

Baryon

PRIVATE ASSET MANAGEMENT



Sehr geehrte Leserin

Sehr geehrter Leser

Anfang September verbrachte ich einige Tage in Kirgisistan. Vor Antritt meiner Reise wusste ich so gut wie nichts über dieses Land und ich hatte keinerlei Vorstellung, was mich dort erwarten würde. Heute weiss ich, dass Kirgisistan in Zentralasien liegt, 4.6 Mio. Einwohner hat und von der Schweiz im Rahmen der Schwerpunktentwicklungshilfe massgeblich unterstützt wird.

Im Rahmen meines Besuches war es mir möglich, mehrere Klein- und Mittelbetriebe zu besuchen und mit den Unternehmern vor Ort über deren Probleme zu sprechen. Schnell gewann ich den Eindruck, dass diese Unternehmer trotz aller Widrigkeiten mit Herz und Seele bei der Sache sind und fest an den Fortschritt ihres Landes durch ihr eigenes Zutun glauben. Es war erfrischend festzustellen, mit welchem Einsatz nach Lösungen für Probleme gesucht wird und wie dies ohne grosses Jammern geschieht. Insbesondere war ich von der unternehmerischen Initiative beeindruckt, welche nicht auf staatliche Interventionsmassnahmen baut, sondern auf eigene Ideen. Die Lösungsansätze waren durch eine grosse Kreativität geprägt und meistens bestechend einfach.

Natürlich ist man auf einer solchen Reise versucht, Parallelen zur Schweiz zu suchen. Leider ist vieles von dem, was ich oben beschrieben habe, in unserem Land umgekehrt. Der Glaube an die eigene Schaffenskraft ist mancherorts verloren gegangen oder zerstört worden, und Lösungsansätze werden zu oft im Rahmen staatlicher Interventionen gesucht. Das Schlüsselwort heisst Eigenverantwortung.

Ich bin davon überzeugt, dass viele Probleme, die wir zur Lösung der Obhut des Staates anvertraut haben, bei mehr Eigenverantwortung gar nicht existieren würden. Ein verantwortungsbewusster Unternehmer wird sich auch ohne staatliche Aufsicht oder die entsprechende Gesetzgebung um soziale Errungenschaften kümmern, um den Erfolg seines Unternehmens zu sichern.

Martin Wipfli

Geschäftsführender Partner der Baryon AG

INHALT

- Editorial
 - Altbewährtes und Neues
 - ELMA Electronic AG
 - Die Anlagestrategie im 4. Quartal 2003
-

ALTBEWÄHRTES UND NEUES

Die Tätigkeit des Vermögensverwalters war in den letzten Jahren von starken Veränderungen geprägt. Altbewährte Anlagekonzepte mussten in Frage gestellt und auf ihre Zukunftstauglichkeit untersucht werden. Dabei setzen wir uns insbesondere mit den folgenden Themen und Anlagemöglichkeiten auseinander:

Timing

Die in den 90er Jahren populäre Strategie «Buy and Hold» hat in den letzten drei Jahren grosse Verluste verursacht. In einem Umfeld mit mehr oder weniger konstantem Wirtschaftswachstum und Bewertungskonzepten funktioniert diese Strategie sehr gut. Sobald sich aber der Konjunkturhorizont verdunkelt, die zukünftigen Gewinne unsicherer werden und sich das persönliche Empfinden der Anleger verschlechtert, kommen andere Regeln zum Zug. Aufgrund des sich momentan abzeichnenden Wirtschaftsaufschwunges ist eine Renaissance der «Buy and Hold»-Strategie in den nächsten Monaten durchaus möglich – es gilt die Kursgewinne laufen zu lassen. Wichtig erscheint uns aber dabei, das Renommee und die Tradition einzelner Titel nicht überzubewerten und bei Bedarf emotionslos zu handeln.

Equity Traded Funds

Equity Traded Funds werden wie Aktien an den Börsen gehandelt und sind für alle grossen Börsenindizes verfügbar. Die Kursentwicklung dieser Instrumente ist dabei identisch mit der Indexentwicklung, da diese Funds passiv verwaltet werden und dabei nur geringe Verwaltungskosten anfallen. Diese Anlagevehikel eignen sich im Rahmen eines dynamischen Anlagestils insbesondere dann, wenn das Gewicht eines Marktes bzw. Sektors erhöht werden soll, ohne sich in einzelnen Unternehmen engagieren zu können bzw. wollen. Unsere Erfahrungen der letzten Monate haben gezeigt, dass diese Anlagen emotionsloser gehandelt werden, da die Identifikation mit einem einzelnen

Unternehmen entfällt. Die Baryon AG setzt diese Instrumente als Ergänzung zu Einzelanlagen ein. Momentan halten wir einen Equity Traded Fund für den japanischen TOPIX-Index in unseren Kundenportfolios.

