

ANALYSE

## Airlines: Der letzte Reopening Trade?

Die Erholung der Luftfahrt läuft. Dennoch notieren Aktien europäischer Airlines teilweise erst auf der Hälfte des Vorkrisenniveaus. Angesichts einer sich zuspitzenden Schuldenlage müssen Anleger aber selektiv vorgehen.

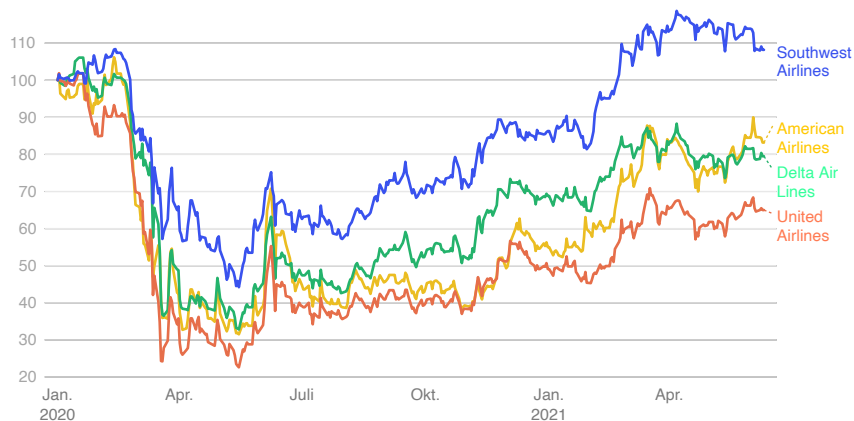
Ruedi Keller

14.06.2021, 03.32 Uhr

Sommerzeit ist Flugreisezeit. Die Buchungen für innereuropäische Flüge haben im jüngsten Wochenvergleich fast zehn Prozentpunkte angezogen. Und die Politik macht vorwärts: Ab 1. Juli sollen sowohl das europäische als auch das Schweizer Covid-Zertifikat vorliegen, das innereuropäisches Reisen wieder erleichtern soll.

Die Aktien der grossen US-Fluggesellschaften zeigen an, wohin die Reise gehen könnte: In Erwartung eines baldigen Endes des Cashburns haben sie mit kräftigen Kursavancen den breiten Markt deutlich hinter sich gelassen und stehen seit Jahresbeginn im Schnitt 30% höher.

Die Kursentwicklung amerikanischer Airlines

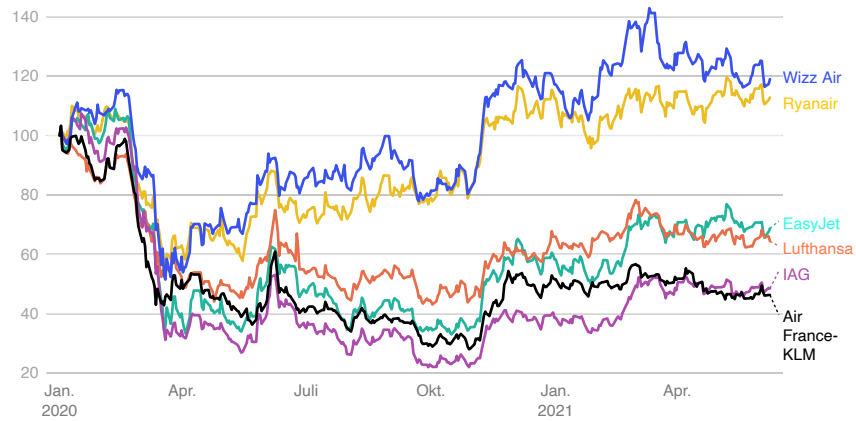


Grafik: themarket.ch • Quelle: Bloomberg • Erstellt mit Datawrapper

Die Aktien europäischer Fluggesellschaften hingegen hinken nicht nur der Entwicklung der US-Konkurrenz hinterher, sondern haben mit einem Kursgewinn seit Jahresbeginn von im Schnitt knapp 4% auch mit der allgemeinen Börsenentwicklung nicht Schritt halten können. Teilweise notieren Airline-Aktien noch immer zur rund der Hälfte des Vorkrisenniveaus, was die Frage aufwirft, ob die Aktien europäischer Fluggesellschaften den womöglich letzten Reopening

