



Kohlekraftwerk von Uniper: Am deutschen Versorger ist die finnische Fortum interessiert.

# Im Stromsektor spielt die Musik bei europäischen Unternehmen

**INTERNATIONAL** Elektrizitätsunternehmen auf dem Alten Kontinent haben sich den neuen Marktverhältnissen angepasst und profitieren mittelfristig von steigenden Strompreisen. Ihre Aktien sind günstiger und rentabler als die Titel von US-Gesellschaften.

MARTIN GOLLMEYER

Die Aktien amerikanischer Stromversorger sind hinsichtlich mehrerer Kriterien teurer als europäische. Sie werfen auch weniger Dividendenrendite ab. Titel von defensiven US-Versorgern sind deshalb zurzeit kein Kauf; bei ihnen herrscht Rückschlagsgefahr. Valoren von EU-Versorgern haben dagegen Steigerungspotenzial. «Die Musik spielt im Sektor in Europa», sagt Andreas Schneller, Manager des EIC Energy Infrastructure Fund von der Pury Pictet Turretti.

Vergleicht man den S&P 500 Utilities Index mit dem Stoxx 600 Utilities Index, dann zeigt sich: Aktien von US-Versorgern sind gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV; Grafik 1), am Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV; Grafik 2) und am Verhältnis Unternehmenswert zu Betriebsgewinn (UW/Ebitda; Grafik 3) teurer als Titel ihrer EU-Pendants. In Bezug auf das KGV sind Titel von US-Versorgern mit 18 bewertet, die EU-Gegenüber mit 14. Das KBV zeigt für die Valoren von US-Gesellschaften einen Wert von 1,89 an, für EU-Unternehmen von 1,53. Das Verhältnis UW/Ebitda kommt für US-Versorger auf 10,07 zu stehen, für EU-Firmen auf 7,46.

## Unterschiede USA – Europa

Die höhere Bewertung der Aktien von US-Versorgern gegenüber den Titeln der EU-Pendants hat ihren Grund: Die US-Papiere sind sehr zinsensitiv, während die EU-Papiere stärker mit dem Geschehen im Strommarkt korrelieren. «Aktien von defensiven amerikanischen Versorgern gelten als Anleiheersatz», sagt Schneller.

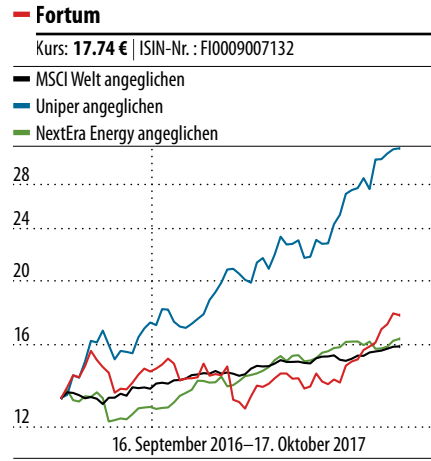
Weil die Dividendenrendite von US-Versorgertiteln seit längerem höher ist als die Rendite von langjährigen US-Staatsanleihen, sind sie bei Anlegern sehr gefragt. Das äussert sich in steigenden Aktienkursen und höheren Bewertungen.

Die Valoren von EU-Versorgern haben dagegen stark auf Veränderungen im Markt reagiert. Dazu gehören die Deregulierung des Strommarkts sowie das massive Aufkommen von subventioniertem Strom aus erneuerbaren Quellen wie Sonne und Wind. Das führte dazu, dass vor allem die konventionelle Stromerzeugung aus Kohle, Gas, Wasser und Uran unter Druck kam und die entsprechenden Kraftwerke der Versorger entwertet wurden. Die Folge waren sinkende Aktienkurse und niedrigere Bewertungen.

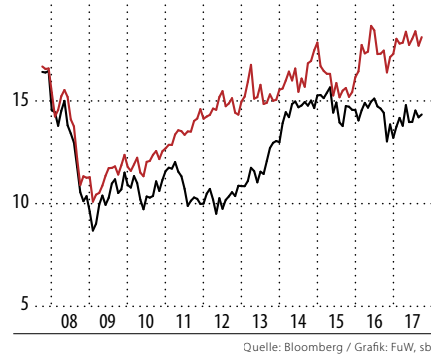
Noch einen anderen Grund für die höhere Bewertung von US-Versorgern führt Carsten Schluffer, Analyst bei der Grossbank UBS, ins Feld: Das Wirtschaftswachstum sei in Amerika meistens höher als in Europa, weshalb auch die Gewinnerwartungen der US-Unternehmen besser seien als der EU-Firmen. Die Folge: Nicht nur Versorgervolumen, sondern Aktien generell seien in den Vereinigten Staaten teurer als in Europa.

