

ANALYSE

## Was jetzt für den Flughafen Zürich spricht

Die Covid-19-Pandemie hat den Luftverkehr weitgehend lahmgelegt. Doch die Marktposition und die Bilanzstruktur des Flughafens bieten praktisch eine Erholungsgarantie.

Ruedi Keller

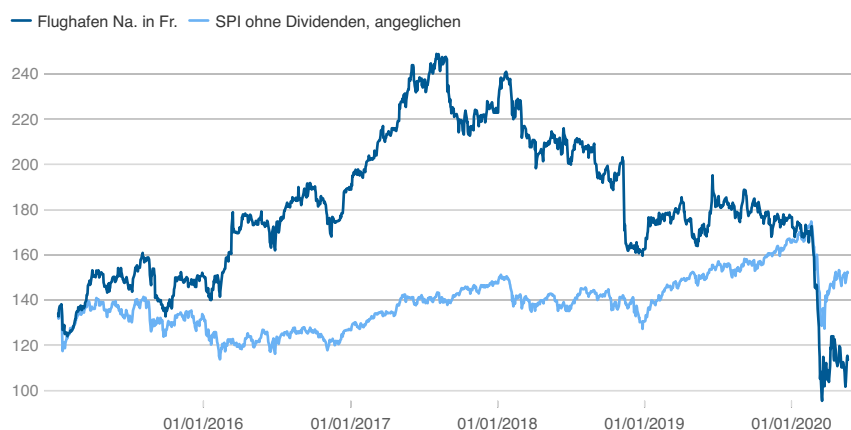
21.05.2020, 02.17 Uhr

Der Flughafen Zürich ist eines der offensichtlichsten Opfer der Covid-19-Pandemie. Der Passagierflugverkehr ist weitgehend zum Erliegen gekommen. Grosse Mietkunden des Flughafens wie der Reisedetailhändler Dufry kämpfen selbst ums Überleben.

Im März ist die Anzahl Passagiere am Flughafen Zürich um gegen zwei Drittel eingebrochen, im April betrug das Minus 99%, und auch für den Mai erwartet der Flughafen noch keine Besserung: «Erste Anzeichen einer Erholung zeichnen sich ab Juni ab», sagt eine Sprecherin.

Die Folge: Mit der Ausbreitung der Pandemie hat sich der Aktienkurs des grössten Schweizer Flughafens fast halbiert. Aktuell steht er 35% unter Jahresbeginn und hinkt dem breiten Markt, gemessen am Swiss Performance Index, deutlich hinterher.

Die Kursentwicklung seit 2015



## **Dividende gestrichen – Herabstufungen folgen**

Zur Sicherung der Liquidität hat der Verwaltungsrat die Ausschüttung der Dividende für das vergangene Geschäftsjahr von 7.10 Fr. je Aktie gestrichen.

Die Ratingagentur S&P hat die Bonität des Flughafens gleichwohl auf «Credit Watch Negative» gesetzt, womit in den nächsten Wochen mit einer Abstufung gerechnet werden muss. Bereits am Mittwoch vollzogen haben diesen Schritt die Kreditanalysten der Zürcher Kantonalbank.

Die Schlagzeilen sprechen wahrlich nicht für ein Engagement in den Titeln des Flughafens. Bei genauerer Betrachtung eröffnet aber gerade das Chancen.

## **Weiterhin anlagewürdig**

Die Herabstufungen der Kreditanalysten geschehen von einem derart hohen Niveau aus, dass sie in keinsten Weise ein Warnsignal senden. Im Gegenteil: Sie bestätigen weiterhin die hohe Anlagewürdigkeit des Flughafens.

Das Rating für den Flughafen von S&P steht derzeit noch bei AA–. Selbst nach der Herabstufung am Mittwoch vergibt die ZKB noch die Note A+.

Wie lange die Krise dauert, ist zwar offen. So gut wie fest steht aber bereits jetzt: Der Flughafen Zürich ist so grundsollide aufgestellt, dass er die Situation aus eigener Kraft wird bewältigen können.