## Trade bieten?

### Die Kursentwicklung europäischer Airlines



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

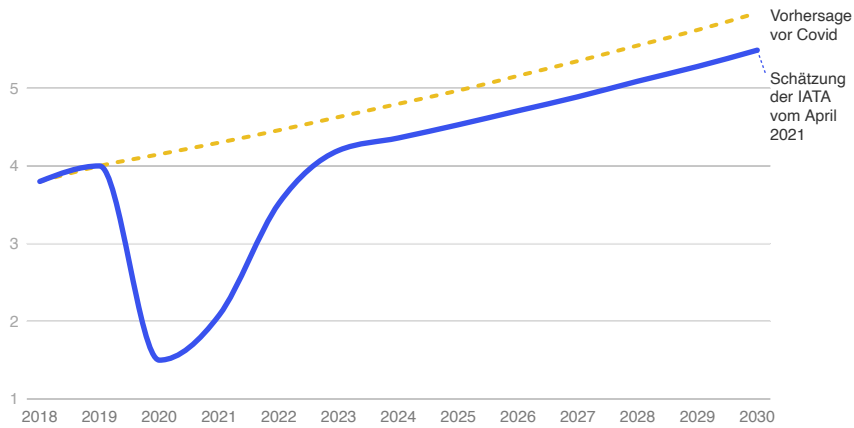
Die International Air Transport Association (IATA) stellt ab diesem Jahr tatsächlich eine starke Erholung des Luftverkehrs in Aussicht. Doch langfristig sieht sie keine restlose Erholung auf die Projektionen von vor der Krise. Zudem hat der Verband bislang die Prognosen mit jedem Update etwas zurücknehmen müssen.

Derzeit erwartet die IATA, dass die Einnahmen je Passagier und Kilometer (RPK) bis Ende Jahr 43% des Niveaus von 2019 erreichen werden. Noch im April standen die RPK 65% tiefer als im Vergleichsmonat 2019: ein Minus von 87% bei internationalen Flügen und minus 26% für Inlandflüge.

Für das laufende Jahr heisst das gemäss IATA, dass die Einnahmen der Fluggesellschaften noch immer weniger als die Hälfte des Vorkrisenjahres erreichen werden. Mit einer Erholung auf das Niveau von 2019 rechnet der Verband erst im Verlauf von 2023.

## Erholung, aber nicht auf den Prognosepfad vor Covid

Das globale Flugvolumen in Mrd. Passagiere

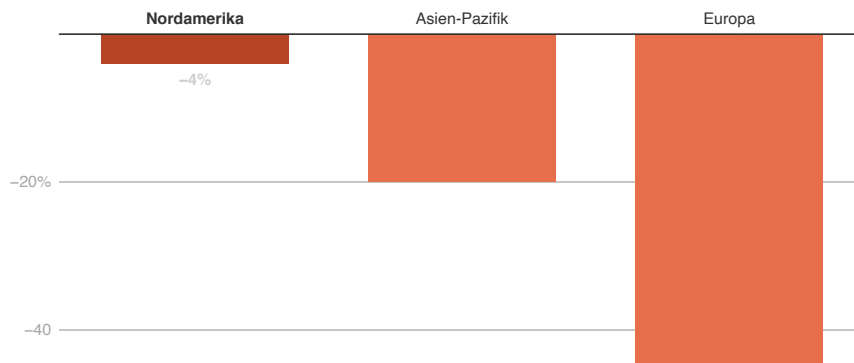


Grafik: themarket.ch • Quelle: IATA • Erstellt mit [Datawrapper](#)

Die Erholung läuft je nach Weltregion zudem sehr unterschiedlich schnell: In einem Blick auf die Erfolgsrechnungen von 26 Fluggesellschaften stellt die IATA fest, dass der freie Cashflow bei den US-Airlines im zweiten Quartal 2021 im Schnitt wieder in den positiven Bereich drehen sollte. Im Verlauf des zweiten Halbjahrs sollte so die Gewinnschwelle erreichbar werden – falls sich der positive Buchungstrend für Inlandflüge fortsetzt. Bei den europäischen Anbietern klaffte im ersten Quartal beim freien Cashflow indes noch immer ein Minus von 45% des Umsatzes.

