

Trendwechsel im Luftverkehr?

*Eine Analyse des Passagier-
trends im Luftverkehr
und des Einflusses auf die
Bewertung von Flughäfen.*



Einführung

Im schuldenkrisengeschüttelten Europa besteht derzeit ein reges Interesse an Flughäfen als Anlageobjekt. In mehreren hoch verschuldeten Ländern steht die Privatisierung verschiedener Flughäfen bevor.

Bislang galten Flughäfen als attraktive Anlage, doch die Finanz- und Wirtschaftskrise, die eine Vielzahl von Gewissheiten und Entwicklungen ins Wanken brachte, verlangt nun eine genauere Betrachtung des anvisierten Objekts. Will man eine erfolgreiche Investition sicherstellen, ist ein tiefes Verständnis der flughafenspezifischen Werttreiber und Risiken notwendig. Dem Thema Flughafenbewertung kommt aktuell daher eine besonders große Bedeutung zu.

In diesem Sinne möchten wir Ihnen mit diesem Beitrag einen Überblick über den Passagiertrend im Luftverkehr und die Wachstumsentwicklung der Flughäfen in Deutschland geben. Wir diskutieren den Zusammenhang zwischen Passagierzahlen, Wachstumspotenzial und Flughafenbewertung und stellen Ihnen weitere wichtige Faktoren vor, die für den Wert eines Flughafens ausschlaggebend sind.

Im Zentrum unserer Untersuchung steht aber vor allem die Frage, die für Investoren in Bezug auf die Bewertung von Flughäfen von besonderem Interesse ist: Wird das Passagierwachstum wieder auf den historischen Wachstumstrend zurückkehren, und wenn ja, wann? Lesen Sie dazu unsere Einschätzung.

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	5
A Flughäfen: eine Anlageklasse für sich!.....	6
B Passagierzahlen in Deutschland: Rückkehr zum Trend?	7
C Wachstumsaussichten und Transaktionsmultiplikatoren.....	8
D Kommt die Rückkehr zum Trend und wenn ja, wann?	11
E Die wichtigsten Erkenntnisse auf einen Blick.....	13
Ihre Ansprechpartner.....	14

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1	Entwicklung der Aktienkurse börsennotierter europäischer Flughäfen	6
Abb. 2	Entwicklung des Flugverkehrs und des BIP in Deutschland	7
Abb. 3	Passagierzahlen in Deutschland und Transaktionsmultiplikatoren in Europa	9
Abb. 4	Flugverkehr in Deutschland: Umkehr zum Trend?	12

A Flughäfen: eine Anlageklasse für sich!

Flughäfen werden häufig als relativ sicheres Investment wahrgenommen, denn sie bieten langfristig stabile Cashflows, größere Wachstumschancen als traditionellere Infrastrukturinvestments und die Möglichkeit signifikanter Gewinnmitnahmen bei Veräußerung.

Mit Passagierzahlen, die sich mehr als doppelt so gut wie das europäische Bruttoinlandsprodukt entwickelten, haben börsennotierte europäische Flughäfen im Durchschnitt in den letzten fünf Jahren besser abgeschnitten als der Eurofirst 300-Index (siehe Abbildung 1).

Selbst bei einem konjunkturell bedingten Absinken der Fluggastzahlen bieten Flughäfen noch gute Renditechancen, da sie ihre Betriebskosten senken und Erweiterungsinvestitionen reduzieren oder aufschieben können.

