

Chinas Stadler Rail stolpert nach Europa

CHINA Der grösste Mitbewerber des Schweizer Bahnbauers heisst CRRC. Der chinesische Staatskonzern drängt nach Europa – bislang allerdings mit mässigem Erfolg.

YVONNE DEBRUNNER

Vom Moment, in dem der chinesische Zughersteller CRRC in den europäischen Markt eintritt, gibt es ein Video: Männer in gelben Westen ziehen Schutzfolien von schwarzen Triebzügen. Ein Kran hebt diese auf ein Gleis. Sie haben soeben 20000 Kilometer per Frachtschiff zurückgelegt. Von China reisten sie zum Käufer, dem privaten tschechischen Bahnunternehmen Leo-Express.

Leo-Express hatte ihre vorherigen Züge noch beim Schweizer Anbieter Stadler Rail gekauft und mit dem Slogan «Swiss Made» Werbung gemacht. Nun verhilft sie dem Staatskonzern CRRC zum ersten Auftrag in der EU. Ein entscheidender Moment für den weltgrössten Bahnhersteller – und ein sinnbildlicher. Denn seit der Ankunft der chinesischen Züge in Tschechien ist ein Jahr vergangen. Die Züge sind aber bis heute nicht zugelassen.

März 2017 im Kursaal Bern: Stadler-Rail-CEO Peter Spuhler hält ein Referat auf Einladung der Volkswirtschaftlichen Gesellschaft des Kantons Bern. Über den chinesischen Riesenkonzern sagt er, die Qualität von dessen Zügen stimme noch nicht. Dort, wo sie lieferten, heisse es später oft: «Nie mehr die Chinesen.» Ist das wahr oder Werbung in eigener Sache?

«Die können Züge bauen»

Maria Leenen, Geschäftsführerin des deutschen Beratungsunternehmens SCI Verkehr, sieht nicht die Qualität als Problem: «Die Chinesen können hervorragend Züge bauen. Darin stehen sie den europäischen Unternehmen in nichts nach.» CRRC unterschätzte aber die Zulassungsverfahren. An diesen in Europa sehr aufwendigen Prozessen bissen sich selbst lokale Anbieter die Zähne aus. Für ein von China aus gesteuertes Unternehmen seien sie eine enorme Herausforderung.

In Europa muss für jedes Land eine eigene Zulassung beantragt werden. Zudem muss jedes Element eines Zuges einzeln genehmigt werden. Diese Bürokratie wurde auch schon von europäischen Playern beklagt. Unterdessen haben die Beschwerden aber abgenommen. Man merkt, dass die Zulassungshürden einen gewissen Marktschutz bieten.

Wie lange er anhält, ist allerdings fraglich. Denn unterdessen hat CRRC nicht nur einzelne Kunden in Europa, sondern auch ein Werk: Seit vier Monaten ist eine Tochtergesellschaft des chinesischen Konzerns Eigentümerin des traditionsreichen Lokomotivwerks in Kiel. Die Übernahme von der deutschen Vossloh wurde am 1. Juni vollzogen.

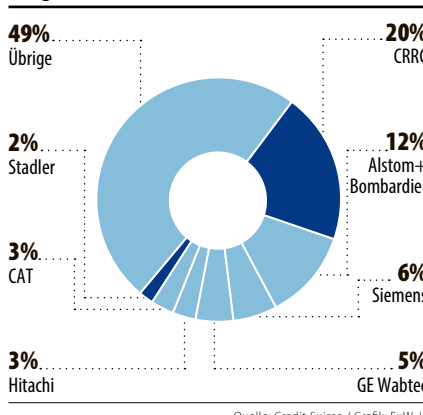
Kein Stellenabbau in Kiel

Was CRRC mit dem Werk vorhat, ist unklar. Wie FuW erfahren hat, ist aber kein Stellenabbau vorgesehen. Auf den ersten Blick mag das überraschen: Schliesslich hatte das Werk mit wirtschaftlichen Schwierigkeiten zu kämpfen, weshalb sich kein anderer Kaufinteressent fand. Auf den zweiten Blick erscheint die Strategie aber sinnvoll: Was CRRC beim Sprung nach Europa nicht brauchen kann, ist schlechte Presse. Zudem dürfte für CRRC der grösste Wert in den – in Zulassungen erfahrenen – Mitarbeitern bestehen.

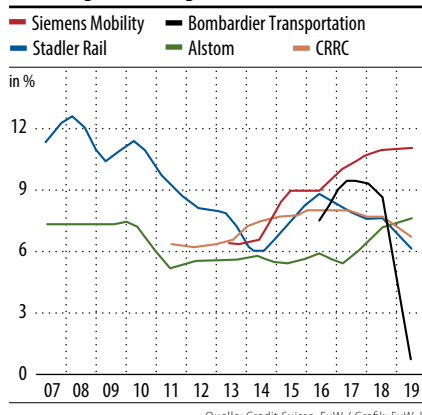


Eine Diesellokomotive von CRRC wird für den Export nach Guinea auf ein Frachtschiff verladen. Der chinesische Staatskonzern möchte vermehrt auch in Europa Fuss fassen.

