

ANALYSE

Dufry ist in einer ungemütlichen Lage

Der Reisedetailhändler leidet mit der Aviatikbranche. Die Ratingagenturen behalten ihn im Auge. Eine weitere Herabstufung würde die Kreditgeber in Verlegenheit bringen.

Michael Griesdorf
14.04.2020, 03.13 Uhr

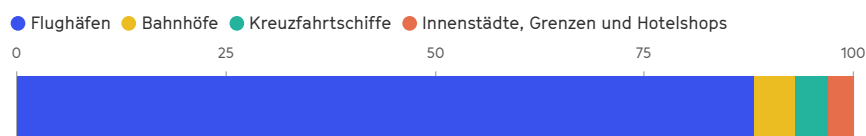
Die Lufthansa malt ein düsteres Bild: «Der Vorstand erwartet keine schnelle Rückkehr der Luftverkehrsindustrie auf das Niveau von vor der Coronakrise», hat die Airline kürzlich in einer Medienmitteilung geschrieben.

Nach Einschätzung von Lufthansa wird es Jahre dauern, bis sich die weltweite Nachfrage nach Flugreisen erholt. Normalerweise befördert die Gesellschaft täglich 350'000 Passagiere. Derzeit sind es weniger als 3000.

Die Situation ist nicht nur für Fluggesellschaften äusserst ungemütlich. Auch für den Duty-Free-Ladenbetreiber Dufry ist die Lage angespannt. Rund 88% seines Umsatzes erzielt er in Flughäfen rund um die Welt (vgl. Grafik). Der Rest entfällt auf Läden auf Kreuzfahrtschiffen, in Innenstädten, Hotels, Bahnhöfen und an Grenzen. Auch hier drücken die Reisebeschränkungen auf die Volumen.

Dufry verdient 88% ihres Umsatzes in Flughäfen

Umsatzanteil Segmente in %



Quelle: Dufry, themarket.ch – Grafik: gri.

Dufry gehört somit zu den grössten Verlierern der Coronakrise. Es

erstaunt deshalb nicht, dass ihr Aktienkurs seit Ausbruch von Covid-19 in den westlichen Ländern rund 66% eingebüsst hat (vgl. Chart). In Investorenkreisen wird gar gerätselt, ob Dufry in absehbarer Zeit eine Kapitalerhöhung durchführen muss.

Auf Anfrage von The Market wollte das Unternehmen dazu keine Stellung nehmen.

Kurs von Dufry bricht wegen Covid-19 ein

Dufry N. in Fr.



Grafik: gri, themarket.ch · Quelle: Bloomberg · Erstellt mit Datawrapper

Doch wie schlecht steht es tatsächlich um das Unternehmen?

Die Kostenbasis von Dufry ist grösstenteils flexibel. Letztes Jahr waren etwas über 60% der liquiditätswirksamen Aufwendungen von rund 8 Mrd. Fr. variabel. Einerseits entfällt, wie bei Retailern üblich, ein grosser Teil der Kosten auf den Einkauf von Waren. Andererseits hat Dufry mit den Flughafenbetreibern Mietverträge unterschrieben, die meistens eine variable Komponente enthalten. Sinkt der Umsatz, fällt also auch ein Teil der Kosten weg.

Weiter ist die Gesellschaft derzeit in Verhandlungen mit den Flughafenbetreibern, um die fixen Kostenbestandteile (minimale jährliche Garantie, MAG) der aktuellen Situation anzupassen. In Asien haben die Gespräche bereits im Januar begonnen. Diskussionen in anderen Regionen der Welt sind am Laufen.

Finanzielle Feuerkraft von fast 1,3 Mrd. Fr.

Mit einem gewissen Entgegenkommen ist durchaus zu rechnen. Die

Konzessionen der Retailer machen im Umsatz der Flughäfen einen gewichtigen Anteil aus, und Dufry ist der weltweit grösste Duty-Free-Betreiber.