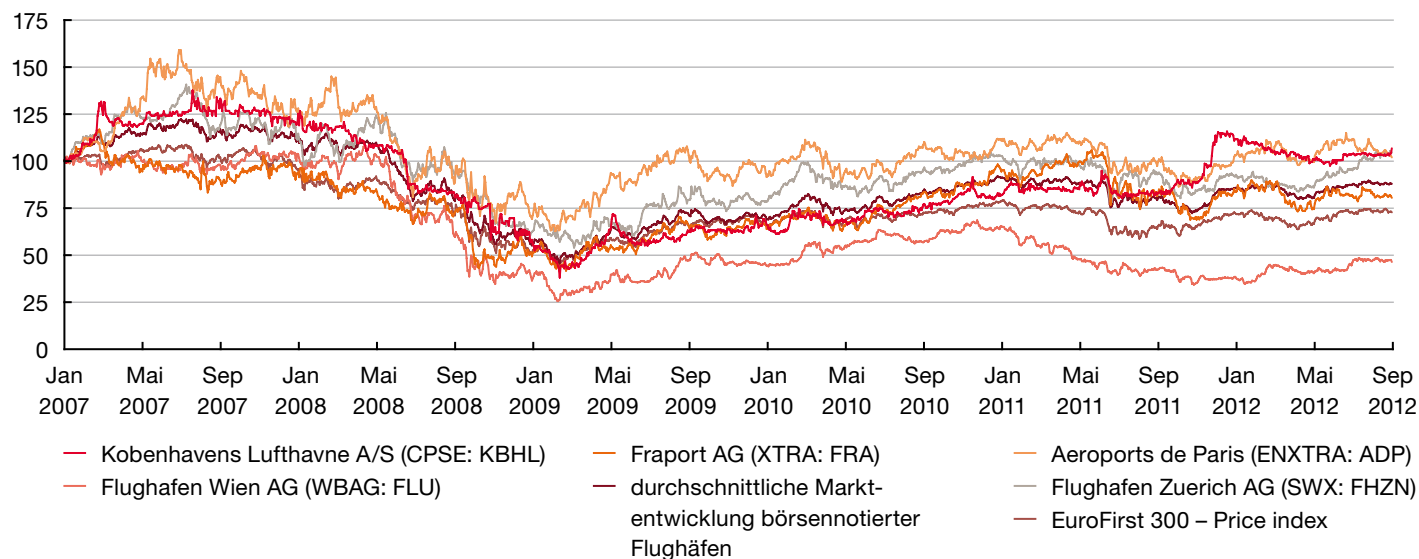
Interessant für Investoren

Finanzinvestoren wie Infrastruktur- oder Rentenfonds interessieren sich für stabile Cashflows und langfristige Investmentmöglichkeiten. Sie nutzen in der Regel die interne Zinsfußmethode (IRR) zur Berechnung möglicher Renditen. Außerdem sind sie bestrebt, Wertsteigerungen zu ermöglichen, indem sie die Finanzierung der Flughäfen optimal strukturieren.

Strategische Investoren, zum Beispiel Betreiber von anderen Flughäfen, sind eher an operationellen Effizienzgewinnen interessiert, etwa durch die Optimierung der Betriebsergebnisse oder den Ausbau des Flugstreckennetzes.

Seit einiger Zeit jedoch beobachten wir verstärkt einen Trend hin zur Gründung von Bieterkonsortien, die sich aus Flughafenbetreibern und Finanzinvestoren zusammensetzen. Diese verfolgen das Ziel, sowohl finanzielle als auch operationelle Wertsteigerungen zu generieren.

Abb. 1 Entwicklung der Aktienkurse börsennotierter europäischer Flughäfen



Quellen: Bloomberg L. P., eigene Untersuchungen.

B Passagierzahlen in Deutschland: Rückkehr zum Trend?

Abbildung 2 zeigt die Entwicklung der Passagierzahlen (PAX) in Deutschland seit 1975 mit überlagerter langfristiger PAX-Trendkurve.

Zieht man die Daten weiterer europäischer Länder hinzu, ist erkennbar, dass es nach einer Rezession in der Regel vier bis sechs Jahre dauerte, bis die Verkehrszahlen wieder auf den langfristigen Trend zurückkehrten.

