Start der Aktienmärkte im Jahr 2002. Der erste Test wird gegen Ende Januar erfolgen, wenn die Gewinne für das 4. Quartal 2001 sowie die Aussichten der Unternehmen präsentiert werden. In diesem Umfeld bleiben wir generell vorsichtig und halten einerseits unsere Untergewichtung der Aktienquote sowie die Favorisierung defensiver Werte bei. Wir haben seit Oktober die Aktienquote durch das Eingehen von taktischen Positionen erhöht, um primär von den kurzfristigen Chancen der Märkte zu profitieren. Sollte sich der Wirtschaftsaufschwung im Frühjahr 2002 klarer abzeichnen, sind wir vorbereitet, auf strategischer Ebene die Aktienquote weiter zu erhöhen.

## ELMA ELECTRONIC AG

*Nachdem im Frühjahr der ganze Verwaltungsrat als Folge strategischer Differenzen mit massgeblichen Aktionären zurückgetreten ist und an der Generalversammlung vom 3. Mai 2001 ein neuer Verwaltungsrat gewählt wurde, hat dieser rasch erkannt, dass im gegenwärtigen volkswirtschaftlichen Umfeld die früher eingeschlagene Wachstumsstrategie nicht weitergeführt werden kann. Massive Restrukturierungsmassnahmen mussten eingeleitet werden.*

Der anlässlich der Generalversammlung vom 3. Mai 2001 neu gewählte Verwaltungsrat hat rasch erkannt, dass die von den massgeblichen Aktionären der ELMA Electronic AG am zurückgetretenen Verwaltungsrat geübte Kritik hinsichtlich der verfolgten Wachstumsstrategie richtig war. In der Folge wurde unter der Leitung des neuen Verwaltungsratspräsidenten, Hans Ziegler, eine Strategie erarbeitet, welche anlässlich der Medienkonferenz vom 29. Oktober 2001 präsentiert wurde. Leider mussten in diesem Zusammenhang auch einschneidende Restrukturierungsmassnahmen bekannt gegeben werden.

In Zukunft wird sich die ELMA Electronic AG an ihrem Standort in Wetzikon auf die Herstellung von Komponenten des Electronic Packaging und von Drehschaltern konzentrieren. Im Weiteren wird das europäische Systemgeschäft in der Ende 2000 akquirierten ELMA Trenew in Pforzheim zusammengefasst. Die erfolgreich geführte Tochtergesellschaft in den USA ist von der neuen strategischen Ausrichtung nicht betroffen und ist weiterhin auf das Systemgeschäft in den USA fokussiert.

Als Folge der Ausgliederung des Systemgeschäftes am Standort Wetzikon sowie der gesunkenen Nachfrage nach Komponenten mussten in Wetzikon 40 Arbeitsplätze abgebaut werden. Damit beschäftigt die ELMA Electronic AG in Wetzikon noch 190 Mitarbeiter. Im Rahmen eines Kostensenkungsprogramms wurde für die übrigen Mitarbeiter vom 1. Oktober bis 31. Dezember 2001 Kurzarbeit angeordnet.

Mit der Konzentration der Produktion auf den Standort Wetzikon konnte auch eine Vereinfachung der Führungsstruktur und eine entsprechende Verkleinerung der Gruppenleitung umgesetzt werden. Mit Peter Neth konnte am 13. November 2001 zudem ein erfahrener CEO verpflichtet werden.

Die umgehend eingeleiteten Restrukturierungsmassnahmen konnten aber nicht verhindern, dass im Geschäftsjahr 2001 ein Verlust von schätzungsweise 12 Mio. CHF, als Folge der euphorischen Expansionsstrategie des früheren Verwaltungsrates, in der Jahresrechnung 2001 der ELMA Electronic AG ausgewiesen werden muss. Und es wird ein weiteres Mal zur Tatsache, dass die Zeche für strategische Fehleinschätzungen auf der Stufe des Verwaltungsrates letztlich von den Mitarbeitern und den Aktionären bezahlt werden muss.