Auch die finanzielle Flexibilität ist vorderhand gegeben. Dufry verfügte per Ende 2019 über finanzielle Mittel von rund 550 Mio. Fr. (vgl. Tabelle). Hinzu kommt eine Kreditlinie, über die sich die Gesellschaft noch rund 705 Mio. Fr. beschaffen kann. Zusammen ergibt das eine finanzielle Feuerkraft von nahezu 1,3 Mrd. Fr.

Schulden- und Liquiditätssituation von Dufry

per 31.12.2019

Finanzierungsart	Währung	Verfall	Limite in Mio. Fr.	Verfügbarer Betrag in Mio. Fr.
Befristetes Darlehen 5 Jahre	US-Dollar	2022	678	0
Befristetes Darlehen 5 Jahre	Euro	2022	564	0
Kreditfazilität	Euro	2024	1411	705
Liquidität	Franken	-	-	554
Total finanzielle Feuerkraft (Kreditlinie und Liquidität)	Franken	-	-	1259

Tabelle: gri, themarket.ch • Quelle: Dufry • Erstellt mit Datawrapper

Damit könnte die Gesellschaft schätzungsweise vier bis fünf Monate überleben, auch wenn sie gar keinen Umsatz mehr machen würde. Darin nicht eingerechnet sind allfällige Zugeständnisse der Flughafenbetreiber bei den fixen Mietkosten.

Ratingagenturen rechnen mit Bruch der Covenants

Die Banken sprechen die finanziellen Mittel der Kreditlinie jedoch nicht bedingungslos. Sie unterliegen finanziellen Konzessionen (Covenants). So darf beispielsweise das Verhältnis von Nettoschulden zum operativen Cashflow vor Veränderung des Nettoumlaufvermögens und nach Abzug der Fixkostenbestandteile der Mietverträge (adjustierter operativer Cashflow) nicht grösser als 4,5 sein. Letztes Jahr lag es bei 3,5.

Laut den Ratingagenturen Moody's und S&P – beide haben ihr Rating Ende März auf eine Stufe über dem Prädikat «höchst

spekulativ» gesenkt – werden die Covenants wegen deutlich geringerer Einnahmen 2020 mit hoher Wahrscheinlichkeit verletzt werden.

Theoretisch wäre es möglich, dass die Banken die Kreditlinie bei einer Verletzung der finanziellen Bedingungen stoppen. Wie in Investorenkreisen zu vernehmen ist, sehen sie bislang von einer solchen Massnahme jedoch ab. Laut dem Management verfügt Dufry über langjährige Beziehungen zu allen kreditgebenden Banken. Total sind es an die 25.

Auch S&P und Moody's rechnen derzeit damit, dass die Banken mitspielen werden. Nicht auszuschliessen sind jedoch Anpassungen bei den Konditionen.

IATA ist für die Flugbranche äusserst pessimistisch

Die Berichte von Moody's (Publikation per 25. März) und S&P (18. März) sind nur wenige Wochen alt. Die Annahmen, die dort getroffen wurden, könnten angesichts der sich rasch ändernden Zustände allerdings bereits wieder konservativ sein. Moody's stützt sich auf einen Umsatzrückgang von rund 23% in diesem Jahr. S&P rechnet mit einem Minus von 15%.

Aufhorchen lassen die jüngsten Schätzungen des Airlinebranchenverbands IATA. Er erwartet 2020 einen Rückgang der geflogenen Kilometer pro Passagier um rund 38%.

IATA verweist zudem darauf, dass die Erholung im Vergleich zu früheren Pandemien deutlich langsamer sein wird, weil diesmal eine Rezession folgen könnte. Mit der Rückkehr zur Normalität in sechs oder sieben Monaten, wie das bei Sars im Jahr 2003 der Fall war, rechnen die Aviatikexperten deshalb nicht mehr.