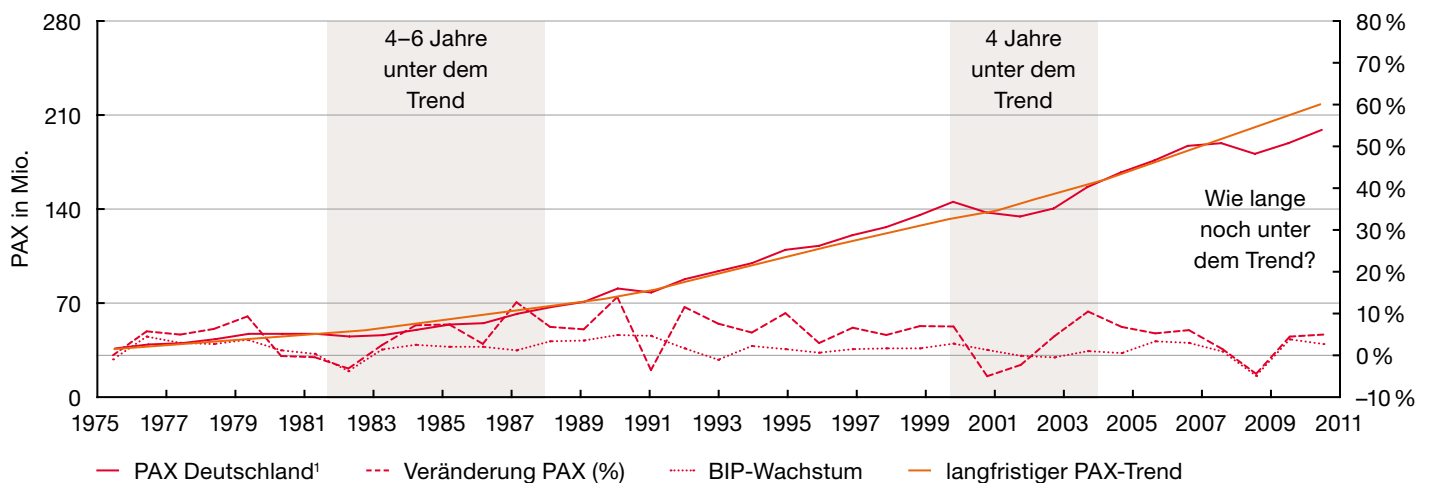
Dieses Muster hat zu der Erwartung geführt, dass die Passagierzahlen und die damit verbundenen Cashflows nach einem Einbruch stets auf den ursprünglichen langfristigen Trend zurückkehren und nicht von dem niedrigeren Ausgangsniveau her normal weiter wachsen.

Zwischen 1991 und 2000 sowie nach 2003 stiegen die Passagierzahlen überdurchschnittlich stark, begünstigt durch ein anhaltend hohes Wirtschaftswachstum, die leichtere Verfügbarkeit von Krediten und die rasche Verbreitung eines neuen Geschäftsmodells – dem der Billigfluggesellschaften.

Mit der Krise bricht der Trend

Die Finanzkrise 2007 setzte diesem langfristigen Wachstumstrend erst einmal ein Ende. Darüber hinaus wirkte sich die Anfang 2011 eingeführte Luftverkehrssteuer dämpfend auf das Passagierwachstum aus. Ob und wie schnell die Passagierzahlen wieder zum langfristigen Trend zurückkehren, ist derzeit noch ungewiss.

Abb. 2 Entwicklung des Flugverkehrs und des BIP in Deutschland



¹ Ein- und Aussteiger auf den Flughäfen Deutschlands (bis 1990 nur BRD).

Quellen: Statistisches Bundesamt, Statistische Jahrbücher, (Luftverkehrsstatistiken).

C Wachstumsaussichten und Transaktionsmultiplikatoren

Abbildung 3 zeigt das tatsächliche Verkehrsaufkommen auf deutschen Flughäfen seit 1991 sowie das unmittelbar vor der Krise noch erwartete mittel- und langfristige Passagieraufkommen. Es lässt sich leicht erkennen, dass sich die mittelfristigen Erwartungen von 2007 nicht erfüllt haben.