Wie solide die Kennzahlen sind, illustriert das Verhältnis des Cashflows vor Veränderungen des Umlaufvermögens (Funds from Operations, FFO) zur Nettoverschuldung, das gemäss S&P wegen Corona von zuvor geschätzten 40 bis 45% in Richtung eines Schnitts von 35% tendieren könnte. Dies würde eine Herabstufung auslösen.

Doch selbst unter dieser Annahme wäre der Flughafen noch in der Lage, seine gesamte Nettoverschuldung innerhalb von drei Jahren abzubauen. «Mit Blick auf die Krise ist das ein hervorragender

Wert», sagt ein Kreditexperte. Der Blick auf die Bilanzstruktur zerstreut bei ihm jegliche Zweifel, dass der Flughafen wegen der Coronakrise in finanzielle Bedrängnis geraten könnte.

## Solide Bilanz

Der Flughafen Zürich weist doppelt so viel Eigenkapital auf wie Nettoschulden. Für den Fall operativer Verluste, die derzeit allerdings niemand erwartet, steht ein Polster von 2,5 Mrd. Fr. an eigenen Mitteln zur Verfügung.

Doppelt so viel Eigenkapital wie Schulden

in Mrd. Fr.

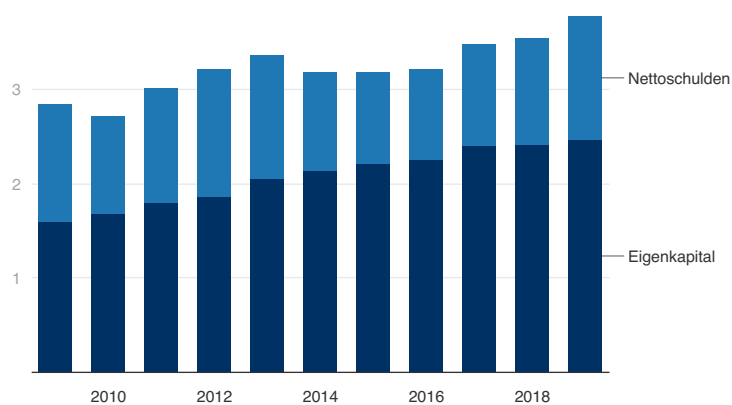


Chart: rk • Source: Bloomberg, themarket.ch • Created with [Datawrapper](#)

Dazu gesellt sich die Systemrelevanz des Flughafens: Angesichts der staatlichen Unterstützungsmassnahmen für die Luftfahrt und die flughafen Betriebe im Umfang von gegen 1,9 Mrd. Fr. würde auch der Flughafen selbst nicht fallen gelassen. Er ist das Schweizer Infrastrukturzentrum der Branche, und der Kanton sowie die Stadt Zürich zählen mit 33,3 respektive 5,1% zu den Grossaktionären.

Mit Blick auf die finanzielle Solidität der eigenen Bilanz geht das Management des Flughafens allerdings gar nicht davon aus, staatliche Unterstützung zu beanspruchen. Es erwartet, dass die Empfänger solcher Stützungsgelder – also zum Beispiel die Swiss – sie auch für vertraglich geschuldete Leistungen einsetzen, wie der Flughafen sie ihnen zur Verfügung stellt.

## Ebitda-Marge von 50%

Das Geschäftsmodell des Flughafens ist robust, auch wenn der Druck

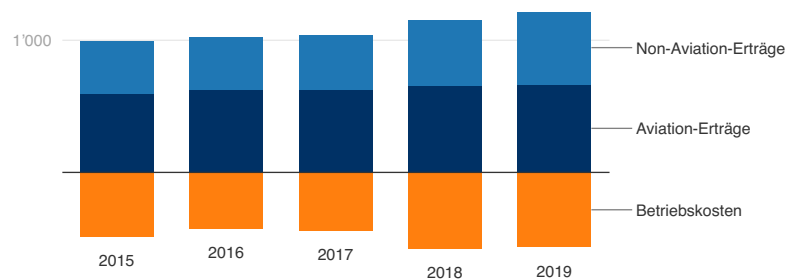
momentan kaum grösser sein könnte: Der Branchenverband IATA rechnet mit Blick auf das Gesamtjahr, dass sich in der Luftfahrt die Einnahmen pro Passagier und Kilometer mehr als halbieren werden.