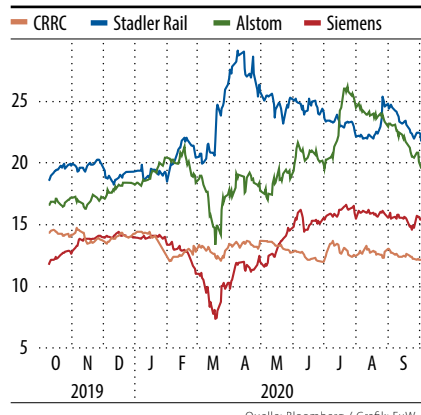
Die grössten Rollmaterialhersteller



Betriebsgewinnmargen in der Bahnindustrie



Vorausschauendes Kurs-Gewinn-Verhältnis



Theoretisch könnte der Konzern in Kiel nun eigene Modelle fertigen lassen und versuchen, für sie europäische Zulassungen zu erhalten. Offenbar gibt es dazu bislang aber noch keine Pläne. Es dürfte auch an Corona liegen, dass die Integration des Kieler Werks nicht weiter fortgeschritten ist – aber nicht nur: Branchenkenner sprechen auch von einer fehlenden Strategie in Europa. Das habe damit zu tun, dass CRRC sehr zentralistisch von Peking aus gelenkt werde. Die Leute vor Ort könnten wenig entscheiden und müssten ständig Rücksprache nehmen.

Zudem würden die CRRC-Leute in Europa die lokalen Spielregeln zu wenig kennen, so Marktbeobachter. Da sie wüssten, dass Marketing hier wichtig sei, würden sie den Kunden grosse Versprechen machen, die sie nicht immer halten könnten. Der Reputation habe das geschadet.

Offiziell entstanden ist CRRC 2015 aus der Fusion der beiden weltgrössten Bahnhersteller, beide chinesisch. Sowohl die China Northern Rolling Stock Company (CNR) als auch die China Southern Rolling Stock Company (CSR) gehörten dem chinesischen Staat. Er hatte sie ein gutes Jahrzehnt zuvor separiert, um für mehr Wettbewerb im Sektor zu sorgen.

Lange gab es für die chinesischen Rollmaterialhersteller mehr als genug Arbeit im Inland. China baute ab 2008 in nur fünf Jahren das längste Netz für Hochgeschwindigkeitszüge der Welt. Als der Heimmarkt zunehmend gesättigt wurde, sollten die chinesischen Rollmaterialhersteller nach dem Willen der Regierung vermehrt exportieren. Doch dabei schien der landesinterne Wettbewerb eher hinderlich. Also fügte die Regierung die Unternehmen wieder zusammen, damit

sie gemeinsam mehr Aufträge aus dem Ausland gewinnen.

Durch die Fusion entstand der Gigant CRRC, gegen den sich die westlichen Konkurrenten nun ebenfalls mit Zusammenschlüssen wappnen wollen. Erst versuchte es Alstom mit Siemens, was von der EU aber untersagt wurde. Der französische Wirtschaftsminister Bruno Le Maire kritisierte, dieser Entscheid diene den wirtschaftlichen Interessen Chinas. Nun möchte Alstom die Zugsparte von Bombardier übernehmen, um sich gegen die Konkurrenz aus China zu rüsten. Das Verdikt der Behörden steht noch aus.

Stadler Rail gab sich angesichts der chinesischen Konkurrenz bislang gelassen. Der Schweizer Anbieter hat seine Anfänge in massgeschneiderten Zügen und ist noch immer stark bei kleinen und mittelgrossen Vergaben. Das heisst: um die zwanzig

Züge. Mit CRRC rechnen müsse man bei Aufträgen um die 200 bis 300 Züge, sagte Peter Spuhler im Interview mit FuW: «Aber das ist nicht unser Kernbusiness.»

Hilfe vom Westen

Was Spuhler aber ärgert, ist, dass westliche Firmen CRRC halfen. So baute der Konzern seine ersten Hochgeschwindigkeitszüge im Rahmen von Technologietransferabkommen mit Alstom, Siemens oder Bombardier. «Siemens und Bombardier wussten nichts Besseres, als die Chinesen mit westlicher Technologie aufzurüsten», sagte Spuhler bei seinem Referat im Berner Kursaal. «Ein paar Jahre später rollen nun Kopien der Siemens- und Bombardier-Züge Richtung Westeuropa.»

