

**Credit Insight: 28. September 2020 / KEF**

## Capital Goods – Aero & Defense

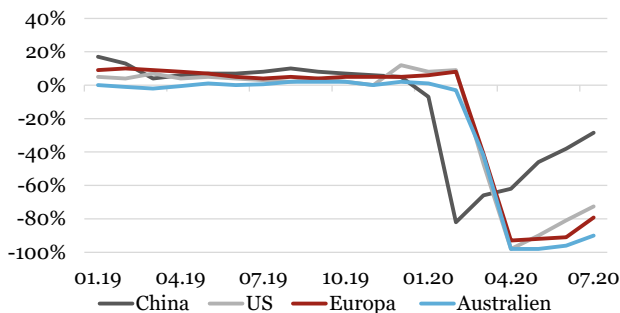
**I-CV Sector View: Declining** (wie bisher)

**Keine Entwarnung: Nach kurzer Belebung im Sommer sind Belegungszahlen der Flieger – gerade in Europa – wieder gesunken**

### Zivile Luftfahrt zwischen Hoffen und Bangen

Der Aviatik- und Verteidigungssektor zeigt nach dem praktischen Stillstand im 2Q20 ein divergierendes Bild. Während sich die Geschäftsaktivitäten im Verteidigungssektor annähernd wieder auf Vorkrisenniveau befinden, bleibt die zivile Luftfahrt weiterhin unter Druck. Ende Juli 2020 hat die International Air Transport Association (IATA) die Prognosen zum globalen Passagieraufkommen zudem weiter nach unten revidiert, dabei wird fürs 2020 nun ein Rückgang von 55% ggü. 2019 erwartet (bisher -46%). Erst 2023 für Kurzstrecken resp. 2024 für Langstrecken sollen wieder die 2019-Niveaus erreicht werden. Basierend auf den aktuellsten IATA-Daten zur Entwicklung der Passagierkilometer (RPKs) sind erste Erholungsanzeichen – wie erwartet – mit stark unterschiedlicher geographischer Ausprägung nur im inländischen Flugverkehr zu beobachten. Hoffnungsschimmer ergeben sich in China, wo die RPKs mittlerweile «nur noch» 30% unter dem Vorjahr liegen.

**Grafik 1 – Erholung der Inlandflüge variiert (RPKs yoy)**



Quellen: IATA, I-CV

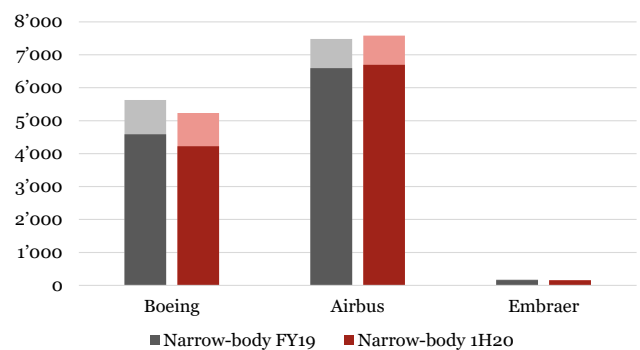
Vergleichsweise ernüchternd präsentiert sich die Situation in den USA, Europa und Australien. Gerade in Europa werden ansteigende Covid-19 Infektionszahlen sowie erneute staatliche Beschränkungen (Reisebeschränkungen, Quarantänevorschriften) die erhoffte graduelle Erholung weiter hinauszögern. Dabei deuten jüngste Meldungen der Airlines (Lufthansa, Easyjet) darauf hin, dass sich die leichte Belebung im Sommer effektiv nur als Strohfeder entpuppt und eine nachhaltige Redimensionierung des Flugbetriebs erforderlich ist.

### Auftragsbücher zeigen sich «noch» relativ robust

Die über die letzten Jahre erfolgsverwöhnte Aviatik-Industrie mit steigender Kapazitätsauslastung der Fluggesellschaften und gut gefüllten Auftragsbüchern der Flugzeughersteller durchquert zurzeit eine ausgedehnte Gewitterfront. Die rosigen Aussichten mit stetig steigender Nachfrage insbesondere auch aus Asien und prognostizierten, durchschnittlichen Wachstumsraten von 4% p.a. haben mit der globalen Ausbreitung der Covid-19 Pandemie ein jähes Ende gefunden. Zurzeit