Weitere Ratingreduktion ist nicht ausgeschlossen

Sowohl Moody's als auch S&P schreiben in ihren Berichten, dass weitere Ratingreduktionen anstehen könnten, wenn sich die Krise verschärfen und länger dauern sollte als erwartet und als Folge die Liquidität knapp würde. Ausserdem errechnet Moody's, dass selbst in ihrem Basisszenario die liquiden Mittel im zweiten oder im dritten

Quartal fast abgeschöpft sein werden.

Sowohl die IATA-Zahlen als auch die Aussagen von Lufthansa lassen den Schluss zu, dass zwei der drei vorab genannten Voraussetzungen derzeit gegeben sind. Eine Herabstufung ist ohne zusätzliche Finanzierungsrunde deshalb nicht auszuschliessen.

Ratingänderung hätte Auswirkungen auf die Banken

Die kreditgebenden Banken dürften darauf jedoch wenig erpicht sein. «Finanzinstitute müssen ihre Kredite mit Eigenkapital unterlegen», sagt John Feigl, Partner bei dem auf Finanzierungsberatung spezialisierten Unternehmen Pilfor.

Je tiefer das Rating, desto höher der vorgeschriebene Deckungsgrad. Fällt das Rating von Dufry von heute BB– auf B+, müssen die Banken plötzlich 12% – statt wie bisher 8% – der Kreditsumme mit Eigenmitteln unterlegen.

Eine Möglichkeit wäre ein zusätzlicher Kredit. Doch die Banken leiden selbst unter den sich krisenbedingt verschlechternden Kreditportfolios. «Dadurch allozieren sie Eigenkapital für neue oder erweiterte Kreditengagements zunehmend selektiv», sagt Feigl.

Kapitalerhöhung wäre für die Banken ein bequemer Weg

Bequemer für die Finanzinstitute, die Dufry bereits Kredit gewähren, wäre eine Kapitalerhöhung. Damit liesse sich das Damoklesschwert einer Ratingherabstufung bannen. So gesehen haben die Spekulationen der Investoren durchaus ihre Berechtigung.

Nur dürfte eine Kapitalerhöhung derzeit schwierig zu bewerkstelligen sein. Matthias Hellstern von Moody's schliesst im Interview mit The Market nicht aus, dass Dufry Hilfe vom Staat benötigen wird, um über die Runden zu kommen.

Im Schnitt errechnen die Analysten derzeit ein Kursziel von 58 Fr. je Aktie. Damit lockt der aktuelle Kurs von rund 28 Fr. zum Einstieg. Dennoch rät The Market wegen der vielen operativen und finanziellen Unwägbarkeiten derzeit von einem Engagement in

Dufry ab.



INTERVIEW

«Wir werfen einen genaueren Blick auf die Investitionsgüterhersteller»

Moody's-Analyst Matthias Hellstern sagt, man müsse nun prüfen, wie ABB den Turnaround bewältigen wolle. LafargeHolcim hält er momentan für relativ stabil positioniert.

Andreas Kälin und Ruedi Keller 06.04.2020



MISTER MARKET

Insider greift bei EFG zu – bei Dufry müssen Verwaltungsräte Aktien liquidieren

Bei der Privatbank EFG nutzt ein Verwaltungsrat den Kurssturz, um weitere Aktien zu kaufen. «Margin Calls» bringen derweil Verwaltungsräte des Reisedetailhändlers Dufry in Bedrängnis.

Ruedi Keller 19.03.2020



ANALYSE

Die Langfrist-Auswirkungen von Covid-19 auf Schweizer Unternehmen

Die Coronaviruspandemie wird unser Denken verändern. Dadurch werden neue Trends entstehen, die etliche Chancen und Risiken für Unternehmen bringen. The Market gibt einen Überblick.

Michael Griesdorf 27.03.2020



Copyright © The Market Media AG. Alle Rechte vorbehalten. Eine Weiterverarbeitung, Wiederveröffentlichung oder dauerhafte Speicherung zu gewerblichen oder anderen Zwecken ohne vorherige ausdrückliche Erlaubnis von The Market Media AG ist nicht gestattet.