Schluffer weist darauf hin, dass es bei den Versorgerpapieren auch punkto Dividendenrendite Unterschiede gibt zwischen Amerika und Europa. Aktien im S&P 500 Utilities Index rentieren zurzeit mit 3,6%, Valoren im Stoxx 600 Utilities Index mit 5%. Mit ein Grund für den Renditevorsprung europäischer Titel ist, dass EU-Versorger eine höhere Ausschüttungsquote (über 70% des Gewinns) aufweisen als ihre US-Branchennachbarn (über 60%).

Die Unterschiede in Bewertung und Rendite sprechen dafür, dass Anleger europäische Versorgeraktien gegenüber amerikanischen bevorzugen sollten. Bei US-Titeln macht Schneller eine «Rückschlagsgefahr» aus. Die Valoren könnten



1 Vorausschauendes Kurs-Gewinn-Verhältnis  
2 Kurs-Buchwert-Verhältnis  
3 Unternehmenswert zum geschätzten Ebitda



15 bis 20% korrigieren, wenn die Politik der US-Notenbank zu höheren Zinsen führen würde. Sollte das eintreten, würden Schneller Titel von Versorgungsunternehmen kaufen, die den Trend in den USA zu erneuerbaren Energien und intelligenten

Stromnetzen antizipieren und mitzugestalten versuchen. Dazu gehören etwa NextEra Energy, PG&E oder Edison International. Die Finger lassen sollten Anleger dagegen von AKW-lastigen Stromerzeugern wie Exelon oder stark auf Kohle

abstellenden Produzenten wie Duke Energy oder American Electric Power. Kurzfristig könnten sie zwar vom Versuch Präsident Trumps profitieren, ihnen mit Subventionen ein zweites Leben einzuhauchen. Langfristig dürften die Marktkräfte aber für Gas und erneuerbare Energien als vorherrschende Stromerzeugungsarten entscheiden.

## Deutsche Aktien interessant

Europäische Versorgeraktien sind zwar in den vergangenen Monaten schon gut gelaufen (vgl. Tabelle). Sie haben aber weiteres Steigerungspotenzial, da sich die Unternehmen mit Restrukturierungen den veränderten Marktverhältnissen angepasst haben und die Strompreise wieder anziehen. Ein Augenmerk sollten Anleger dabei auf die Papiere von deutschen Stromversorgern legen. Bei ihnen ist zusätzlich noch Übernahme- und Fusionsfantasie im Spiel. Eon hat angekündigt, ihren noch bestehenden Anteil von 47% an Uniper auf den Markt bringen zu wollen. Als möglicher Käufer hat sich der finnische Versorger Fortum hervorgetan. Vom französischen Versorger Engie heisst es, er sei am Kauf des 77%-Anteils von RWE an Uniper interessiert.

Kurzfristig eher Vorsicht walten lassen sollten Anleger bei der italienischen Enel und der spanischen Iberdrola. Beide Versorger sind zwar in der Ausrüstung ihres Geschäfts auf die zukunftssträchtigen Bereiche Übertragungsnetze und erneuerbare Energien weit fortgeschritten. Aber in Italien stehen Wahlen an, und in Spanien verursachen die Unabhängigkeitsbestrebungen Kataloniens Unsicherheit.

## Schweizer Versorger ticken anders

Ob Schweizer Elektrizitätskonzerne in den vergangenen Jahren an der Börse Erfolg hatten, hing vor allem davon ab, wie stark sie am Markt exponiert waren. Der Zerfall der Strompreise im Grosshandel traf Alpiq besonders hart. Bei Alpiq dürften politische Entscheidungen den Aktienkurs in nächster Zeit stärker beeinflussen als operative Entwicklungen. Zur Verbesserung der finanziellen Situation (vgl. Seite 6) sollen Bereiche für Investoren geöffnet werden. Den Verkauf von bis zu 49% am Wasserkraftportfolio siestierte Alpiq mangels Erfolg.