## Europäische Airlines verlieren weiter massiv Geld

Freier Cashflow im ersten Quartal 2021 in % des Umsatzes



Grafik: themarket.ch • Quelle: IATA • Erstellt mit [Datawrapper](#)

Die Krise trifft nicht alle Fluggesellschaften gleich stark. Sowohl der Aktienchart zu den US-Gesellschaften als auch die Kursentwicklung der europäischen Airlines zeigen, dass die Aktien von Billigfliegern wie die amerikanische Southwest Airlines, die irische Ryanair und die ungarische Wizz Air bereits über das Vorkrisenniveau hinaus tendieren.

Die Aktien der grossen Netzwerkanbieter wie Air France-KLM,

deutsche Lufthansa oder International Airlines Group (IAG) mit den Fluggesellschaften British Airways und Iberia haben sich jedoch kaum von der Krise erholt.

### Kurzstrecken gehen zuerst auf

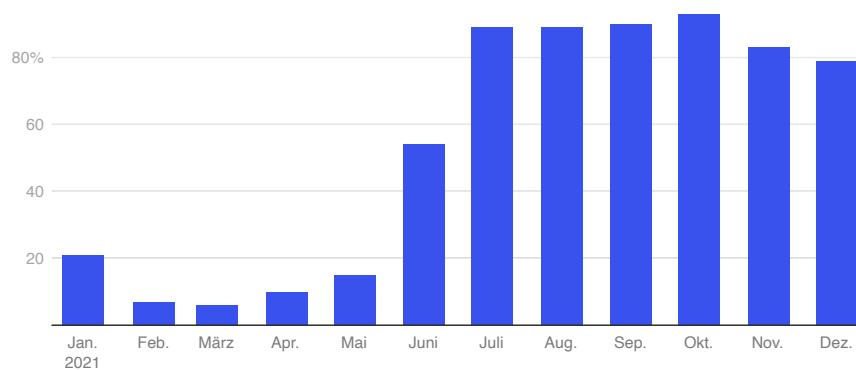
Das kursmässige Auseinanderdriften ist kein Zufall und ergibt sich mitunter aus der Aufteilung von Kurzstrecken- und Langstreckenflügen. Bei den Billigfliegern stehen Erstere im Zentrum, während die Netzwerkanbieter auf Letztere setzen.

Die global unterschiedliche Erholung aus Covid und die deshalb weiter bestehenden Reisebeschränkungen haben zur Folge, dass Kurzstreckenflüge viel schneller wieder aufgenommen werden können als die interkontinentalen Verbindungen.

Die Billigflieger zeigten in der Krise zudem eine viel grössere Flexibilität im Kapazitätsmanagement ihrer Flotten als die traditionellen Fluggesellschaften, was ebenso mit Blick auf die Wiederinbetriebnahme erwartet wird.

### Kapazitätsplanung von Ryanair

Kapazität (ASK) im Vergleich zu 2019

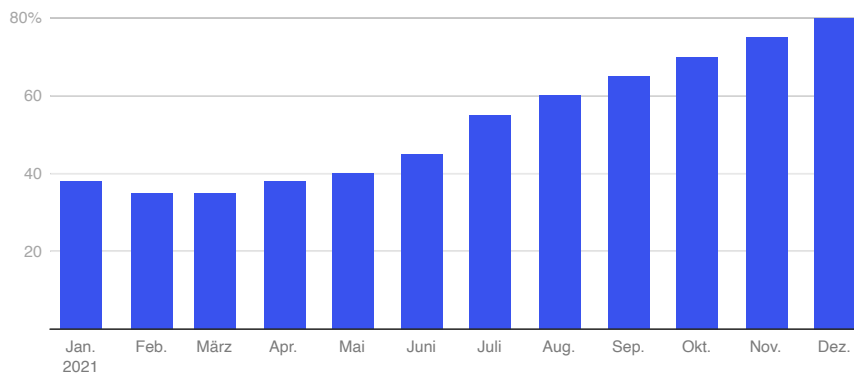


Quelle: Dlio, Bank of America • Erstellt mit [Datawrapper](#)

Ryanair hat die Kapazität gemessen am Sitz pro Kilometer (ASK) im März auf bis zu 6% des Niveaus von 2019 reduziert und plant, sie für die Sommermonate nun wieder auf gegen 90% hochzufahren. Bereits ab Herbst soll die Kapazität dann erneut reduziert werden.