Die Abbildung zeigt zudem die durchschnittliche Entwicklung der Transaktionsmultiplikatoren bei Flughafenveräußerungen in Europa in den Jahren 2000 bis 2012 – also des Verhältnisses von Unternehmenswert (EV) zu Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA). Auch wenn sich die Multiplikatoren der einzelnen Transaktionsobjekte aufgrund ihrer individuellen Wachstumsaussichten und spezifischen Werttreiber nicht immer ohne Weiteres vergleichen lassen, so ist doch erkennbar, dass sie von 2000 bis 2007 insgesamt gestiegen sind und sich seitdem wieder rückläufig entwickeln – analog zu den Passagierzahlen.

Auf die Passagierzahlen kommt es an

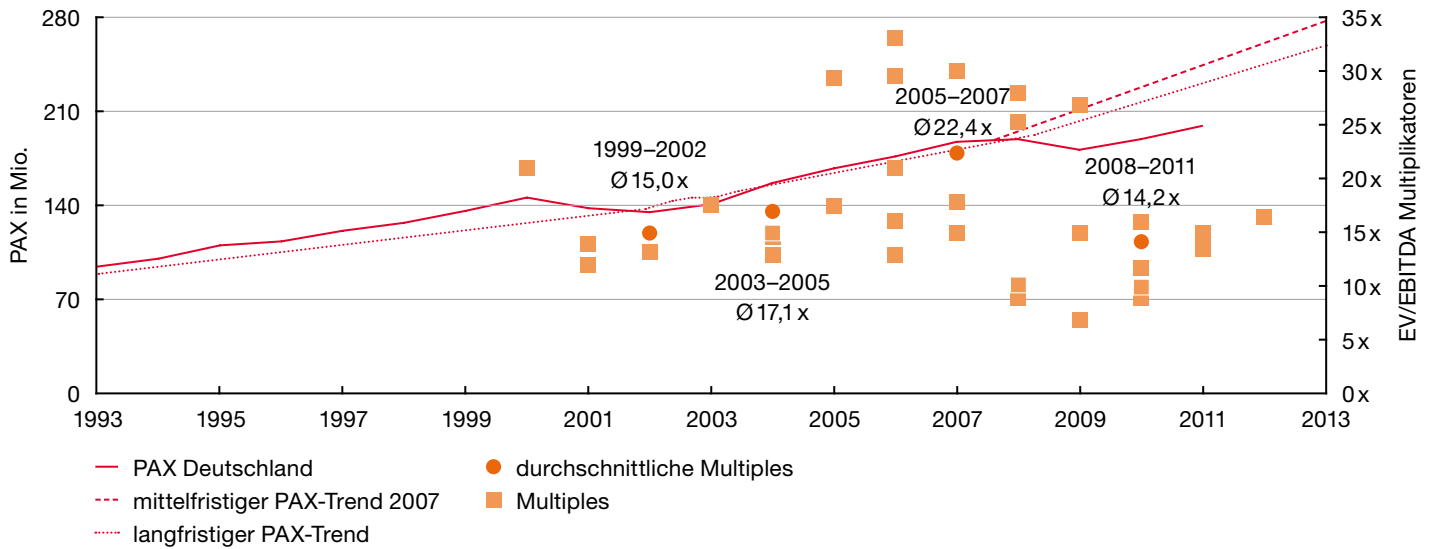
Daraus lässt sich schließen, dass Transaktionsmultiplikatoren grundsätzlich von den aktuellen Erträgen und den künftigen Wachstumserwartungen abhängen. Je höher das Wachstumspotenzial, desto größer wird der Transaktionsmultiplikator. Und ein wesentlicher Wachstumstreiber bei Flughäfen ist das Passagierwachstum, denn im Gegensatz zu traditionelleren Infrastrukturinvestments sind Flughäfen mit ihrem Kerngeschäft unmittelbar vom prozyklischen Geschäftsmodell der Fluggesellschaften, der Beförderung von Passagieren und Fracht, abhängig. Der Wert eines Flughafens basiert somit wesentlich auf den zu erwartenden Cashflows, die von den Passagierzahlen und dem Frachtvolumen der Fluggesellschaften bestimmt werden.