Verlässliche Schätzungen sind allerdings kaum möglich. Eine Guidance für die Geschäftsentwicklung bis Ende Jahr gibt der Flughafen in Anbetracht der grossen Unsicherheit auch auf Anfrage nicht bekannt.

Der Blick auf vergangene Jahre illustriert jedoch, wie viel es brauchen würde, um das Unternehmen in die Verlustzone zu treiben: Die Einnahmen aus dem Fluggeschäft werden um zusätzlichen Ertrag aus Konzessionen für Duty-Free-Läden und Werbeflächen, Parkgebühren, Liegenschaftserträge sowie internationale Engagements ergänzt.

### Doppelt so hohe Einnahmen wie Kosten

in Mio. Fr.



Grafik: rk • Quelle: Unternehmen, themarket.ch • Erstellt mit [Datawrapper](#)

Den Einnahmen stehen Betriebskosten gegenüber, die sich in normalen Zeiten auf kaum die Hälfte summieren. Daraus resultiert eine attraktive Ebitda-Marge von meist über 50%.

Zum aktuellen Zeitpunkt rechnen die Analysten jedoch nicht annähernd damit, dass der Flughafen dieses Margenpolster ausschöpfen muss. Im Schnitt gehen sie für das laufende Jahr zwar von einer Delle aus. Sie erwarten jedoch noch immer einen Gewinn von fast 100 Mio. Fr., was gut 1.80 Fr. je Aktie entspricht.

### Jahrelange Erholungsphase

Wie schnell die Erholung greifen kann, ist jedoch kaum

vorhersehbar: «Wir sehen eine langsame Erholung des Flugbetriebs ab Juni», schreibt die Flughafensprecherin. Die Öffnung erster Grenzen zeichne sich momentan ab, verschiedene Airlines würden ihren Flugplan ab Juni sukzessive ausbauen. «Es wird möglicherweise mehrere Jahre dauern, bis wir das Niveau von 2019 wieder erreichen, besonders im interkontinentalen Flugverkehr.»

Die Analysten rechnen damit, dass der Flughafen ab 2023 an das Vorkrisenniveau wird anknüpfen können.

### Erwartete Normalisierung des Gewinns

Bereinigter Gewinn je Aktie in Fr., Konsensschätzung ab 2020

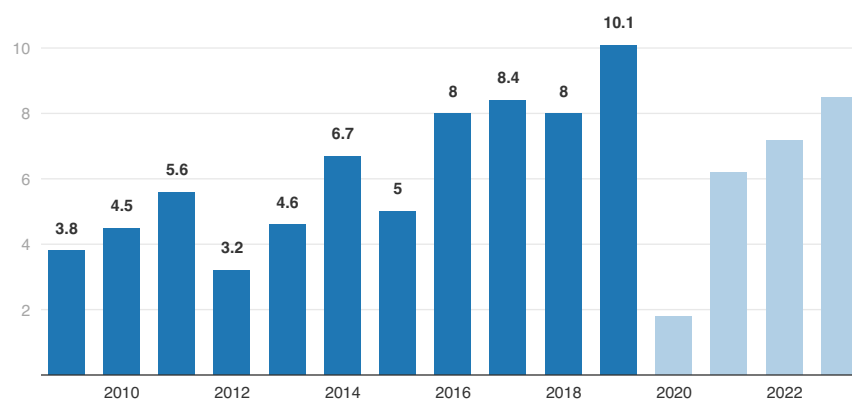


Chart: rk • Source: Bloomberg, themarket.ch • Created with [Datawrapper](#)

Die Schätzungen sind angesichts der ausserordentlichen Lage mit grossen Unsicherheiten verbunden: Der Flughafen hat für seine Mietflächen zwar vertragliche Mindestmieten festgelegt. Gemäss der Sprecherin werden sie für die Zeit der behördlich verordneten Schliessung vom 17. März bis 19. April für Verkaufsflächen erlassen. Seit kurzem seien auf der Landseite nun aber fast alle Kommerzeinheiten wieder offen. Auf der Luftseite – also nach der Sicherheitskontrolle – würden die Läden entlang der Entwicklung des Passagierolumens wiedereröffnet.