# Kapazitätsplanung von Lufthansa

Kapazität (ASK) im Vergleich zu 2019



Quelle: Lufthansa • Erstellt mit [Datawrapper](#)

Lufthansa hat ihre Flugkapazitäten Anfang 2021 lediglich auf rund 35% reduziert und will sie nun graduell wieder hochfahren. Im Sommer sollen 60% erreicht werden, gegen Jahresende ist eine Erhöhung auf gegen 80% angepeilt.

Der Grund für das unterschiedliche Vorgehen liegt auch hier in der Flottenzusammensetzung: Während sich Ryanair auf die innereuropäischen Ferienflüge vorbereitet, plant Lufthansa bereits für die Langstreckenflüge. Dass Ersteres bald anziehen werden, ist wahrscheinlich, wann danach die interkontinentalen Flugrouten aufgehen und wie stark die Flotten ausgelastet sein werden, ist hingegen unklar.

## Was wird aus der Business Class?

Weit auseinander gehen auch die Einschätzungen, wie gross künftig der Anteil der Business-Flüge sein wird – ob sie also nach der Pandemie zurückkommen oder durch virtuelle Meetings ersetzt werden.

Schätzungen von Moody's sehen eine mögliche Einbusse aus dieser für die traditionellen Fluggesellschaften wichtigen Einnahmequelle von 10 bis 30% gegenüber dem Vorpandemieniveau. Gleichzeitig erwartet die Agentur aber, dass die Airlines sich anpassen werden: Bei einem Rückgang der Flüge in der Business Class zum Mittelwert des Szenarios müssten die Gesellschaften Kostenmassnahmen im Umfang von 2,5% ergreifen und die Preise für andere Flugklassen um gut 6% anheben, um den Ausfall zu kompensieren, rechnet Moody's vor.

Das erscheint zwar grundsätzlich machbar. Gemäss Airbus-Chef Guillaume Faury planen die Airlines aktuell aber weiterhin mit

gleich vielen Sitzen in der Business Class wie vor der Pandemie. Zudem setzen sie auf die Premium-Economy, die unter anderem mehr Beinfreiheit bietet.

Per Ende Mai lagen die durchschnittlichen Ticketpreise für Kurzstreckenflüge allerdings noch 16% unter 2019. Für Langstreckenflüge betrug der Abschlag gar 35%. Angesichts dieser Werte dürfte es eine Weile dauern, bis über Komfortsteigerungen Preiserhöhungen durchsetzbar sind, die über das Vorkrisenniveau hinausreichen. Ausserdem werden steigende CO<sub>2</sub>-Abgaben das Fliegen künftig zusätzlich verteuern.

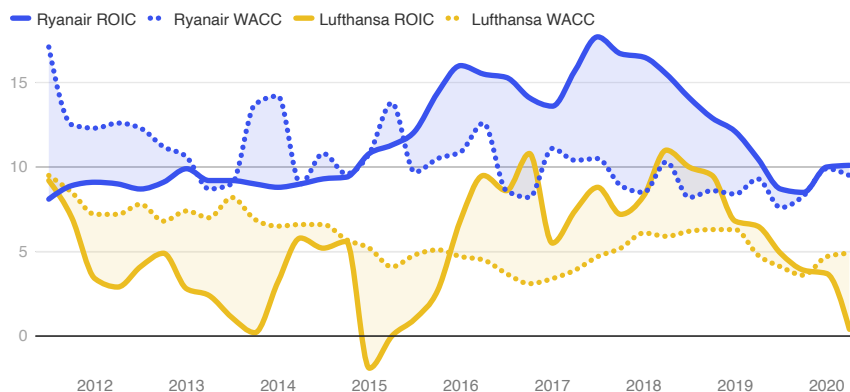
## Effizientere Billigflieger

Das grundsätzlich andere Geschäftsmodell der Billigflieger, das im Vergleich zu den Netzwerkanbietern viel flexibler und kostenbewusster ist, führte in der Vergangenheit im Vergleich immer zu höheren Renditen auf das investierte Kapital (ROIC).