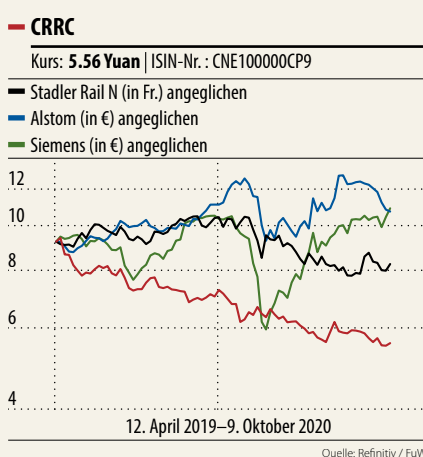
Was CRRC ebenfalls hilft, ist der Hauptaktionär. Das Unternehmen gehört zu 50,2% der CRRC Group, die vollständig im Besitz des chinesischen Staates ist. Verwaltungsratspräsident Liu Hualong ist ein hoher Parteifunktionär. Der Staat im Rücken ist auch auf dem internationalen Parkett nützlich. So begründet etwa Fitch ihr gutes Rating für CRRC in erster Linie mit dem Anreiz der Regierung, den Rollmaterialhersteller weiter zu unterstützen.

Damit der Sprung nach Europa gelingt, müssen die chinesischen Züge hier aber erst einmal ins Rollen kommen. Die tschechische Bahngesellschaft Leo-Express hat eigentlich gehofft, dass dies im Juni der Fall sein würde. Neu rechnet sie mit Anfang des nächsten Jahres. Beobachter sind skeptisch, ob dies reichen wird.

Was bedeutet die neue Konkurrenz für Stadler Rail?

Stadler-Rail-CEO Peter Spuhler scheint die Konkurrenz durch CRRC weniger zu fürchten als Siemens, Alstom und Bombardier. Im Gegensatz zu diesen versucht der Schweizer Anbieter nicht, sich mit Zusammenschlüssen gegen die Chinesen zu wappnen.

«Grösse sei nicht per se ein Wettbewerbsvorteil», sagte Stadler-Finanzchef Raphael Widmer kürzlich im FuW-Interview. So habe Stadler fast 2000 Flirt-Züge verkauft, bei jedem aber umfassende Änderungen vorgenommen. Die Chinesen seien sich gewohnt, riesige Volumen ohne Anpassungen zu produzieren. Mit dem heterogenen europäischen Bahnmarkt würden sie sich daher im Moment noch schwertun.



Aktienstatistik Stadler Rail	
Bewertung	Na.
Kurs am 9. Oktober 2020, 11 Uhr, in Fr.	38.56
Rendite in % (per 2020), geschätzt	3,1
KGV 2020	35
KGV 2021	19
Kurs-Buchwert-Verhältnis	5,3
Börsenwert (in Mio. Fr.)	3856
Angaben pro Titel in Fr.	
Gewinn 2019	1.27
Gewinn 2020, geschätzt	1.10
Gewinn 2021, geschätzt	2.00
Dividende per 2019	1.20
Pay-out Ratio in %	94
Aktienkapital: 20,00 Mio. Fr.	
– eingeteilt in: 100 000 000 Na. à 0.20 Fr. nom.	
Bedeutende Aktionäre: Peter Spuhler (41,5%, davon 30,5% via PCS Holding), RAG-Stiftung (4,5%)	

Im Konkurrenzvergleich ist Stadler Rail hoch bewertet (vgl. Grafik 3). Zuletzt entwickelte sich der Kurs aber schwach. Dafür gibt es eine Reihe von Gründen: **Nach mehreren Prognosesenkungen und verfehlten Zielen scheinen die Investoren skeptischer als kurz nach dem Börsengang.** Hinzu kamen Negativnachrichten: Stadler wurde im Mai Opfer eines Hackerangriffs, kurz darauf warf der CEO das Handtuch. Im August geriet Stadler wegen seines Werks in Minsk und der Beziehung Spuhlers zu Alexander Lukaschenko in die Schlagzeilen. Zudem fällt der Cashflow seit einiger Zeit negativ aus, wozu Finanzchef Raphael Widmer im FuW-Interview Stellung nahm.

Drückt auch die drohende Konkurrenz aus China auf den Kurs? Kaum. Zwar dürfte CRRC die heutigen, primär kulturellen Probleme überwinden und in Europa Fuss fassen. Kleinere Anbieter wie Stadler Rail werden in dem wachsenden Markt aber auch künftig ihren Platz haben.

Stadler verdient eine höhere Bewertung als Alstom oder CRRC, da sie mehr Aktionärswert schafft. Die Kapitalrendite liegt im zweistelligen Bereich und übertrifft die Kapitalkosten klar. Positiv ist zudem das dicke Auftragspolster, welches das Geschäft für die nächsten Jahre sichert. Wir sehen nach wie vor Aufwärtspotenzial und halten an der Kaufempfehlung fest.