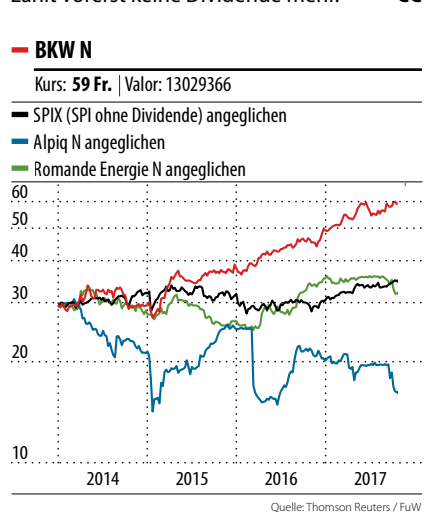
Besser läuft es BKW, die regulierte Einnahmen sowohl aus dem Absatz von Strom an gebundene Endkunden als auch aus dem Netzgeschäft. Der Berner Stromkonzern hat ausreichend Mittel, um den Ausbau des Dienstleistungsgeschäfts voranzutreiben und so die Abhängigkeit von der Produktion zu senken.

Romande Energie hat kaum eigene Produktion, aber ebenfalls gebundene Endkunden. Das ist ein Vorteil im gegenwärtigen Umfeld. Allerdings ist Romande Energie indirekt zu 9% an Alpiq beteiligt, was in den vergangenen Jahren den Gewinn mehrfach belastet hat.

Wasserkraftproduzent Engie dient ebenfalls unter den Verwerfungen im Stromsektor. Der Löwenanteil der Kunden sitzt im in den Neunzigerjahren liberalisierten deutschen Markt, in der Schweiz kann Engie nicht gebundene Grossekunden beliefern. Der Abbruch des Projekts für ein Pumpspeicherkraftwerk in Süddeutschland führte vor wenigen Tagen

zu einer Gewinnwarnung, das Betriebsergebnis wird rund 11 Mio. € tiefer ausfallen. Für Investoren bleiben BKW-Aktien trotz der guten Performance attraktiv. Das Geschäft läuft solide und das Unternehmen wandelt sich mehr und mehr zu einem Energiedienstleister. Dies ist im Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) von 1,1 noch nicht voll eingepreist. Die Bewertung von Alpiq (KBV 0,5), aber auch bei Romande Energie (0,7) spiegelt die Skepsis der Investoren. Das Geschäft von Energiedienst (1,1) dürfte künftig stabiler, aber auf tiefem Niveau verlaufen.

Aus Dividendengesichtspunkten sind Romande Energie (geschätzte Rendite 3,1% per 2017) interessanter als BKW (2,7%). Bei Energiedienst (3,8%) stellt sich die Frage der Nachhaltigkeit (Pay-out Ratio 97%). Alpiq zahlt vorerst keine Dividende mehr.



## K+N sieht Wende in der Seefracht

**SCHWEIZ** Die Marge beginnt sich zu erholen. Der Quartalsgewinn erfüllt die Prognose nicht.

ARNO SCHMOCKER

Ein Wachstumsproblem hat Kühne + Nagel definitiv nicht. Im dritten Quartal transportierte der Frachtlogistikkonzern erneut ein ungewöhnlich grosses Warenvolumen über See, Luft und Strasse. Die ab Jahresmitte erwartete Entspannung des Margendruckes ist allerdings noch nicht in erhofftem Ausmass eingetreten. Betriebsergebnis und Gewinn entwickeln sich erneut weniger markant als der Rohertrag. Die über dem Bewertungsdurchschnitt der vergangenen Jahre gehandelten Aktien korrigierten zu Beginn der Woche deutlich.

Seit Anfang Jahr läuft das Geschäft in der Transportlogistik dynamisch. Kühne + Nagel kann nicht nur mithalten, sondern wächst sowohl in der See- wie in der Luftfracht ungefähr doppelt so rasch wie der Branchendurchschnitt von 5 bzw. 10%. Was das in der Luftfracht für K+N heisst, illustrierte Konzernchef Detlef Trefzger an einer Telefonkonferenz; jeden Tag sieben Ladungen in einem grossen Frachtflugzeug mit der Kapazität einer Boeing 747 zusätzlich.