In den zehn Jahren vor Covid hat beispielsweise Lufthansa im Schnitt einen ROIC von weniger als 6% erwirtschaftet. Bei Ryanair steht der Wert bei mehr als 10%.

### Ryanair wirtschaftet profitabler als Lufthansa

Zehnjahresvergleich bis zum Coronausbruch im ersten Quartal 2020



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

Dass die gewichteten Kapitalkosten (WACC) bei Lufthansa viel tiefer veranschlagt werden als bei Ryanair, liegt an der Bilanzstruktur: Ryanair hatte bis vor der Krise kaum Schulden, während die Nettoschulden der Lufthansa das Eigenkapital bereits vor der Krise überstiegen haben.

Mit der Krise hat sich die Situation der unterschiedlichen Bilanzstrukturen der Billiganbieter und der unter staatlicher

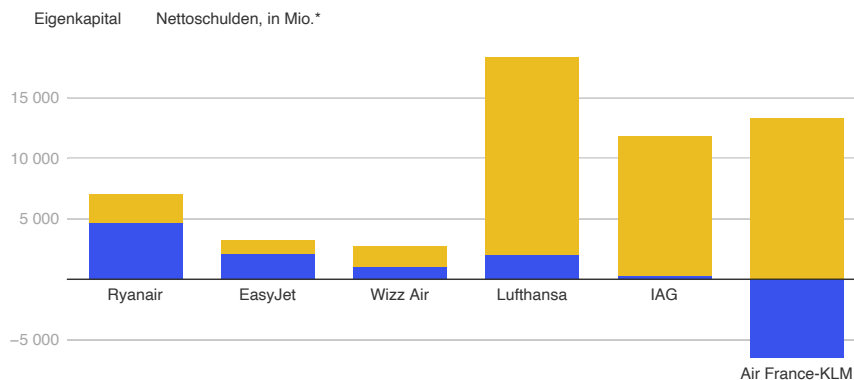
Einflussssphäre befindlichen Netzwerkanbieter zudem dramatisch akzentuiert.

## Schulden nehmen überhand

Die Pandemie hat der Industrie im Jahr 2020 einen Schuldenanstieg um mehr als 220 Mrd. \$ auf über 650 Mrd. \$ beschert. Aus Sicht der Kreditanalysten, die das Eigenkapital und die Nettoverschuldung der Unternehmen um ausserbilanzielle Posten – Pensionsverpflichtungen, Garantien und Leasing (bei Fluggesellschaften, die die Flugzeuge fast immer leasen, ist das ein bedeutender Posten) – adjustieren, zeigt sich per Ende des ersten Quartals 2021 ein eindrückliches Bild:

Die Schuldenlast der traditionellen Airlines wird erdrückend

Sortiert nach dem Verhältnis von Nettoschulden zu Eigenkapital (Gearing)



\*in Lokalwährungen, adjustiert um Pensionsverpflichtungen, Garantien und Leasing

Grafik: themarket.ch • Quelle: Moody's, S&P, Piffor • Erstellt mit [Datawrapper](#)

Die Billiganbieter Ryanair und EasyJet verfügen noch immer über klar mehr Eigenkapital als Nettoschulden und haben damit ein Gearing (Nettoschulden/Eigenkapital) von rund 50%. Die traditionellen Airlines hingegen operieren derzeit fast nur noch mit Fremdkapital. Das Gearing von Lufthansa beträgt gegen 800%, bei IAG sind es 3600%. Bei Air France-KLM ist selbst das Eigenkapital mit –6,5 Mrd. € in den Miesen, was die Schuldenlast zusätzlich erhöht. Um zu einem positiven Eigenkapital zu kommen, sind gar weitere Milliarden nötig.