Von sinkenden Kursen profitieren

Mittels Short-Verkäufen bzw. sogenannten Leerverkäufen von Futures auf Aktienindizes ist es möglich, von sinkenden Kursen zu profitieren. Allerdings ist diese Strategie äusserst riskant und eignet sich nur für grosse Portfolios bzw. risikofreudige Anleger. Die letzten drei Jahre haben aber gezeigt, dass die gängigen Anlageinstrumente bei sinkenden Kursen nur beschränkt eingesetzt werden können und auch die kleinste Aktienquote zu Verlusten auf Gesamtportfoliostufe führt. Eine Alternative wäre die Investition in Hedge-Funds, welche von sinkenden Märkten profitieren. Allerdings entwickeln sich diese Instrumente in stark positiven Aktienmärkten unterdurchschnittlich. Eine Outperformance wird hauptsächlich in negativen Märkten generiert, die absolute Performance liegt aber auch dann oft nur einige Prozentpunkte über der Geldmarktrendite. Dazu kommt eine oft undurchsichtige Fund-of-Funds Struktur mit hohen Managementgebühren sowie einer ungenügenden Handelbarkeit der Fondsanteile. Wir haben in den letzten zwei Jahren nach Lösungen gesucht und ein eigenes mathematisches Modell entwickelt, welches in den letzten acht Jahren in der Lage war, die Märkte deutlich zu schlagen. Anfangs 2004 wird dieses Instrument die Marktreife erlangen und an dieser Stelle näher vorgestellt.

ELMA ELECTRONIC AG

Nachdem die harten Restrukturierungsmassnahmen im Geschäftsjahr 2002 umgesetzt wurden, konnte die ELMA das Geschäftsjahr 2003 mit einem deutlich tieferen Kostenblock angehen. Trotz eines weiterhin schwierigen volkswirtschaftlichen Umfeldes zeigt der Halbjahresabschluss erste Erfolge. Die Baryon AG ist zuversichtlich, dass die ELMA in diesem und insbesondere im nächsten Geschäftsjahr mit ein wenig konjunkturellem Rückenwind an die Erfolge früherer Jahre anknüpfen kann.

Das nach wie vor harte konjunkturelle Umfeld hat der ELMA Gruppe im 1. Halbjahr 2003 im Vergleich zur Vorjahresperiode einen weiteren Umsatzrückgang um 12.9% auf CHF 42.6 Mio. beschert. Gleichzeitig ging auch der Bestellungseingang noch einmal um knapp 10% zurück. Trotz dieses schwierigen Umfeldes konnte die ELMA Gruppe ihre operative Leistungskraft aufgrund der umgesetzten Restrukturierungsmassnahmen nachhaltig verbessern. Das Betriebsergebnis vor Goodwill-Abschreibungen (EBITA) verbesserte sich um rund CHF 1.24 Mio. auf CHF 998'000 und das ordentliche Betriebsergebnis (EBIT) verbesserte sich um rund CHF 1.4 Mio. auf CHF 42'000. In der Berichtsperiode musste schliesslich noch ein Reinverlust von CHF 139'000 ausgewiesen werden.

Die verbesserte operative Leistungskraft spiegelt sich auch in einer soliden Bilanz wieder. Der free cash-flow von CHF 2.8 Mio. wurde zur weiteren Rückführung der Bankkredite benützt, welche im 1. Halbjahr 2003 um total CHF 3.5 Mio. reduziert werden konnten. Durch den Abbau der Bankkredite wird die Erfolgsrechnung in Zukunft durch weniger Zinsaufwendungen belastet sein. Die Eigenkapitalquote betrug per 30. Juni 2003 44%.

Die einzelnen Tochtergesellschaften der ELMA Gruppe haben sich im 1. Halbjahr 2003 unterschiedlich entwickelt. Während im Stammhaus weitere Überkapazitäten abgebaut wurden, konnte die Tochtergesellschaft in den USA ihre Marktposition behaupten und das 1. Halbjahr 2003 mit einem Reingewinn abschliessen. Nach wie vor unbe-

friedigend präsentiert sich das Bild in Deutschland. Die volkswirtschaftlich bedingten Einbussen auf der Preisseite konnten teilweise durch den Aus- und Aufbau neuer Märkte aufgefangen werden, sodass bei einem gehaltenen Umsatz immer noch ein Reingewinn erzielt wurde. Erfreulich entwickelte sich die Tochtergesellschaft in England, welche im 1. Halbjahr 2003 den Umsatz um 29.5% steigern konnte, was sich positiv auf das Betriebsergebnis auswirkte. Die Umsatzzunahme ist auf Marktanteilsgewinne zurückzuführen, da der Telekommunikationsmarkt auch in England rückläufig war. Die Tochtergesellschaft in Frankreich entwickelt sich noch immer nicht im gewünschten Ausmass. In Israel ergab sich aufgrund einer Sondersituation eine Umsatzzunahme von 91%. Die politische und wirtschaftliche Lage in Israel bleibt nach wie vor schwierig.