## Ertrag je Container sinkt

Umsatz und Rohertrag (Bruttogewinn) des Branchenführers stiegen im dritten Quartal etwas mehr als von Finanzanalysten erwartet. Dagegen blieb Kühne +

Nagel auf Stufe operatives Ergebnis Ebit und Gewinn unter den Prognosen. Der Ertrag je transportierte Einheit sinkt seit mehreren Quartalen. Reedereien und Fluggesellschaften haben die Frachtraten erhöht, die überdies hohe Schwankungen aufweisen. Die Frachtlogistiker konnten die höheren Raten bislang nur verzögert an ihre Kunden weiterreichen.

In der Seefracht verdient Kühne + Nagel traditionell am meisten Geld. Etwa 45% des operativen Gewinns stammen aus diesem Geschäft. Die gute Nachricht: Erstmals seit dem vierten Quartal 2015 stieg der Bruttogewinn je Container. Im Vergleich zum damaligen Niveau ist die Marge zwar noch 11% niedriger. CEO Trefzger geht jedoch davon aus, dass der Tiefpunkt in der Seefracht überwunden ist und sich die Rentabilität der Sparte in den kommenden Quartalen erholt. Nicht nur haben sich die Preisschwankungen reduziert, sondern vermehrt kommen nun neue Verträge mit höheren Preisen zum Tragen.

In der zweiten Domäne, Luftfracht, ist das Verhältnis Bruttogewinn je Transporteinheit seit Anfang 2016 gar 16% gesunken. Dank Fortschritten in der Abwicklung der Aufträge ist es Kühne + Nagel trotzdem gelungen, den Gewinn jeweils zu steigern – nur eben seit drei Quartalen unterproportional zum Umsatz. Mehr als in der Vergangenheit tragen zudem die Sparten Landverkehr (Verdoppelung Ebit

binnen Jahresfrist) und Kontraktlogistik zu Rohertrag und Gewinn bei.

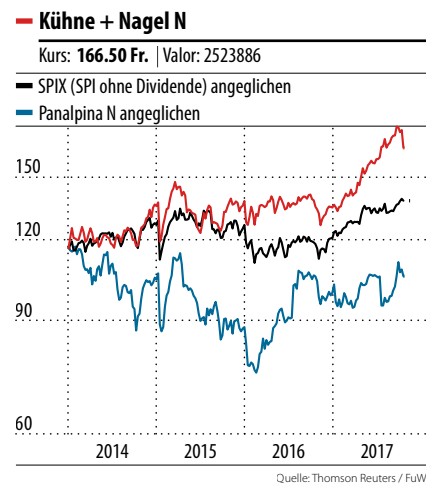
Das Management ist zuversichtlich, auf Konzernebene das Ziel einer Ebit-Marge von mindestens 5% für das Gesamtjahr zu erreichen. Es wird allerdings knapper als 2016: Während im vergangenen Jahr 5,6% resultierten, dürfte die Spanne heuer auf 5,1% verharren.

## Neues Ziel ist anspruchsvoll

Als neues Ziel für die Konzernprofitabilität gilt seit dem Investorentag im September eine Konversionsmarge von 16% bis 2022. Sie gibt das Verhältnis Rohertrag zu Betriebsgewinn wieder. Konkret würde das 200 Mio. Fr. mehr Ebit bedeuten (2016: total 918 Mio.). Im vergangenen Jahr wies Kühne + Nagel 14% aus, in den ersten neun Monaten 2017 ist die Marge allerdings auf 13,3% gesunken.

Dass die Aktien am Montag mehr als 4% niedriger um 170 Fr. notierten, konnte nach einer Kursavance von zuvor fast 30% seit Jahresbeginn nicht erstanen. Trotz der Korrektur sind Kühne + Nagel immer noch etwa 10% über dem Mittel der vergangenen Jahre bewertet. Notierungen zwischen 150 und 160 Fr. sind klare Kaufkurse.