Zwischen 2006 und 2008 ging man von einem anhaltend überdurchschnittlichen Passagierwachstum aus, das über dem Trend der Jahre zuvor liegen sollte. Diese guten Wachstumsaussichten schlugen sich in steigenden Transaktionsmultiplikatoren nieder. Flughafeninvestoren waren damals bereit, hohe Summen für die im Jahr 2007 getroffenen Wachstumsprognosen zu zahlen. Als sich diese Annahme stetig steigender Passagierzahlen nicht bestätigte und die internationalen Kreditmärkte austrockneten, sanken die Transaktionsmultiplikatoren wieder.

Anmerkung

Die hier zugrunde gelegten Transaktionen betreffen deutsche und europäische Flughäfen. Beide Märkte ähneln sich in Struktur und Entwicklungsgrad ausreichend, um gleichermaßen gültige Schlüsse zu ziehen.

Abb. 3 Passagierzahlen in Deutschland und Transaktionsmultiplikatoren in Europa



Quellen: Statistisches Bundesamt, eigene Analysen.

Welche Faktoren bestimmen den Wert eines Flughafens?

Discounted-Cash-Flow-Analyse (DCF-Analyse)

Auch wenn Transaktionsmultiplikatoren hilfreiche Informationen bieten, stellt die DCF-Berechnung den wichtigsten Bewertungsansatz dar. Das liegt daran, dass Flughäfen normalerweise über langfristige Einkommensprognosen verfügen und sich mit der DCF-Analyse eine angemessenere Bewertung der verschiedenen Geschäftsfelder eines Flughafens (Aviation, Non-Aviation, Immobilien oder außerbetriebliche Bereiche), vor allem auch unter Berücksichtigung regulatorischer Unterschiede, erzielen lässt.

Transaktionsmultiplikatoren

Der Vergleich der Transaktionsmultiplikatoren verschiedener Flughäfen ist keine leichte Aufgabe, da jeder Flughafen in seinem Tagesgeschäft einzigartig ist und seine Wachstumsaussichten ebenso individuell sind. Neben Marktfaktoren und ausgeprägtem Wettbewerb im Bieterprozess beeinflussen auch folgende Faktoren den Wert eines Flughafens und die Transaktionsmultiplikatoren:

- **Reifegrad des Flughafens**

Größere Flughäfen verfügen häufig über weniger Wachstumspotenzial als kleinere Regionalflughäfen und werden zu einem niedrigeren Multiplikator gehandelt. Für einen kleineren Regionalflughafen mit wenigen Passagieren kann der Zugewinn von zwei oder drei neuen Fluglinien große Wachstumssprünge zur Folge haben; eine Aussicht, die sich auch im Transaktionsmultiplikator niederschlägt. Größere Flughäfen bedienen eine größere Anzahl von Fluglinien und sind entsprechend weniger dem Risiko der Kundenkonzentration und der Volatilität ausgesetzt.

- **Potenzial zur Gewinnsteigerung**

Flughäfen, deren Non-Aviation-Gewinne unter denen vergleichbarer Flughäfen liegen, können ihre Rendite durch verbesserte Retail-Angebote, höhere Parkgebühren oder Ähnliches steigern. Auch ein solches Potenzial kann sich in den Transaktionsmultiplikatoren widerspiegeln.

- **Regulatorisches Umfeld**

Flughäfen unterliegen je nach Größe einer mehr oder weniger umfassenden Regulierung. Aus Marktmacht und Regulierungsgrad ergeben sich für Investoren unterschiedliche Risikoprofile. In diesem Zusammenhang spielt die Kennziffer der Regulated Asset Base (RAB) zunehmend eine Rolle.

- **Durchdringung des Einzugsgebiets**

Dieser Wert gibt an, inwieweit ein Flughafen sein primäres und sekundäres Einzugsgebiet durchdrungen hat und demzufolge in der Lage ist, sein Passagiervolumen zu erhöhen.

- **Kapazitätsgrenzen**

Sind die Kapazitäten in Bezug auf Start- und Landebahnen oder Terminalleistung ausgelastet, so reduziert sich das Wachstumspotenzial eines Flughafens. Für eine Kapazitätserweiterung sind dann in der Regel hohe Investitionskosten sowie umfangreiche Planungsmaßnahmen und Genehmigungsverfahren erforderlich.

