

sehr gewissenhaft, fundiert und souverän wahrgenommen» zu haben. «Er hat auch unter äusserst widrigen Umständen – mitten in einer negativen Marktentwicklung und beim Swissair-Grounding – hervorragende Arbeit geleistet.»

Doch der Chef, Josef Felder, sei ob all den Aufträgen ein wenig melancholisch geworden, meint ein Weggefährte aus alten Tagen.

Wann genau der Bruch erfolgt sei, möchte man vom Flughafen-CEO wis-

sen. Die Antwort kommt blitzschnell. Im Mai 2000 musste Unique die Piste 28 während neun Wochen sperren, weil der Tunnelbau für das neue Dock Midfield dies verlangte. Erstmals flogen Maschinen den Airport von Süden her an. Die betroffene Bevölkerung reagierte wutentbrannt. Dann implodierte die Swissair. Josef Felder sagt: «Seit dem Grounding der Swissair sind wir in einer Krisensituation und wenden unsere geplanten Szenarien an.»

Die Aussenkommunikation von Unique hielt nicht Schritt mit der Entwicklung am Flughafen und dem inneren Wandel des Managers zum Sanierer. Zu lange noch bevölkerten nach dem Herbst 2001 Grossmannsphantasien die Skripts. Felders zuvor wohlthuend aufgenommene Zurückhaltung wurde plötzlich als Arroganz ausgelegt. Versuche, witzige Bemerkungen in ein Referat einzustreuen, als zynische Absonderungen eines auf blosses Wachstum abonnierten

Flughafen Zürich AG (Unique)

Werte vernichtet – Erwartungen geschürt

Wird das zwischen 2000 und 2003 in den Ausbau des Flughafens Unique zusätzlich investierte Kapital von mehr als einer Milliarde Franken heute als Verschwendung gewertet? Und: Hat der Markt das Vertrauen in das Management verloren?

Die Antworten auf diese Fragen lassen sich nicht allein auf Grund buchhalterischer Gewinnzahlen geben. Umsatzstagnation oder Gewinneinbruch sind für sich alleine nicht aussagekräftig. Wichtiger sind ökonomische Gewinnzahlen – im Wesentlichen der Economic Profit, das Mass für die periodische Wertschöpfung. Der Economic Profit zeigt den operativen Gewinn nach Berücksichtigung der Opportunitätskosten des eingesetzten Eigen- und Fremdkapitals.

Die OLZ & Partners Asset and Liability Management AG in Murten hat für BILANZ die Berechnungen vorgenommen. Das unabhängige Beratungsunternehmen ist auf Corporate-Finance-Fragen (unter anderem Unternehmensbewertung, Anreizsysteme) und Anlagestrategien spezialisiert. Ehemalige Mitarbeiter des Instituts für Finanzmanagement der Uni Bern haben es 2001 gegründet.

Performance 2000–2003

OLZ errechnet, dass der operative Gewinn von Unique im Jahr 2000 ausreichend war, um die Opportunitätskosten des eingesetzten Kapitals zu decken (Economic Profit von 3,3 Millionen Franken). 2001 bis 2003 war dies nicht der Fall. Der Economic Profit fiel negativ aus, weil

Unique viel Kapital investierte, das sich noch nicht gänzlich nutzen liess.

Markterwartungen

Niemand kann mit Bestimmtheit vorhersagen, wie sich der Economic Profit in Zukunft entwickeln wird, aber der Kapitalmarkt hat diesbezüglich Erwartungen. Diese spiegeln sich in der Marktbewertung des Unternehmens. Ein Mass, das bei der Interpretation der Markterwartungen hilft, ist der Market-Value Added (Unternehmenswert minus investiertes Kapital). Der Market-Value Added misst die erwartete Wertschöpfung auf dem investierten Kapital beziehungsweise den erwarteten Wert der Economic Profits. Im Jahr 2000 betrug der Market-Value Added 581,8 Millionen Franken. Der Markt bewertete damals einen in Unique investierten Franken mit 1,34 Franken (siehe Market-to-Capital Ratio).

Der Market-Value Added war im vergangenen Jahr negativ bei einem Wert von minus 444,9 Millionen Franken. Im Vergleich zum Jahr 2000 hat der Markt seine Erwartungen komplett geändert. Einem in

Unique investierten Franken wird heute noch ein Wert von 84 Rappen beigemessen. Widerspiegelt der heutige Aktienpreis tiefe Erwartungen an das Management? Wenn das operative Ergebnis konstant auf dem Niveau von 2003 bliebe, läge der aktuelle operative Wert von Unique bei rund 1,3 Milliarden Franken. Der Markt bewertet das Unternehmen jedoch mit rund 2,3 Milliarden Franken. Die Differenz von einer Milliarde entspricht dem erwarteten Wachstumswert. Der Anteil des Wachstumswerts am Unternehmenswert (44 Prozent) widerspiegelt grosse Erwartungen an die Führung von Unique: Die Anleger fordern vom Management eine massive und nachhaltige Verbesserung des Economic Profit.

Schlussfolgerung

Der Kapitalmarkt wertet die Erweiterung des Flughafens bislang als Fehlinvestition. Das ist aber voreilig. Grund: Es handelt sich um ein langfristiges Infrastrukturprojekt, dessen Wert von der unsicheren Entwicklung des Passagieraufkommens abhängt.

Kennzahlen in Mio. Franken	2000	2001	2002	2003
Unternehmenswert	2 315,52	2 007,86	2 046,14	2 329,58
Investiertes Kapital	1 733,71	2 170,02	2 544,87	2 774,48
Market-Value Added	581,81	-162,16	-498,73	-444,91
Market-to-Capital Ratio	1,34	0,93	0,80	0,84
Aktueller operativer Wert	1 787,86	86,75	704,83	1 300,83
Wachstumswert	527,66	1 921,11	1 341,31	1 028,75
Economic Profit	3,36	-156,34	-139,52	-72,29

Zahlen jeweils per Ende des Jahres