

Baryon

PRIVATE ASSET MANAGEMENT



Sehr geehrte Leserin

Sehr geehrter Leser

Vor rund drei Jahren hat der Verwaltungsrat der Baryon AG entschieden, den strategischen Fokus stärker auf das Beratungsgeschäft zu richten und die Firma vermehrt im Bereich des Family-Office zu positionieren. In der Folge haben wir unsere Tätigkeiten im Bereich der Steuer- und Unternehmensberatung ausgebaut und freuen uns, dass per 1. Januar 2004 Herr Roger M. Broillet als Partner zur Baryon AG gestossen ist. Er ist eidg. dipl. Steuerexperte und verfügt über eine langjährige Erfahrung im nationalen und internationalen Steuerrecht. Mit der Verpflichtung von Roger M. Broillet erachtet der Verwaltungsrat der Baryon AG den Ausbau des Beratungsgeschäftes als abgeschlossen. Die nächsten Jahre sollen im Zeichen der Akquisition von neuen Kunden sowie von Assets under Management stehen. Dabei hat sich der Verwaltungsrat zum Ziel gesetzt, die von der Baryon AG verwalteten Vermögen mittel- bis langfristig nachhaltig zu steigern.

Das Attentat von Madrid hat uns schmerzlich in Erinnerung gerufen, wie stark mittlerweile auch Europa im Visir des internationalen Terrorismus steht. Für mich stellt sich dabei die Frage, ob wir in Europa nunmehr beginnen zu erkennen, dass wir herausgefordert sind, zu unseren Wertvorstellungen zu stehen und auch dafür zu kämpfen. Es mutet eigenartig an, wenn ein Terroranschlag ein Wahlergebnis so stark beeinflussen kann, wie dies in Spanien geschehen ist. Werden so von etablierten Demokratien die richtigen Signale an die Drahtzieher des internationalen Terrorismus gesendet? Ebenso bin ich berührt von der Tatsache, dass anlässlich des 1. Jahrestages des Irakkrieges Tausende auf die Strasse gehen, um gegen den Krieg zu demonstrieren, aber der Anschlag in Madrid die Massen in Europa nicht mobilisiert hat. Ist diese Undifferenziertheit wirklich das Fundament, auf dem die europäische Vergangenheit aufgebaut ist? Ich meine, dass es sich für unsere Werte einzustehen lohnt, wir müssen es nur tun.

Martin Wipfli

Geschäftsführender Partner der Baryon AG

.....

INHALT

- Editorial
 - Berna Biotech AG – unter Margendruck?
 - Deutsche Telekom – wieder auf Wachstumskurs
 - Die Anlagestrategie im 2. Quartal 2004
-

BERNA BIOTECH AG – UNTER MARGENDRUCK?

Berna Biotech AG hat uns in der neueren Vergangenheit mehrmals enttäuscht. Die steigenden Entwicklungskosten der Pipeline werden im Jahre 2004 zu enttäuschend tiefen Margen führen. Die Bewertung des Titels eröffnet wenig Kurspotenzial. Wir streichen Berna Biotech AG aus unserer Empfehlungsliste.

Die Berna Biotech AG steht seit rund vier Jahren auf der Baryon-Empfehlungsliste im Bereich Biotechnologie. Die ersten Engagements wurden bereits vor der öffentlichen Börsenplatzierung eingegangen. Die sich damals abzeichnende Neupositionierung zum Biotechunternehmen und die Lancierung des weltweit ersten nasalen Grippeimpfstoffs «Nasalflu» weckten zu dieser Zeit das Interesse der Anleger. Tatsächlich hat sich der Aktienkurs in dieser Phase sehr gut entwickelt. Im Anschluss an die Börsenplatzierung erfolgte im Zusammenhang mit der Modernisierung der Fabrikationsanlagen eine massvolle Erhöhung des Aktienkapitals, worüber im Juli 2001 an dieser Stelle informiert wurde. Die Markteinführung von «Nasalflu» führte bekanntlich zu grösseren Problemen und schliesslich zum Rückzug des Medikaments. Wir nützten den starken Kursrückgang zur Erhöhung einzelner Positionen.

Nach den Terroranschlägen vom 11. September 2001 stieg die Nachfrage nach Pockenimpfstoffen unerwartet stark an. Berna war eines der wenigen Unternehmen, welches über grosse Lagerbestände verfügte und sofort ausliefern konnte. Diese unerwarteten Verkaufserlöse führten zu einem starken Kursanstieg der Berna-Aktien und erlaubten uns eine gezielte Reduktion bestimmter Positionen.