Alle Finanzdaten zu Kühne + Nagel im Online-Aktienführer: [www.fuw.ch/KNIN](http://www.fuw.ch/KNIN)



Aktienstatistik	
<b>Bewertung</b>	<b>Nr.</b>
Kurs am 17. Oktober 2017, 12 Uhr, in Fr.	166.50
Rendite in % (per 2017), geschätzt	3,6
KGW 2018	24
Kurs-Buchwert-Verhältnis	9,65
Börsenwert (in Mio. Fr.)	19 904
<b>Angaben pro Titel in Fr.</b>	
Gewinn 2016	5,99
Gewinn 2017, geschätzt	6,20
Gewinn 2018, geschätzt	6,90
Dividende per 2016	5,50
Dividende per 2017, geschätzt	6,00
Besitzende Aktionäre: Klaus-Michael Kühne via Kühne Holding (53,3%), BlackRock (5,1%), davon 4,4% via Aktien, Kühne-Stiftung (4,7%), Harris Associates (2,99%)	
<b>FuW-Rating</b>	
<b>B+</b> Wachstum	<b>B+</b> Aktienbeziehungen
<b>A-</b> Transparenz	

Unternehmenszahlen					
	in Mio. Fr.	per 30. Sept.	2015	2016	2017 3. Quartal
<b>Umsatz</b>	<b>12426</b>	<b>12247</b>	<b>13525</b>	<b>4710</b>	
– Veränderung in %	– 4,4	– 1,4	+10,4	+14,9	
Rohertrag	4609	4900	5136	1759	
– Veränderung in %	– 1,9	+6,3	+4,8	+7,1	
Betriebsgewinn (Ebit)	640	678	685	233	
– Veränderung in %	+ 5,4	+ 5,1	+ 1,0	+ 4,5	
– in % des Umsatzes	5,2	5,5	5,1	4,9	
<b>Gewinn</b>	<b>512</b>	<b>533</b>	<b>540</b>	<b>184</b>	
– Veränderung in %	+ 6,7	+ 4,1	+ 1,3	+ 4,0	
– in % des Umsatzes	4,1	4,4	4,0	3,9	
Operativer Cashflow	779	814	851	289	
Investitionen	154	145	155	62	
<b>Spartenrechnung 9 Mt.</b> Rohertrag Ebit Marge Anteil in %					
Seefracht	1053	308	29,2	45,0	
Luftfracht	749	227	30,3	33,1	
Landverkehr	703	36	5,1	5,3	
Kontraktlogistik	2631	114	4,3	16,6	

60 YEARS OF ADVENTURE AND DISCOVERY

HERITAGE SINCE 1884

GALLI HAT ZEIT – SEIT 125 JAHREN

Am Bellevue, Zürich

BREITLING 1884

INSTRUMENTS FOR PROFESSIONALS™

## VAT ist eine Kategorie für sich

**SCHWEIZ** Der grösste Hersteller von Vakuumventilen wächst in neue Dimensionen.

ARNO SCHMOCKER

«Unsere Welt beginnt nach der siebten Kommatstelle»: So beschreibt Heinz Kundert, CEO von VAT Group, den Einsatzbereich für Vakuumventile in der Halbleiterindustrie. Die von Chipherstellern wie Intel und Samsung gefertigten Mikroprozessoren werden zusehends kleiner. Und sie finden sich in Gegenständen, die den Alltag immer stärker prägen: Smartphones, Flachbildschirme, Elektrofahrzeuge. Ohne Vakuum, das in der Halbleiterproduktion für grösstmögliche Sauberkeit sorgt, gäbe es diese Dinge nicht.

VAT beliefert Applied Materials, LAM und andere Unternehmen, die für Intel & Co. riesige Halbleiteranlagen fertigen, mit hochwertigen Vakuumventilen. Die aus Edelstahl oder Aluminium bestehenden Komponenten sind bis viereinhalb Tonnen schwer, bis vier Meter lang und bis über fünf Meter hoch. Die Preise reichen von 100 Fr. für kleine, einfache Ventile bis zu mehreren hunderttausend Franken für hochkomplexe Komponenten.

## Staubfrei

Seit der Gründung 1965 hat das Unternehmen mit Sitz in Haag (Kt. SG) eine ungewöhnliche Marktposition erobert. Fast jedes zweite Vakuumventil stammt aus der Produktion von VAT. Ihr Marktanteil ist grösser als derjenige der folgenden sieben Konkurrenten zusammen. Keiner von ihnen ist europäisch.

CEO Kundert führt den Erfolg auf mehrere Faktoren zurück: hohe Funktionalität der Produkte, die einen einfachen Service ermöglicht; Präzision in der Fertigung; höhere Lebensdauer. Zudem müssen die Anforderungen der Kunden an absolute Sauberkeit erfüllt werden. Am Schluss des Herstellungsprozesses werden die Teile in einer grossen «Waschmaschine», die 1,5 Mio. Fr. kostet, gereinigt. Alle Mitarbeiter in der Produktion tragen Handschuhe. Manche arbeiten in astronautenähnlichen Rehraumanzügen.