- **Verkehrsmix**

Die Art des Verkehrsmixes eines Flughafens (Inland, Kurzstrecke, Langstrecke, Business, Freizeit, Charter, Billigflug) wirkt sich auf die Einnahmen aus. So geben Inlandsreisende, bedingt durch die kürzeren Flugzeiten, am Flughafen weniger Geld aus als Freizeit- und Geschäftsreisende. Der Geschäftsverkehr ist wiederum weniger anfällig für konjunkturelle Schwankungen.

- **Abhängigkeit von Fluggesellschaften**

Ein Flughafen, der stark von einer oder zwei Fluggesellschaften abhängt, wird Kapazitätsverringerungen seitens dieser Linien, etwa durch den Abzug von Maschinen hin zu anderen Strecken oder durch Insolvenz deutlicher zu spüren bekommen als Flughäfen, die viele Linien bedienen. Darüber hinaus müssen Flughäfen die Flughafengebühren der Hauptfluggesellschaften oft neu verhandeln; und hat ein Flughafen nur eine Fluggesellschaft, befindet er sich in einer schwachen Verhandlungsposition.

Der Wert eines Flughafens unterliegt zahlreichen Einflussfaktoren. Investoren sollten daher die Vergleichbarkeit der verschiedenen Flughäfen sorgsam prüfen und die Transaktionsmultiplikatoren entsprechend anpassen.

D Kommt die Rückkehr zum Trend und wenn ja, wann?

Angesichts der anhaltenden Staatsschuldenkrise, der Kürzung von Staatsausgaben und strengerer Kreditvergabevorschriften sind die Wachstumsaussichten in Europa weiterhin ungewiss. Für Deutschland gehen Schätzungen aktuell von eher moderaten Konsumausgaben im Jahr 2013 und einem ebenso moderaten Wachstum in den Jahren danach aus.

Eine Rückkehr der Verkehrszahlen zum langfristigen Trend ist primär von der gesamtwirtschaftlichen Erholung abhängig. Abbildung 4 zeigt die historische und die erwartete Passagierentwicklung in Deutschland auf Basis des erwarteten BIP-Wachstums sowie historische Wachstumsraten nach Krisen und Markterwartungen. Da die Passagierzahlen seit 2007 stärker als in vorherigen Rezessionen zurückgegangen sind, ist es wahrscheinlich, dass die Rückkehr zum Trend auch länger als die üblichen vier bis sechs Jahre dauern wird. Wir gehen von zehn bis zwölf Jahren aus. Diese Annahme setzt aber ein mehrjähriges überdurchschnittliches Wachstum voraus, so wie es in der Vergangenheit nach Rezessionen verzeichnet wurde.

„Selbst bei vergleichsweise hohem Wachstum werden die Passagierzahlen aus unserer Sicht nicht vor 2018/2019 auf den langfristigen Trend zurückkehren.“

Geht man allerdings von einer schwächeren Entwicklung der Passagierzahlen aus, so ist auch eine Abkehr vom langfristigen Trend hin zu einem niedrigeren Level nicht ausgeschlossen.

Während sich diese Analyse der Passagierzahlen auf deutschlandweite Entwicklungen konzentriert, sind bei einer Bewertung eines Flughafens die Werttreiber Verkehrsmix, Streckennetz, Fluglinien und Passagierpotenzial mit den individuellen Wachstumssensitivitäten zu berücksichtigen.