Aus der heutigen Sicht des Anlegers waren die Auswirkungen der unerwarteten Verkaufserfolge im Herbst 2001 trotzdem eher negativ. Statt der Finanzierung der eigenen Produktpipeline wurden die Erlöse nämlich für die Übernahme der Rhein Biotech AG verwendet. Praktisch der gesamte Kaufpreis wurde als Goodwill mit dem Eigenkapital verrechnet. Für den Ausbau der Kapazitäten und die Produktpipeline wurden danach zwei weitere Kapitalerhöhungen durchgeführt. So wurden die zukünftigen

Unternehmensgewinne laufend verwässert. Das Management der Berna konnte die Investoren von den Vorteilen der Übernahme der Rhein Biotech bis heute nicht überzeugen. Darüberhinaus wird unbeirrt an den Zielen festgehalten, bis 2005 eine EBITDA-Marge von 20%-25% zu erreichen. In den Jahren 2004 bis 2006 werden neue Produkte am Markt eingeführt, für welche in den nächsten Monaten umfangreiche Phase III-Tests erfolgen. Die Forschungs- und Vermarktungskosten werden dadurch steigen. Die Umsätze der Berna Biotech AG haben das Potenzial, im Jahr 2004 und 2005 um 20%-25% zu wachsen. Es muss allerdings beachtet werden, dass gleichzeitig die Umsätze der nicht mehr weitergeführten Geschäftseinheiten sowie die Lieferungen für Pockenimpfstoffe wegfallen. Insgesamt ergibt sich dadurch eine Verschlechterung der EBITDA-Marge, welche zu weiteren negativen Überraschungen auf der Reingewinnstufe führen dürfte.

Der Markt geht offensichtlich für das Jahr 2004 von einem Turnaround auf der Gewinnzeile aus. Nach unserer Ansicht wird hierbei die Flexibilität des Kostenblocks überschätzt. Wir gehen davon aus, dass auch im laufenden Jahr 2004 mit einem Reinverlust und für das Jahr 2005 bestenfalls mit einer schwarzen Null gerechnet werden kann. Erst danach darf von einer Verbesserung der EBITDA-Marge ausgegangen werden.

Die Bilanz ist aufgrund der reichlich vorhandenen flüssigen Mittel und einem Eigenkapitalanteil von rund 70% gesund. Eine Abdiskontierung des Free Cash Flows ergibt einen inneren Wert von rund CHF 12 pro Aktie. Das Risiko von Kursrückschlägen aufgrund der generell zu hohen Erwartungen ist gegeben. Aufgrund unserer Beurteilung streichen wir die Aktien von unserer Empfehlungs-Liste.

DEUTSCHE TELEKOM – WIEDER AUF WACHSTUMSKURS!

Die Deutsche Telekom übertrifft seit bald zwei Jahren die Erwartungen der Analysten. Die Schulden konnten deutlich gesenkt werden und für das Geschäftsjahr 2004 ist wieder eine Dividendenausschüttung vorgesehen. Der Turnaround ist vollzogen und die Aktie hat den DAX seit unserer Empfehlung im April 2002 um rund 20% übertroffen. Der Ausblick ist optimistisch und die Bewertung der Aktie immer noch attraktiv. Die Deutsche Telekom bleibt mit einem Kursziel von EUR 21 auf unserer Empfehlungsliste.

Im April 2002 haben wir an dieser Stelle die Deutsche Telekom näher analysiert und die Aktie als lohnende Anlage für langfristig orientierte Anleger bezeichnet. Damals waren wir mit unserer Meinung praktisch allein und es brauchte viel Mut und Überzeugung, diese Position über diese vergangenen zwei Jahre zu halten.

Vor zwei Jahren hatte die Deutsche Telekom einen Schuldenberg von über EUR 60 Mia. und einige Analysten haben versucht, eine drohende Liquiditätskrise herbeizureden. Es folgte eine öffentliche Debatte zum Schuldenabbau, wobei der Verkauf der US-Mobilfunktochter immer wieder im Zentrum stand. Die Deutsche Telekom fiel in eine breite und starke Ungnade. Im Rückblick muss man darüber staunen, dass noch im Jahre 2000 die späteren Kritiker offensichtlich bereit waren, die Aktie bis zum Preis von über EUR 100 zu empfehlen. Was folgte, war ein eingetlicher Absturz. Unsere Analyse führte im April 2002 zur Erkenntnis, dass Kurse unter EUR 20 eine attraktive Einstiegsmöglichkeit bieten.

Der Schuldenberg war optisch zwar hoch, in Prozenten der Bilanzsumme aber im vertretbaren Rahmen. Zusätzlich war der EBITDA selbst in diesen schlechten Zeiten dreimal höher als die Fremdkapitalkosten. Der Free Cash Flow von rund EUR 5 Mia. pro Jahr bot eine gute Chance zum weiteren Schuldenabbau. Der Verkauf der US-Mobilfunktochter war in unseren Augen wenig sinnvoll, da hier das grösste Wachstum der Gruppe lag. Tatsächlich wurde später der ganze Mobilfunkbereich neu gegliedert und konnte gegenüber dem stagnierenden Festnetzbereich in den letzten Jahren kräftig aufholen. Der EBITDA des Mobilfunkbereiches wird voraussichtlich im Jahr 2006 jenen des Festnetzes übertreffen. Die EBITDA-

Margen konnten dank dieser Entwicklung von unter 30% auf über 34% gesteigert werden. Das neue Management hat das Tempo beim Schuldenabbau an die Entwicklung des operativen Ergebnisses (EBITDA) gekoppelt und damit die Diskussionen um Firmenverkäufe beendet.