Der Hauptsitz in Haag ist eineinhalb Jahre nach dem Initial Public Offering (IPO) des Unternehmens im April 2016

kaum wiederzuerkennen. VAT ist enorm gewachsen. Allein dieses Jahr sind 180 neue Mitarbeiter eingestellt worden, der Bestand stieg ein Fünftel.

## Umsatz +60% in zwei Jahren

In Zukunft wird der Betrieb in Haag nur noch optimiert, der Ausbau findet an einem zweiten Standort in Malaysia statt. Dort soll die Produktionsleistung bis in drei Jahren von 60 bis 70 Mio. Fr. auf 400 Mio. gesteigert werden. Dazu muss VAT geeignete Zulieferbetriebe finden. Diese haben ebenfalls hohe Anforderungen zu erfüllen; auch sie werden in einem langwierigen Prozess von den Chipanlagenherstellern zertifiziert.

Seit dem IPO wird VAT von Aufträgen überhäuft. Die Nachfrage nach Vakuumventilen ist massiv gestiegen, angetrieben durch die Digitalisierung und massiv höhere Speicherkapazitäten. Die Chipbranche und die Zulieferindustrie erleben einen Boom wie selten (vgl. dazu Seite 15). Auch im Display-Sektor tut sich viel. Die OLED-Technologie setzt sich durch. Sie ermöglicht es etwa, Texte auf dem Smartphone im Sonnenlicht zu lesen.

So stieg der Umsatz von VAT im vergangenen Jahr aus eigener Kraft fast ein Viertel auf 508 Mio. Fr. 2017 wird aller Voraussicht nach noch besser ausfallen. Per Ende September hat der Umsatz mehr als ein Drittel zugenommen, der Auftrags-eingang 40%. Wie erwartet hat sich die Wachstumsrate im dritten Quartal aufgrund der hohen Vorjahresbasis abgeschwächt. Vom zweiten zum dritten Quartal (sequenziell) sind die Bestellungen

um 6% gesunken. Selbst für VAT wachsen die Bäume nicht in den Himmel.

Aufgrund des hohen Auftragsbestands von 179 Mio. Fr. (+6% per Ende September) besteht jedoch keine Gefahr, dass die Jahresziele nicht erreicht werden. Nach wie vor rechnet die Unternehmensleitung mit einem Umsatzwachstum von 30% auf etwa 660 Mio. Fr. Mit dem Jahresende wird VAT über eine Produktionskapazität von 800 Mio. Fr. verfügen. Finanzchef Andreas Leutenegger wollte die Zahl an einer Telefonkonferenz am Dienstag aber nicht als Umsatzprognose für das kommende Jahr verstanden haben.

## Wenig Margendruck

Was die Profitabilität betrifft, peilt VAT eine zum Vorjahr unverändert hohe Betriebsergebnismarge von 31% an. Vakuumventile sind systemkritische Komponenten, kosten den Kunden aber verhältnismässig wenig. Daher hält sich der Preisdruck im Rahmen. Im ersten Halbjahr hatte VAT 30% ausgewiesen. Für die zweite Jahreshälfte sind also 32% zu erwarten, dank besserem Produktmix und Effizienzgewinnen in der Fertigung.

Das Unternehmen wird für 2017 eine mindestens unverändert hohe Dividende zahlen können. Aufgrund des beträchtlichen freien Cashflows besteht berechnete Hoffnung auf 3 bis 4% Dividendenrendite in den nächsten Jahren. Günstig sind die mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 27 bewerteten Aktien seit geraumer Zeit nicht mehr. Die Chance, dass die rege Nachfrage nach Vakuumventilen bis 2019 anhält, ist allerdings gross.

Unternehmenszahlen					
	in Mio. Fr.	per 30. Sept.	2015	2016	2017 3. Quartal
Auftragszugang	331	393	551	179	
– Veränderung in %	n.v.	19	40	30	
Umsatz	314	365	493	167	
– Veränderung in %	n.v.	16,5	35	29	
Umsatz Vakuumventile	260	278	395	131	
Umsatz Service	55	62	70	27	
Umsatz Industrie	35	26	29	10	

Alle Finanzdaten zu VAT Group im Online-Aktienführer: [www.fuw.ch/VATN](http://www.fuw.ch/VATN)