Im Gegenzug sind die Mitarbeiter des Flughafens seit Mitte März in Kurzarbeit, wobei noch nicht abschätzbar sei, für wie lange. Von aussen sind diese Sondereinflüsse auf die Erfolgsrechnung kaum abzuschätzen.

**«Monatsverlust im tiefen zweistelligen Millionenbereich»**

Eine Gewährsperson will allerdings vernommen haben, dass der Flughafen im April – dem bislang schlimmsten Monat – einen Verlust von lediglich 15 Mio. Fr. eingefahren hat. Die Flughafensprecherin schreibt dazu: «Unser monatlicher Verlust während des Lockdowns bewegt sich in einem tiefen zweistelligen Millionenbereich – konkreter können wir nicht werden.»

Ein weiterer Unsicherheitsfaktor ist die künftige Gebührenstruktur. Die historisch hohe Ebitda-Marge hat den Flughafen Zürich nämlich unter Druck gebracht, seine Dienstleistungen den Fluggesellschaften künftig günstiger anbieten zu müssen, voraussichtlich ab 2021.

«Die Gebührenverhandlungen haben Anfang März begonnen», bestätigt die Sprecherin. Die aktuelle Lage bringe aber grosse Unsicherheit: «Eine deutliche Senkung der Gebühren, wie wir sie vor der Krise erwartet haben, ist aufgrund des massiven Einbruchs der Passagierzahlen im laufenden Jahr und der erwarteten Dauer der Erholung nicht angemessen.»

Offen ist zudem, wie der Flughafen geplante Investitionen umsetzen wird. Für Zürich waren für 2020 Investitionen von 300 Mio. Fr. geplant, wobei rund die Hälfte davon auf Unterhaltsarbeiten entfällt.

Die grössten Investitionen sind jedoch für den zweiten Hauptstadtflughafen von Delhi vorgesehen, für dessen Betrieb der Flughafen Zürich 2019 eine vierzigjährige Konzession ersteigert hat. Bis 2024 sind dort Investitionen von 650 Mio. Fr. eingeplant.

Da der Konzessionsvertrag jedoch noch nicht unterschrieben ist, könnte der Flughafen Zürich gegen eine Konventionalstrafe aussteigen. Eine Quelle nennt dafür einen Preis von 15 Mio. Fr.

### **«Am Flughafen Delhi wird festgehalten»**

«Rechtlich gesehen könnten wir derzeit noch aussteigen», schreibt die Sprecherin, bestätigt jedoch: «Der Flughafen Zürich hält am Projekt fest.» Trotz des herausfordernden Umfelds bleibe das Engagement unverändert. «Wir sind derzeit in Gesprächen mit den Behörden, um gemeinsam zu evaluieren, wie sich die Pandemie auf die Zeitpläne für das Projekt auswirken wird.»

Grundsätzlich lautet die Devise beim Flughafen derzeit: Kurzfristig liegt das Hauptaugenmerk auf der Liquidität und der Finanzierung des Unternehmens. «Mittel- bis langfristig gehen wir jedoch davon aus, dass der internationale Flugverkehr zu Wachstum zurückfinden wird. Danach richten wir unsere Investitionsplanung.»

### **The Circle vor dem Abschluss**

Auf jeden Fall fertiggestellt werden soll das Immobilienprojekt The Circle beim Flughafen Zürich, dessen Eröffnung schrittweise ab Herbst vorgesehen ist. Zusammen mit einem weiteren Immobilienprojekt waren für das laufende Jahr zusätzliche Mieteinnahmen von rund 30 Mio. Fr. geplant.