Aufgrund der starken Abhängigkeit der ELMA Gruppe von der volkswirtschaftlichen Entwicklung in den USA und unseren diesbezüglichen Einschätzungen erwarten wir für das 2. Halbjahr 2003 eine weitere Verbesserung der betriebswirtschaftlichen Eckwerte. Insbesondere sollte im Bestellungseingang aber auch in der Umsatzentwicklung eine Trendwende eintreten.

Für das Geschäftsjahr 2004 erwarten wir aufgrund der allgemeinen Erholung der Telekommunikationsindustrie für die ELMA Gruppe eine weitere und nachhaltige Verbesserung der Ertragslage, so dass wir nach wie vor an unserem langfristigen Anlageentscheid festhalten.

DIE ANLAGESTRATEGIE

IM 4. QUARTAL 2003

Die wirtschaftliche Entwicklung gewann im 2. Quartal 2003 deutlich an Dynamik. Das Vertrauen der Anleger ist spürbar gewachsen. Wir beurteilen die momentane Erholungsphase als stabiler und nachhaltiger als in den letzten zwei Jahren. Der Markt eskomptiert allerdings bereits einen Grossteil der erwarteten Gewinnverbesserung und die Enttäuschungsrisiken steigen. In diesem Sinne sind wir zurückhaltend in der weiteren Erhöhung der Aktienquoten.

Wirtschaftliches Umfeld

Die wirtschaftliche Erholung in den USA kam früher und stärker als erwartet. Die Jahresrate liegt im 2. Quartal bei 3.1% und dürfte im zweiten Halbjahr bei 4% liegen. Der Auslastungsgrad der Industrie ist mit knapp 76% nur unwesentlich gestiegen. Eine Ausweitung der Kapazitäten ist mit Auslastungswerten von über 80% zu erwarten und dürfte Anfang 2004 zu einer breiteren Wirtschaftserholung führen.

In Europa herrschte im 2. Quartal mit einem Wachstum von -0.1% noch Rezession. Die voraus-eilenden Indikatoren lassen jedoch auch hier eine Verbesserung gegen Ende 2003 erwarten.

Das Wirtschaftswachstum in Japan beträgt gegenüber dem Vorquartal 1%. Auf Jahresbasis hochgerechnet bedeutet dies ein Wachstum von 4% und damit eine höhere Dynamik als in den USA. Diese Entwicklung bestärkt uns in der Annahme, dass sich die japanische Wirtschaft vor der europäischen erholen wird.

Aktienmärkte

Nach einer Seitwärtsbewegung über die Sommermonate haben die Börsen im September zu neuen Jahreshöchstkursen angesetzt. Unternehmensgewinne sind durch die Verbesserung des wirtschaftlichen Umfeldes deutlich gestiegen, Restrukturierungsmassnahmen schlagen allmählich auf die Erfolgsrechnungen durch. Diese Tatsachen führten

v.a. bei den Technologie- und Finanzwerten zu massiven Gewinnsteigerungen und haben die Erholung der Börsen ausgelöst und bis heute angeführt. Im beschriebenen Wirtschaftsszenario darf man für Europa und Japan positiver werden und auch in zyklische Sektoren investieren. Wir konzentrieren uns deshalb in unserer Sektorgewichtung v.a. auf konjunktursensitive Bereiche wie Technologie, Banken und Versicherungen, Industrie und zyklische Konsumgüter. Auf der anderen Seite werden wir die defensiven Bereiche wie Nahrungsmittel und Gesundheit eher reduzieren. Die spätzyklischen Sektoren Energie und Telekommunikation werden wir in einer zweiten Phase erhöhen. Aufgrund der bereits fortgeschrittenen Bewertung der Märkte nutzen wir für Neuengagements Marktschwächen und spezielle Gelegenheiten.

Anleihen

Die Anleihemärkte sind in den letzten Wochen stark eingebrochen und reflektieren die bevorstehende Belebung der Weltwirtschaft. Die Zinskurven sind bereits sehr steil und eröffnen im mittelfristigen Bereich bis 5 Jahre Restlaufzeit wieder Kaufgelegenheiten. Allerdings wird der Anleihemarkt im Lichte einer längeren Konjunkturerholung unattraktiv bleiben. Wir belassen daher unsere Untergewichtung dieses Anlage-segmentes und konzentrieren uns auf variabel verzinsten Anleihen.

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