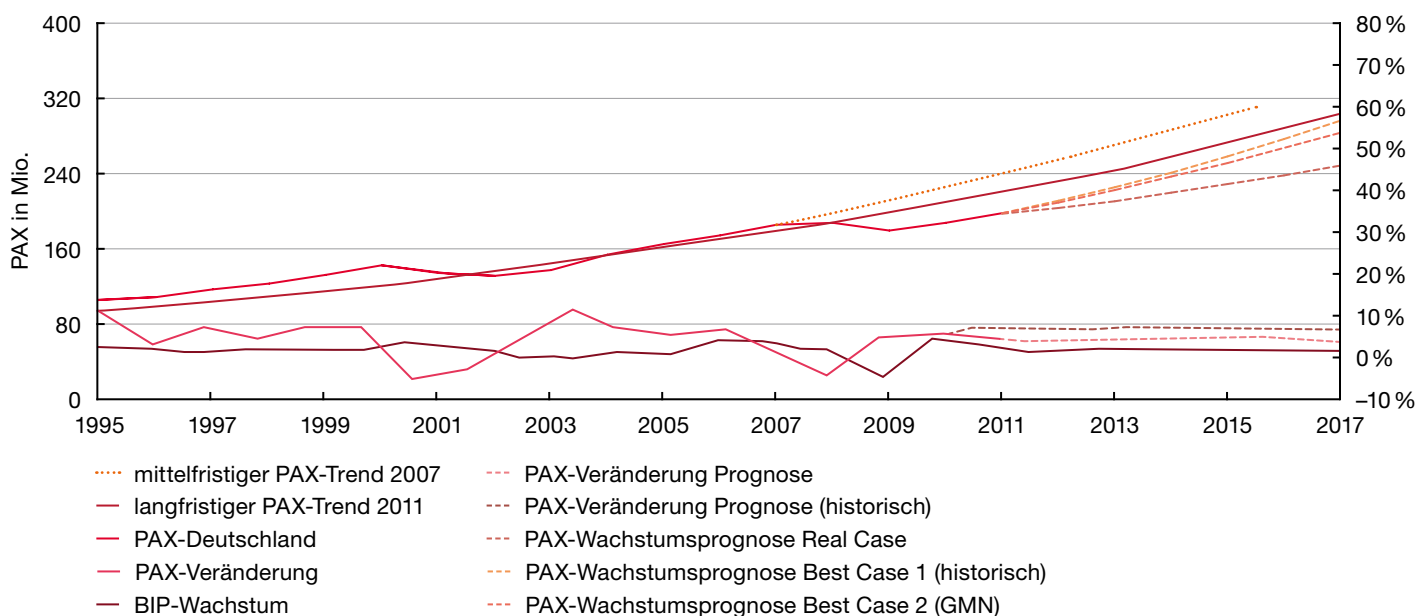
„Mit Blick auf aktuelle Wachstumsprognosen und Marktunsicherheiten halten wir eine kurzfristige Rückkehr zu Transaktionsmultiplikatoren von über 20x EV/EBITDA wie Mitte der 2000er-Jahre für unwahrscheinlich.“

Sollte sich jedoch insgesamt ein stärkeres Wachstum der Passagierzahlen abzeichnen, ist eine mittelfristige Rückkehr zu Transaktionsmultiplikatoren wie vor der Krise möglich. Die letzten Transaktionsmultiplikatoren zeigen immerhin, dass sich der Markt stabilisiert.

„Im aktuellen Marktumfeld sehen wir für wachstumsstarke Regionalflughäfen einen EV/EBITDA- Multiplikator zwischen 14 und 18 und bei größeren, gesättigten Flughäfen einen Multiplikator zwischen 10 und 14.“

Die bevorstehenden Flughafenveräußerungen in Europa werden sicherlich mit großem Interesse verfolgt und ein intensiverer Bieterwettbewerb vermag es durchaus, Transaktionsmultiplikatoren in die Höhe zu treiben.

Abb. 4 Flugverkehr in Deutschland: Umkehr zum Trend?



Quellen: Statistisches Bundesamt, ADV, IATA, GMN, Eurocontrol, Airbus Market Forecast, Boeing Market Outlook, PwC Research.