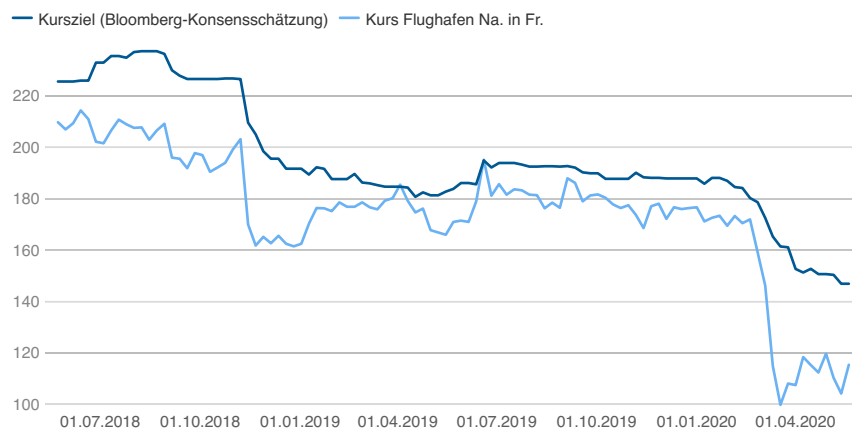
«Aufgrund der Coronakrise erwarten wir in gewissen Bereichen zwar Verspätungen von zwei bis drei Monaten», schreibt die Sprecherin. Das Projekt sei aber auf Kurs, und «wir werden wohl schon in den kommenden Wochen neue Mietverträge verkünden können».

### **30% Kurspotenzial**

Zwei Fondsmanager, die beide die Titel in ihrem Portfolio halten, sehen den fairen Wert der Aktie bei rund 150 Fr. Davon entfallen gut 120 Fr. auf die Perspektive eines sich normalisierenden Flugeschäfts und zusätzlich rund 30 Fr. auf den künftigen Mietertrag aus The Circle.

Diese Einschätzung deckt sich mit dem Konsens der Analysten, die im Schnitt mit Blick auf zwölf Monate ein Kursziel von gegen 150 Fr. setzen. Die aktuelle Notierung bei rund 115 Fr. lässt also rund 30% Kurspotenzial erwarten.

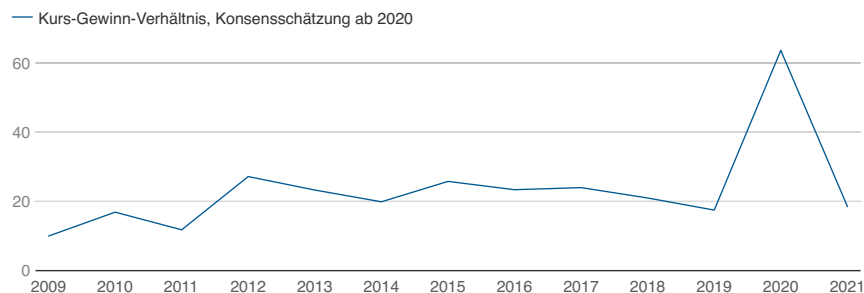
## Es eröffnet sich Potenzial



Grafik: rk • Quelle: Bloomberg, themarket.ch • Erstellt mit [Datawrapper](#)

Die Bewertung anhand des Kurs-Gewinn-Verhältnisses zeigt zwar ein kurzfristig ungünstiges Bild. Die Kennzahl ist angesichts der derzeitigen Schätzungsunsicherheiten jedoch wenig verlässlich. Zudem wird der Gewinn im laufenden Jahr krisenbedingt abnormal tief ausfallen.