Das Verdikt der Ratingagenturen S&P und Moody's ist eindeutig: Der Ausblick für die Bonitätseinschätzungen aller europäischen Airlines ist derzeit negativ. Die Billigflieger halten jedoch alle noch Ratings im Bereich von Investment Grade, während die Bonitätsnoten für Lufthansa und IAG sich bereits im spekulativen Bereich befinden. Air France–KLM hat kein Kreditrating einer grossen Agentur, muss jedoch als überschuldet eingestuft werden.

Bereits im ersten Quartal des Jahres haben sich Lufthansa, IAG, Wizz Air und EasyJet frisches Geld in Milliardenhöhe besorgt. Im Mai folgte Ryanair. Lufthansa hat sich am 5. Mai von den Aktionären zudem eine Kapitalerhöhung um 5,5 Mrd. € genehmigen lassen, wobei die Aufnahme einer ersten Tranche davon noch in diesem Jahr erwartet wird.

Die Liquidität der Airlines scheint damit vorerst zwar gesichert. Moody's errechnet anhand des Cashburns, dass alle den Betrieb mindestens 400 Tage lang werden finanzieren können. Die Agentur erwartet angesichts negativer Cashflows, die womöglich bis ins Jahr 2022 anhalten könnten, aber weitere Schuldenaufnahmen, was die Bilanzen weiter schwächen wird.

Gemäss Schätzung von Moody's dürfte die Schuldenlast der traditionellen Airlines per 2023 auf das Vier- bis Siebenfache des Ebitda steigen. Für die Billiganbieter dürfte sie dann bei rund dem Dreifachen stehen, bevor wieder eine Entspannung erwartet wird. Werte, die klar über drei liegen, deuten gemeinhin auf eine angespannte Finanzlage hin – und können die Aufnahme neuer Eigenmittel bedingen.

### **Was zeigen die Aktienkurse?**

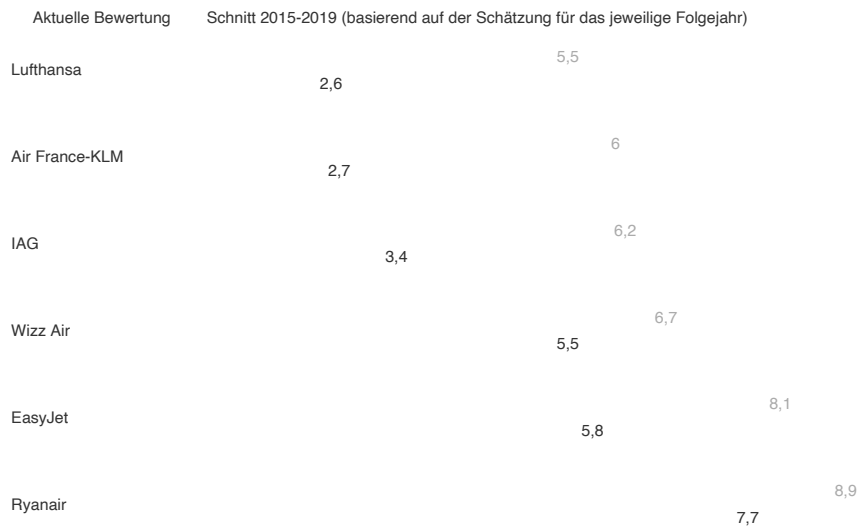
Die aktuellen Börsenbewertungen der europäischen Airline-Aktien scheinen die drei betrachteten Punkte – Kapitalrendite, Erholungsperspektive und Bilanzqualität – nur teilweise zu reflektieren.

In der Grafik wird die Bewertung anhand des Verhältnisses von Unternehmenswert zum geschätzten, bereinigten Ebitda für das Jahr 2022 gemäss Bloomberg-Konsensschätzung dargestellt. Denn angesichts der bis 2022 oder teilweise darüber hinaus erwarteten Verluste kann der Kurs nicht ins Verhältnis zur Gewinnentwicklung gestellt werden.



## Airline-Aktien handeln derzeit zu einem Aufschlag gegenüber der eigenen Bewertungshistorie

Verhältnis von Unternehmenswert zum Ebitda 2022 (Bloomberg-Konsensschätzung)



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

Gemeinsam ist allen sechs Airline-Aktien, dass sie derzeit zu einer deutlich höheren Bewertung notieren als im historischen Schnitt. Der Grund liegt in der Erholung, die in Aussicht steht: Wenn der Ebitda ab 2022 wie erwartet weiter steigt, sollte das auch den Bewertungsparameter wieder auf normalere Werte zurückführen.