bleibt unklar, ob und wie schnell die zivile Luftfahrt zur alten Stärke zurückfinden wird. Vor diesem Hintergrund erstaunt es nicht, dass Flugzeug-Hersteller wie auch die ganze Zulieferindustrie die Produktionskapazitäten deutlich reduzieren. Obwohl viele Airlines zurzeit ums Überleben kämpfen und nur dank Staatshilfen weiterbestehen können, hat sich dies bis anhin nur bedingt in den Auftragsbüchern der Flugzeug-Hersteller niedergeschlagen. Zwar sind Neubestellungen eine Randerscheinung, doch sind Auftragsstornierungen weiterhin eher die Ausnahme als die Regel (ausser bei Boeing). Zwecks Liquiditätssicherung liegt der Fokus der Airlines vor allem bei der Aufschiebung von Auslieferungen, denn rund 70% des Kaufpreises wird erst bei Abnahme fällig. Obwohl gute Gründe für Auslieferungsverzögerungen sprechen (z.B. Anzahlung von 30% des Kaufpreises geht verloren, Staatshilfen für Airlines gekoppelt an CO<sub>2</sub>-Reduktionsziele, Flottennachteil bei Geschäftserholung), erachten wir es als gegeben, dass je länger die Krise andauert, die Risiken von Auftragsstornierungen zunehmen. Ein Blick auf die Auftragsbücher der Flugzeughersteller per 1H20 zeigt ein gemischtes Bild (Grafik 2). Während Airbus den Bestand halten und gar Zuwachs bei den Schmalrumpfflugzeugen rapportieren konnte, mussten Boeing und Embraer Auftragsverluste hinnehmen (Boeing: 737-Max, Embraer: Businessjets).

**Grafik 2 – Auftragsbücher «noch» relativ robust (in Stk.)**



Quellen: IATA, I-CV

### Cash bleibt King

Die unsicheren Zukunftsaussichten und Auslieferungsverzögerungen bedeuten für die Flugzeughersteller und ihre Zulieferer eine rückläufige Kapazitätsauslastung und «temporär» fehlende Cashflows. Entsprechend werden zur Überbrückung bzw. Liquiditätssicherung rege neue Mittel in Form von Kreditfazilitäten resp. Anleihenemissionen beschafft (z.B. Neuemissionen: Boeing USD 25 Mia. im Mai 2020, kürzliche USD-Anleihe von Embraer). Um die Krisenresistenz der Aero & Defense Schuldner in unserem Universum zu überprüfen, haben wir deren Liquiditätssituation einem Stresstest unterzogen. Vereinfacht unterstellen wir eine negative FCF-Entwicklung bis 2023 (je nach Emittent bis zu -25% des Umsatzes pro Jahr) sowie keine Refinanzierungsmöglichkeit der Fälligkeiten am Kapitalmarkt. Zusätzlich schliessen wir Aktienkapital-Erhöhungen aus. Basierend auf unserer Szenario-Analyse wird ersichtlich, dass bei keinem Schuldner ein unmittelbarer Liquiditätsengpass bevorsteht (Grafik 3). Dies gilt insbesondere auch für die unter hohem Bonitätsdruck stehenden Embraer und Rolls Royce. Im Gegensatz zu Airbus hat Boeing einen deutlich

höheren Refinanzierungsbedarf (fast USD 15 Mia. 2022), doch 1) hat Boeing eindrücklich gezeigt, dass der Kapitalmarkt für sie offensteht und 2) dürfte im Bedarfsfall auch von staatlicher Unterstützung ausgegangen werden. Anfälliger im Ernstfall sehen wir Tier 2 Anbieter wie MTU oder Howmet. Hier gilt es aber folgendes festzuhalten: 1) beide haben im Gegensatz zu vielen anderen Unternehmen eine Guidance fürs 2020 mit positiven FCFs abgegeben, 2) mögliche kapitalstützende Massnahmen (AK-Erhöhung, besicherte Schulden, etc.) wurden im Test ausgeklammert und 3) vorstellbar z.B. bei MTU wäre eine Rückwärtsintegration (Übernahme) durch OEMs resp. andere Zulieferer.

**Konklusion: Defensive Positionierung mit Präferenz für Zulieferer des Verteidigungssektors (aber: oft aus ESG Perspektive als kontrovers deklariert), Honeywell als diversifiziertes Konglomerat oder Airbus bei der zivilen Luftfahrt**