## Kurzfristig erhöhte Gewinnbewertung

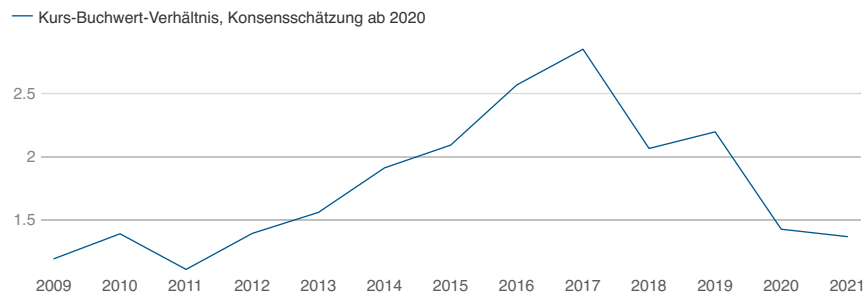


Grafik: rk • Quelle: Bloomberg, themarket.ch • Erstellt mit [Datawrapper](#)

Aussagekräftiger ist die Bewertung in Bezug zum Buchwert, und hier zeigt sich: Die Aktie des Flughafens war seit 2013 nie günstiger zu haben als heute.



## Sinkende Bewertung zum Buchwert



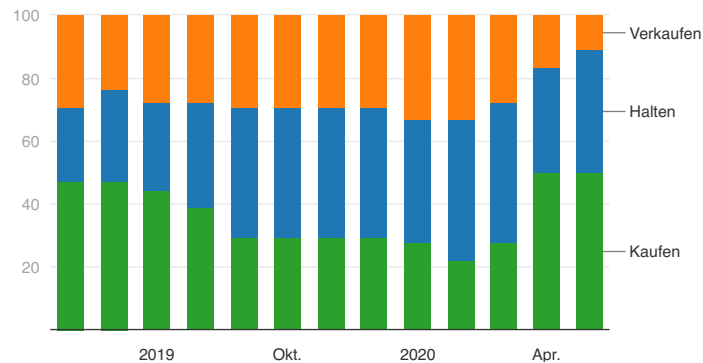
Grafik: rk • Quelle: Bloomberg, themarket.ch • Erstellt mit [Datawrapper](#)

## Mehr Kaufempfehlungen denn je

Trotz der Krise empfiehlt die Hälfte der achtzehn von Bloomberg erfassten Analysten, die den Flughafen Zürich abdecken, die Aktie jetzt zum Kauf. Nur zwei raten, sie abzustossen.

## Kaufempfehlungen nehmen zu

Monatliche Entwicklung der von Bloomberg gesammelten Analysteneinschätzungen seit Mai 2018 in %.



Grafik: rk • Quelle: Bloomberg, themarket.ch • Erstellt mit [Datawrapper](#)

The Market stimmt in diesen Chor ein: Der Flughafen durchlebt zwar die schwerste Krise seit dem Grounding der Swissair im Herbst 2001. Dank robuster Bilanz wird er sie aber meistern können, aller Voraussicht nach ohne verwässernde Kapitalerhöhung.

Dies erhält die positiven Aussichten für die Zeit nach Covid-19 aufrecht – trotz aller Herausforderungen, die die Pandemie für den Luftverkehr noch bringen wird.



#### MR MARKET

### Dufry wagt den Befreiungsschlag

Der Reisedetailhändler beschafft sich über 1 Mrd. Fr. liquide Mittel. Die Aktien werden attraktiver. Viele Unwägbarkeiten bleiben jedoch bestehen.

Michael Griesdorf 23.04.2020



#### MEINUNG

### Swiss versus Swissair: viele Parallelen, ein entscheidender Unterschied

Knapp 19 Jahre nach dem Fanal des Groundings muss sich die Schweiz wieder mit dem Überleben ihrer Airline befassen. Die beiden Fälle haben mehr gemeinsam, als es oberflächlich betrachtet erscheint.

Mark Dittli 05.05.2020



#### INTERVIEW

### «Ich hoffe, wir lassen alle diese Zombiefirmen bankrottgehen»

Jonathan Tepper, Chefinvestor von Prevatt Capital, warnt, dass die beispiellosen Stimulusmassnahmen der Notenbanken das Finanzsystem noch anfälliger machen. Er befürwortet eine zügige Öffnung der Wirtschaft und sieht Chancen in Aktien von reisenahen Unternehmen wie dem Flughafen Zürich.

Christoph Gisiger 17.04.2020



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.