Deutlich spiegelt die Bewertung zudem das höhere, im Schnitt zweistellige Profitabilitätsniveau, das die Billigairlines in den Jahren vor der Krise gemessen am ROIC erreicht haben. Die Aktien von Ryanair, EasyJet und Wizz Air handeln sowohl historisch als auch aktuell zu höheren Vielfachen als die Aktien der traditionellen Fluggesellschaften, deren Profitabilität deutlich tiefer liegt, insbesondere bei Lufthansa und Air France-KLM.

Zu hinterfragen ist allerdings die unterschiedlich grosse Differenz der aktuellen Bewertungen zu den historischen Werten: Zwar dürften die traditionellen Fluggesellschaften länger brauchen, bis ihre Langstreckennetze wieder funktionieren und die Gewinne anziehen. Das erklärt einen Teil ihrer stärkeren Bewertungsexpansion, die in diesem Fall vorübergehend wäre. Da Aktien der Netzwerkanbieter aber gleichzeitig zu den schwächsten zählen, ist der Effekt gleich doppelt akzentuiert.

### Verwässerung mitbedenken

Kaum berücksichtigt in den Kursen scheint indes das Solvenzrisiko. Bis die Netzwerkanbieter in vielleicht drei Jahren wieder zurück auf ihr angestammtes Profitabilitätsniveau finden, dürften ihre Bilanzen

so angespannt sein, dass Kapitalerhöhungen unumgänglich scheinen. Angekündigt hat einen solchen Schritt neben Lufthansa bereits auch Air France–KLM, wobei Umfang und Zeit noch offen sind.

Welche Verwässerung daraus auf die Aktionäre zukommen könnte, illustriert folgendes Beispiel: Lufthansa hat derzeit eine Marktkapitalisierung von gut 6 Mrd. €. Die Kapitalerhöhung, die sie ins Auge fasst, ist auf 5,5 Mrd. € veranschlagt.

Dem günstig erscheinenden Kurs von Lufthansa steht damit implizit eine noch teurere Bewertung gegenüber als das aktuell ausgewiesene 5,5-Fache für den Ebitda 2022. Mit Blick auf die drohende Verwässerung wird die Bewertung nahezu doppelt so hoch.

Wer mit dem Gedanken spielt, jetzt auf die Öffnung der Luftfahrt zu setzen, scheint deshalb gut beraten, sich an die Aktien von Ryanair oder EasyJet zu halten.

Die Aktien der beiden Billigflieger sind zwar bereits besser gelaufen als die der traditionellen Konkurrenz. Das Kurzstreckennetz, das sie betreiben, dürfte diesen Sommer wohl aber rege benutzt werden – und falls es anders kommt, können sie die Kapazitäten rasch anpassen.

Vor allem aber muss man sich bei Ryanair und EasyJet aus Aktionärssicht kaum Sorgen machen, dass die erwartete Gewinnerholung durch Bilanzsanierungen sich plötzlich in Nichts auflöst.

## Orascom: der vergessene Reopening Trade

Der Aktienkurs der Immobilien- und Tourismusgruppe liegt im Vergleich mit anderen Unternehmen aus der Reisebranche deutlich im Rückstand. Das ist nicht gerechtfertigt.

Mark Dittli 12.05.2021



### ANALYSE

## Final Call: Flughafen Zürich

Die Aktie des Flughafens Zürich leidet noch immer stark unter Corona. Doch der Blick in die Zukunft offenbart beträchtliches Kurspotenzial. Geduldigen Anlegern bietet sich die Chance auf 5% Dividendenrendite.

Ruedi Keller 05.10.2020



### ANALYSE

## Das sind die stärksten Aktien der Welt

The Market sucht die wichtigsten Börsen quartalsweise nach Titeln mit hohem Momentum ab. Der Reopening Trade macht sich deutlich bemerkbar. Europäische Bank- und US-Energiewerte zeigen Anzeichen einer Bodenbildung.

Gregor Mast 07.05.2021