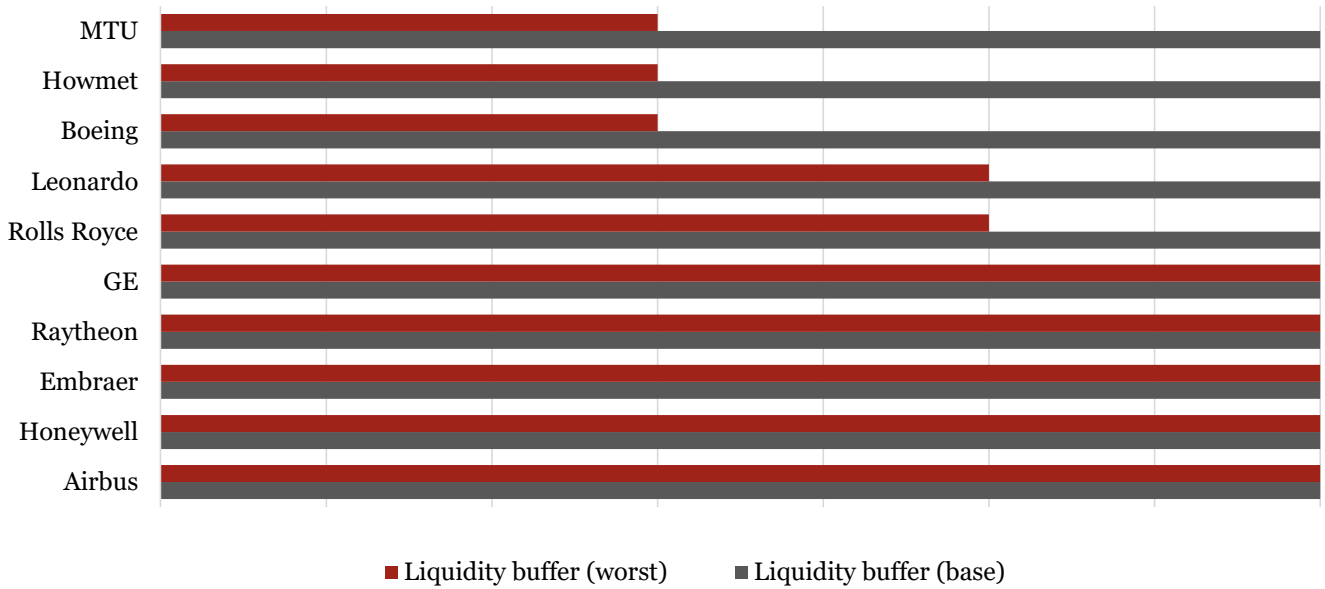
Ohne Aussicht auf eine erfolgsversprechende Covid-19 Behandlung sowie eine globale Lockerung der Reiserestriktionen bleibt die Erholung des zivilen Luftverkehrs auf Messers Schneide. Wir gehen davon aus, dass die Auftragsbücher (Neubestellungen) bei den Flugzeugherstellern über die nächsten Quartale abschmelzen werden und die lukrativen, wiederkehrenden Serviceaufträge durch die Stilllegung von Flottenteilen ebenfalls unter Druck kommen. Vor diesem Hintergrund bevorzugen wir weiterhin eine defensive Positionierung und ein selektives Engagement im Aero & Defense Bereich. Für Investoren ohne ESG Restriktionen auf Unternehmen mit Aktivitäten im Bereich Rüstung empfehlen wir aus Bonitätssicht Verteidigungszulieferer wie Leonardo oder Raytheon (siehe Konkurrenzvergleich mit mittelfristigen Leverage-Prognosen in Grafik 4). Zwar ist es vorstellbar, dass diese Schuldner mittelfristig von klammeren Staatshaushalten bzw. Militärbudgets betroffen sind. Andererseits nehmen die weltweiten geopolitischen Spannungen zu und gerade die NATO-Mitglieder dürften sich gezwungen sehen, ihre Verteidigungsetats zu erhöhen. Zu unserer Präferenz gehört auch das breit diversifizierte Industrie-Konglomerat Honeywell. Zwar stammen hier fast 40% des Umsatzes aus dem Aviatik-Segment, doch kommt ein wesentlicher Teil vom Verteidigungsarm. Zudem werden fast 80% der Absätze ohne Bezug zur zivilen Luftfahrt erwirtschaftet.

Angesichts des fragilen Umfeldes bleiben die Exponenten der zivilen Luftfahrt besonders verletzlich. Immerhin zeigt unser Stresstest, dass dank den Kapitalmassnahmen im 1H20 kein unmittelbarer Liquiditätsengpass zu erwarten ist. Insgesamt bevorzugen wir in diesem (Teil-)Sektor weiterhin Airbus. Wir sehen die Gesellschaft besser positioniert als den direkten Mitbewerber Boeing, welcher vorbelastet in diese Krise geraten ist. Aktualisierte Bonitätseinschätzungen insbesondere für [Airbus](#), [Boeing](#) und [General Electric](#) sind im Research Portal zu finden (Anmeldung im Portal erforderlich).