E Die wichtigsten Erkenntnisse auf einen Blick

1. Konjunkturschwankungen sollten in langfristige Cashflow-Projektionen mit einberechnet werden.

Der Einfluss der gesamtwirtschaftlichen Lage auf die Wertentwicklung von Flughäfen scheint größer zu sein als bisher angenommen. Bei der Flughafenbewertung ist es daher unabdingbar, Konjunkturschwankungen mit zu berücksichtigen und zu wissen, in welcher Phase des Konjunkturzyklus man sich gerade befindet. Sensitivitätsanalysen helfen zudem, wirtschaftliche Abschwünge und sonstige Risiken abzubilden.

2. Transaktionsmultiplikatoren von Flughäfen verbleiben kurzfristig unter dem Niveau der Zeit vor der Finanz- und Wirtschaftskrise.

Angesichts der aktuellen Wachstumsaussichten und Marktunsicherheiten erwarten wir für europäische Flughäfen kurzfristig keine Rückkehr zu Transaktionsmultiplikatoren von über 20x EV/EBITDA. Sobald sich jedoch eine Zunahme des Verkehrswachstums abzeichnet und objektspezifische Gründe dies rechtfertigen, sind mittelfristig auch wieder Werte oberhalb von 20x EV/EBITDA möglich.

3. Die Vergleichbarkeit von Transaktionsmultiplikatoren muss geprüft werden, wenn diese als Grundlage für die Bewertung von Flughäfen dienen sollen.

Auch wenn Transaktionsmultiplikatoren für die Wertermittlung von Flughäfen hilfreich sind, so sollte jedoch umfassend geprüft werden, inwiefern die Transaktionen untereinander vergleichbar sind. Stellt sich heraus, dass unterschiedliche oder gar unrealistische Wachstumserwartungen vorliegen, so müssen entsprechende Anpassungen vorgenommen werden.

4. Die Rückkehr zum langfristigen Passagiertrend wird mehr Zeit benötigen als bisher.

Die Bewertung historischer Passagierzahlen in Deutschland lässt den Schluss zu, dass bisherige Trendmuster möglicherweise hinfällig sind. So ist die Annahme, dass die Passagierzahlen nach einer Rezession recht schnell wieder auf den langfristigen Trend zurückkehren, nicht mehr sicher. Im Fall der letzten Rezession muss von einem längeren Zeitraum von zehn bis zwölf Jahren ausgegangen werden, bis der langfristige Wachstumspfad wieder erreicht werden kann.

5. Flughafenbetreiber und Finanzinvestoren vereinen ihre Kräfte, um größere Wertsteigerungen durchzusetzen.

Wir beobachten eine Zunahme der Bildung von Konsortien aus Flughafenbetreibern und Finanzinvestoren. Ihr gemeinsames Ziel ist es, die Wertsteigerung durch effizientere operationelle und finanzielle Strukturen zu verbessern.

Ihre Ansprechpartner

Klaus-Dieter Ruske

Global Leader Transportation & Logistics
Tel.: +49 211 981-2877
klaus-dieter.ruske@de.pwc.com

Hansjörg Arnold

Tel.: +49 69 9585-5611
hansjoerg.arnold@de.pwc.com

Dr. Georg A. Teichmann

Tel.: +49 69 9585-5517
georg.teichmann@de.pwc.com

Über uns

Unsere Mandanten stehen tagtäglich vor vielfältigen Aufgaben, möchten neue Ideen umsetzen und suchen Rat. Sie erwarten, dass wir sie ganzheitlich betreuen und praxisorientierte Lösungen mit größtmöglichem Nutzen entwickeln. Deshalb setzen wir für jeden Mandanten, ob Global Player, Familienunternehmen oder kommunaler Träger, unser gesamtes Potenzial ein: Erfahrung, Branchenkenntnis, Fachwissen, Qualitätsanspruch, Innovationskraft und die Ressourcen unseres Expertennetzwerks in 158 Ländern. Besonders wichtig ist uns die vertrauensvolle Zusammenarbeit mit unseren Mandanten, denn je besser wir sie kennen und verstehen, umso gezielter können wir sie unterstützen.

PwC. 9.300 engagierte Menschen an 28 Standorten. 1,49 Mrd. Euro Gesamtleistung. Führende Wirtschaftsprüfungs- und Beratungsgesellschaft in Deutschland.