Wir erwarten, dass die Deutsche Telekom den Gewinn pro Aktie über die nächsten drei Jahre rund 17% pro Jahr steigern kann. Die Margenerosion im Festnetzbereich dürfte noch andauern aber durch den Erfolg des Mobilfunkbereichs mehr als kompensiert werden. Der nach Investitionen verfügbare Cash Flow wird in den nächsten Jahren rund EUR 8 Mia. pro Jahr betragen. Dieser Betrag steht für die Wiederaufnahme von Dividendenzahlungen ab 2004, den weiteren Schuldenabbau sowie für gezielte Akquisitionen zur Verfügung.

Die Bewertung der Aktie liegt momentan bei rund 1.1x des Umsatzes. Die Free Cash Flow-Rendite liegt deutlich über 10%. Die erwartete Dividendenrendite ab 2004 liegt bei rund 3%. Diese Werte liegen zwar im Rahmen der Konkurrenten, die Deutsche Telekom erreicht aber ein rund 30% höheres Wachstum als ihre Mitbewerber. Eine Abdiskontierung des prognostizierten Free Cash Flows ergibt einen inneren Wert von rund EUR 21.

Folglich bleibt im Telekommunikationssektor die Deutsche Telekom neben Swisscom auf unserer Empfehlungsliste.

Swisscom empfehlen wir als konservativen Dividentitel, bei der Deutschen Telekom stehen die attraktiven Wachstumsmöglichkeiten im Mittelpunkt.

DIE ANLAGESTRATEGIE

IM 2. QUARTAL 2004

Die wirtschaftliche Entwicklung ist in den USA und Japan sehr erfreulich. In Europa fehlen klare Anzeichen einer Trendwende. Die Aktienmärkte haben unter den jüngsten Terroranschlägen in Spanien gelitten und bieten wieder attraktive Einstiegskurse. Das bessere wirtschaftliche Umfeld unterstützt die Märkte weiterhin. Die Renditen der Anleihen sind tief gefallen und dürften sich im weiteren Jahresverlauf teilweise markant erhöhen.

Wirtschaftliches Umfeld

Nach einem Boom von 8.2% im 3. Quartal 2003 hat sich das US-Wirtschaftswachstum auf nachhaltige 4% im 4. Quartal 2003 abgeschwächt. Die wirtschaftliche Erholung wird sich erst in der zweiten Jahreshälfte positiv auf den Arbeitsmarkt auswirken. Dies dürfte zusammen mit weiter steigenden Investitionen der Unternehmen und nach wie vor relativ tiefen Zinsen zu einem robusten Wirtschaftswachstum über die nächsten Quartale führen.

Die Wirtschaft in Europa konnte sich im 4. Quartal 2003 leicht erholen. Die Zahlen zeigen aber noch keine klare Tendenz. Der EUR hat sich in den letzten 12 Monaten um 15% verteuert und nimmt den positiven Signalen aus den USA die Kraft. Wir erwarten eine Belebung gegen Jahresmitte 2004.

Die japanische Wirtschaft ist im 4. Quartal 2003 mit einer annualisierten Rate von 7% gewachsen. Die Exporte in den asiatischen Raum haben 44% zugenommen. Ermutigend sind die steigenden Unternehmensinvestitionen. Negativ ist die noch hohe Deflationsrate von -2.6% für das 4. Quartal 2003.

Aktienmärkte

Die Aktienmärkte konnten trotz guten Unternehmenszahlen für das 4. Quartal 2003 keine grossen Sprünge machen. Aufgrund des sich verbessernden

Wirtschaftsumfeldes sowie der vorsichtig agierenden Marktteilnehmer erwarten wir für 2004 weitere Kurssteigerungen. Nach dem Turnaround-Jahr 2003 werden die restrukturierten Unternehmen nun in der Lage sein, die gesteigerten Gewinnmargen über ein ganzes Kalenderjahr zu nutzen.

Wir erwarten für das 1. Quartal 2004 v.a. in USA und Japan nochmals aussergewöhnlich gute Unternehmenszahlen, welche das Kurspotenzial für 2004 freisetzen können. Im Vordergrund stehen Unternehmen in Bereichen, welche von steigenden Ausrüstungsinvestitionen und Konsumausgaben profitieren werden.

Anleihenmärkte

Die Renditen haben sich wieder deutlich zurückgebildet und die Realverzinsung ist in den USA für Laufzeiten bis zu 5 Jahren negativ. Wir erwarten eine Anpassung über die nächsten Monate. Dieser Prozess wird sich auf Anleihen in EUR und CHF auswirken, obwohl in diesen Ländern die wirtschaftliche Erholung weniger stark ausfallen wird.

Währungen

Der USD dürfte nach seiner starken Abwertung nun kurzfristig die Balance gefunden haben. Verschiedene Berechnungen der Kaufkraftparitäten zeigen keine Überbewertung des USD gegenüber CHF und EUR mehr auf.

.....

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

.....