Mit Blick auf die geringe Visibilität in Kombination mit den oft unzureichenden Risikoprämien empfehlen wir generell ein zurückhaltendes Engagement im Aero & Defense Bereich. Selektive Gelegenheiten könnten sich bei Neuemissionen ergeben. Namensspezifisch sehen wir EUR-Opportunitäten bei Leonardos längeren Laufzeiten. Hier gilt es zu

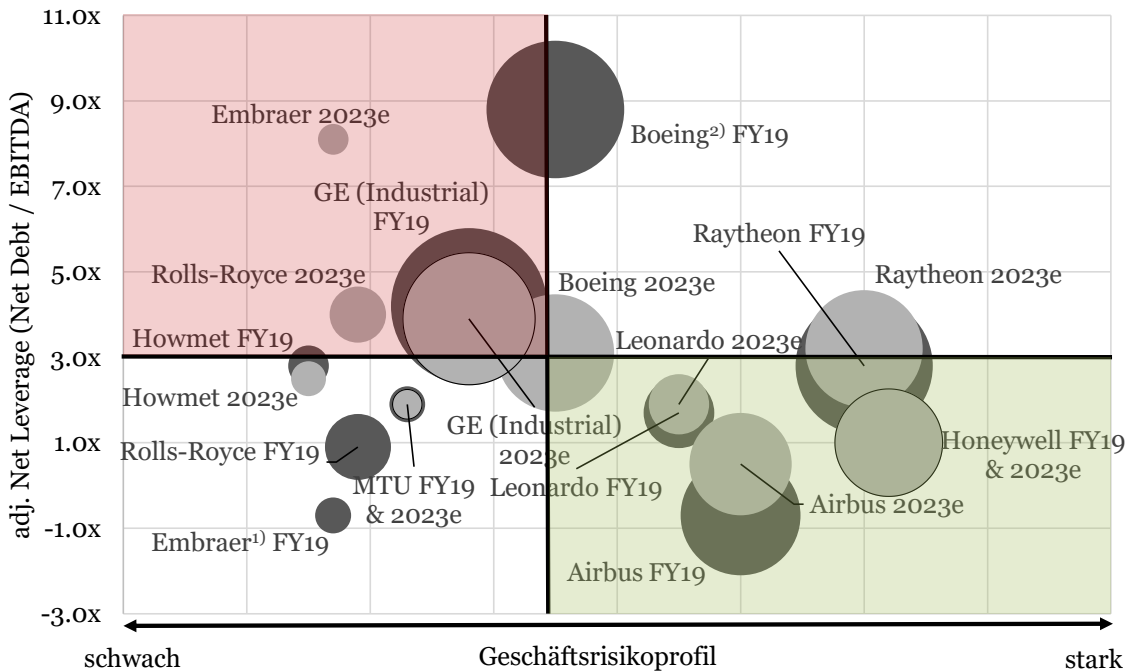
beachten, dass Fitch als einzige Agentur noch ein BBB-Rating mit negativem Ausblick hat. Eine Herabstufung ins Non-Investment Grade könnte Druck auf die Risikoprämien ausüben. Punktuell interessant im mittleren bis längeren Laufzeitenbereich erachten wir Airbus oder GE. Bei beiden Emittenten ergeben sich auch Anlagemöglichkeiten im USD-Spektrum. Bei Airbus im mittleren Laufzeiten-Bereich und bei GE selektiv am langen Ende.

Grafik 3: I-CV Liquiditätsstress – kein unmittelbarer Liquiditätsengpass zu befürchten (Puffer in Anzahl Jahren)



Quellen: Unternehmensangaben, Bloomberg, I-CV

Grafik 4: Aus Bonitätssicht favorisieren wir zurzeit Verteidigungszulieferer (Leonardo, Raytheon), diversifizierte Konglomerate wie Honeywell oder den zivilen Luftfahrtanbieter Airbus\*



\*Bubbles repräsentieren jeweiligen Unternehmensumsatz <sup>1</sup>Net cash, <sup>2</sup> Proxy, da negativer EBITDA

Quellen: Unternehmensangaben, Schätzungen und Berechnungen I-CV

**Disclaimer**

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tätigkeit von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen oder beruhen auf Quellen, die Independent Credit View AG (nachfolgend I-CV) als verlässlich erachtet. I-CV übernimmt jedoch keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Informationen. I-CV behält sich zudem vor, im Dokument geäußerte Meinungen ohne Vorankündigung und ohne Angabe von Gründen zu ändern. I-CV lehnt jegliche Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Dokuments und den möglichen rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen ab. Insbesondere haftet I-CV nicht für den Erfolg der von ihr abgegebenen Empfehlungen. Ratings beziehen sich einzig auf Kreditrisiken. Insbesondere berücksichtigen Ratings das Zinsänderungsrisiko und andere Marktrisiken nicht. Das vollständige oder teilweise Reproduzieren oder Veröffentlichen dieses Dokuments ist nicht gestattet.