Das Geschäftsjahr 2002 wird die ELMA Electronic AG mit den erwähnten Restrukturierungsmassnahmen und einer neuen, wesentlich tieferen Kostenstruktur angehen können. Bereits bei einem Umsatz von rund 105 Mio. CHF werden schwarze Zahlen geschrieben werden können. Das marktwirtschaftliche Umfeld sowie die Konkurrenz werden aber hart bleiben und die neue Führungsmannschaft muss nun den Beweis antreten, dass sie sich in der neuen Struktur im Markt behaupten kann. Wir sind zuversichtlich, dass ihr dies in einem sich verbessernden konjunkturellen Umfeld gelingen wird, und halten deshalb im Rahmen unserer Anlagestrategie an der strategischen Position dieser Unternehmung fest.

## BERNA BIOTECH AG

*Die Kursentwicklung von Berna Biotech ist trotz erfolgreicher Kapitalerhöhung, Kotierung an der Schweizer Börse sowie einer radikalen Umstrukturierung enttäuschend verlaufen. Gleichzeitig findet in der Branche eine Konsolidierung statt, in welcher für qualitativ zweifelhafte Unternehmen übertriebene Preise bezahlt werden. Am Beispiel der Übernahme von Aviron durch MedImmune ergeben sich neue Indikationen, wie sich der Kurs der Berna-Biotech-Aktien entwickeln könnte.*

Am 3. Dezember 2001 hat MedImmune angekündigt, die Biotechnologiefirma Aviron für 1,5 Mia. USD zu übernehmen. Aviron erzielt im Jahr einen Umsatz von ca. 14 Mio. USD und weist seit dem IPO 1996 jedes Quartal einen Verlust aus. Das Hauptprodukt von Aviron ist ein nasaler Grippeimpfstoff «FluMist», welcher allerdings bereits vor drei Jahren von der amerikanischen Zulassungsbehörde FDA zurückgewiesen wurde. Interessant sind einerseits der Preis, den MedImmune für Aviron bezahlt, und andererseits das erwartete Umsatzvolumen von 1 Mia. USD für FluMist im Jahre 2002.

Im Vergleich zu Aviron verfügt Berna Biotech über ein Eigenkapital von über 300 Mio. CHF und erzielte im Jahr 2000 einen Umsatz von rund 200 Mio. CHF. Die Firma wird momentan mit 780 Mio. CHF bewertet.

Alle Werte in CHF	Aviron	Berna Biotech
Umsatz	23 Mio.	200 Mio.
Eigenkapital	100 Mio.	300 Mio.
Gewinn 2000 (vor Restrukturierungen)	-127 Mio.	4,8 Mio.
Bewertung	2475 Mio.	780 Mio.

Berna Biotech wird den in der Schweiz bereits zugelassenen nasalen Grippeimpfstoff «Nasalflu» in der Saison 2001/2002 nicht verkaufen. Dies aufgrund von laufenden Studien, welche unerwünschte Nebenwirkungen genauer untersuchen sollen.

Wir erwarten eine Wiederaufnahme der Verkäufe von «Nasalflu» für die nächste Grippesaison sowie eine breitere Zulassung auch im EU-Raum.

Die Produktpipeline von Berna Biotech umfasst Projekte in der präklinischen Phase für Impfstoffe gegen Melanoma, Malaria, Hepatitis C und Alzheimer. Für eine effiziente und professionelle Entwicklung hat Berna Biotech zusammen mit der Bachem AG, welche in der Herstellung von qualitativ hoch stehenden speziellen Peptiden führend ist, ein gemeinsames Unternehmen gegründet. Wir erwarten aus dieser Zusammenarbeit über die nächsten Jahre die Lancierung von neuen Impfstoffen, welche die bereits solide Produktpalette verstärken.

Der angeführte Vergleich mit Aviron zeigt klar, wie teilweise gleiche Fakten völlig unterschiedlich beurteilt werden. Wir sind davon überzeugt, dass die Qualität der Produkte sowie die Solidität der Bilanz von Berna Biotech noch nicht gebührend honoriert werden. Als vernünftig bewertet kann die US-Biotechfirma Chiron bezeichnet werden, welche mit dem achtfachen Umsatz bewertet ist, was wir als Massstab für Berna Biotech für die nächsten zwei Jahre als erreichbar erachten. Auf dieser Basis errechnet sich ein Kursziel von ca. 1600 CHF.

Baryon AG, Private Asset Management

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

Telefon +41. 1. 206 20 50, Telefax +41. 1. 201 90 89,

info@baryon.com, www.baryon.com