

# Fortsetzung: Pandemie-Auswirkungen auf Branchen – Operative Cash Flows

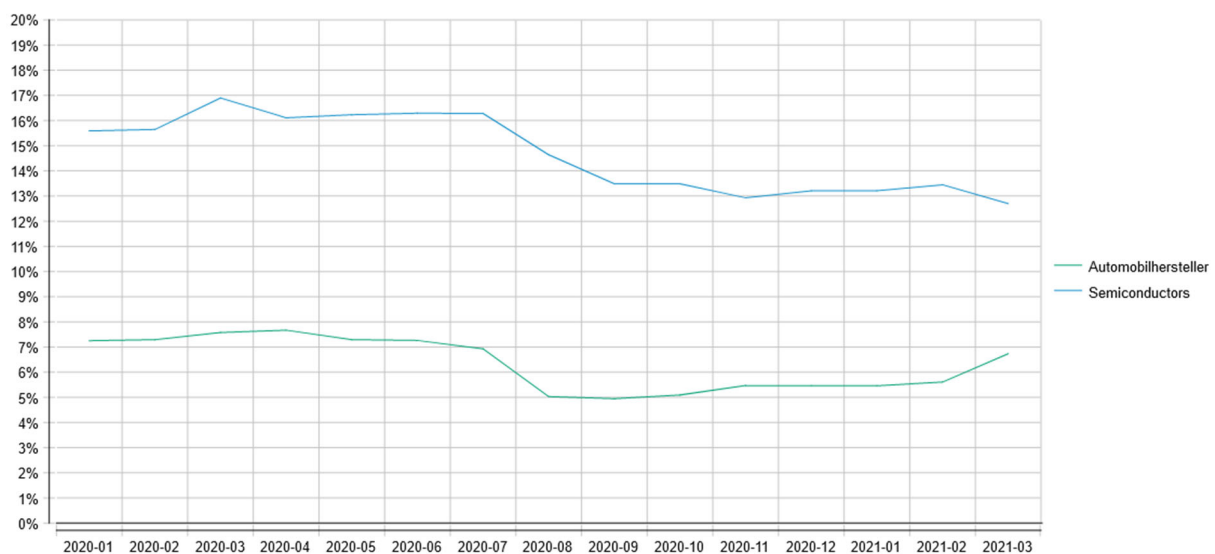
**Handelsunternehmen und kapitalintensive Dienstleister profitieren, Automobilhersteller erreichen Vor-Krisen-Niveaus, Banken mit Rekord-Provisionen, Fluggesellschaften sehen weiterhin düster aus**

In unserem letzten Artikel („Pandemie-Auswirkungen auf Branchen: Wenig Überraschendes“) analysierten wir die Kreditqualität einiger ausgewählter Branchen und beleuchteten hierbei die Verschuldung und Profitabilität. In dieser ersten Fortsetzung haben wir den Kreis der Branchen etwas erweitert und konzentrieren uns auf einen kleinen Teilbereich unserer Kreditanalyse: Die Operativen Cash Flows. Folgende Branchen gehen in die Betrachtung ein:

- Personalintensive und kapitalintensive Dienstleister
- Automobilhersteller
- Halbleiterhersteller
- Handelsunternehmen
- Fluggesellschaften
- Banken

Erneut nutzen wir das proprietäre Kredit-Frühwarnsystem der HMT RiskControl GmbH, gewählt sind wieder Emittenten aus dem EuroStoxx600-Universum. Die betrachtete Kennzahl ist das berechnete Verhältnis von operativen Cash Flows der vergangenen 12 Monate und Bilanzsumme. Durch den Einbezug der Bilanzsumme können unterschiedliche große Emittenten innerhalb einer Branche zusammengefasst werden. Wir beginnen die Analyse im Januar 2020, als die COVID19-Pandemie noch nicht ersichtlich war.

## Automobilhersteller und Halbleiter

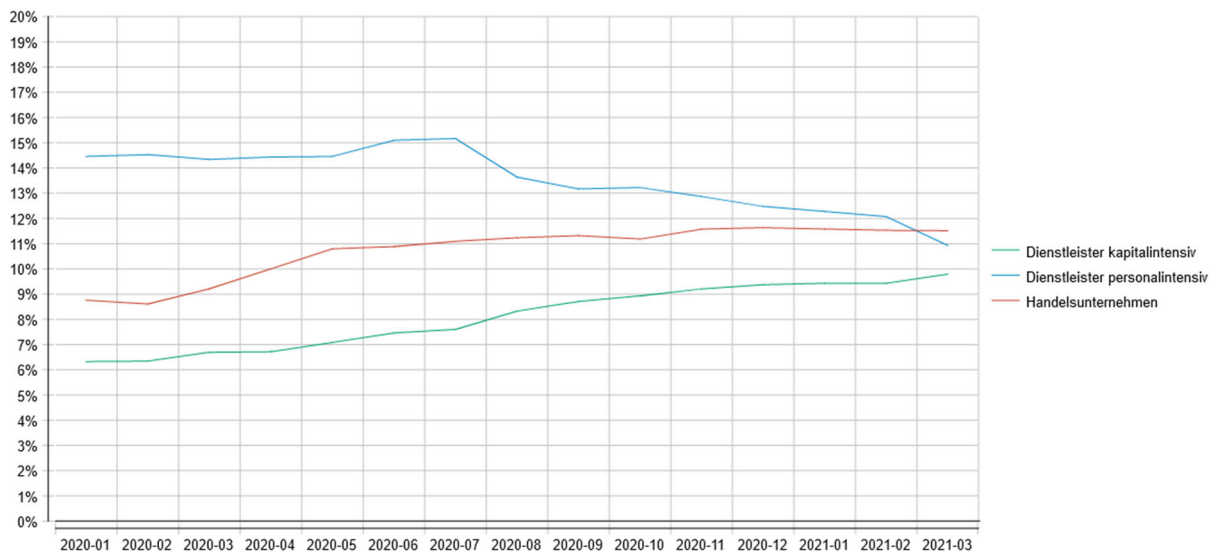


*Entwicklung der Oper. Cash Flow-Quote*

Auf den ersten Blick zeigen sich die strukturellen Branchenunterschiede zwischen den Halbleiter- und Automobilherstellern. Letztere haben im langfristigen Mittel eine halb so hohe Cash Flow-Quote. Weiterhin lässt sich jedoch auch beobachten, dass sich die Automobilhersteller im letzten Quartal 2020, gemessen an den im Frühjahr 2021 berichteten Quartalsergebnissen, wieder auf ein Niveau zum Beginn der Krise erholen konnten. Diese Entwicklung wäre noch deutlicher gewesen, wenn es nicht durch die Fusion von Peugeot und Fiat Chrysler zu Stellantis zu einem strukturellen Bruch in der Entwicklung gekommen wäre. Fast alle der übrigen europäischen Automobilhersteller konnten nämlich nach einem kleinen Rückgang im zweiten Quartal das Jahr mit einer höheren operativen Cash Flow-Quote abschließen.

Bei den europäischen Halbleitern sah das Jahr weniger gut aus, größtenteils trugen Dialog Semiconductor und Infineon zu der Verschlechterung bei, während Soitec eine positive Ausnahme darstellt.

## Dienstleister und Handelsunternehmen

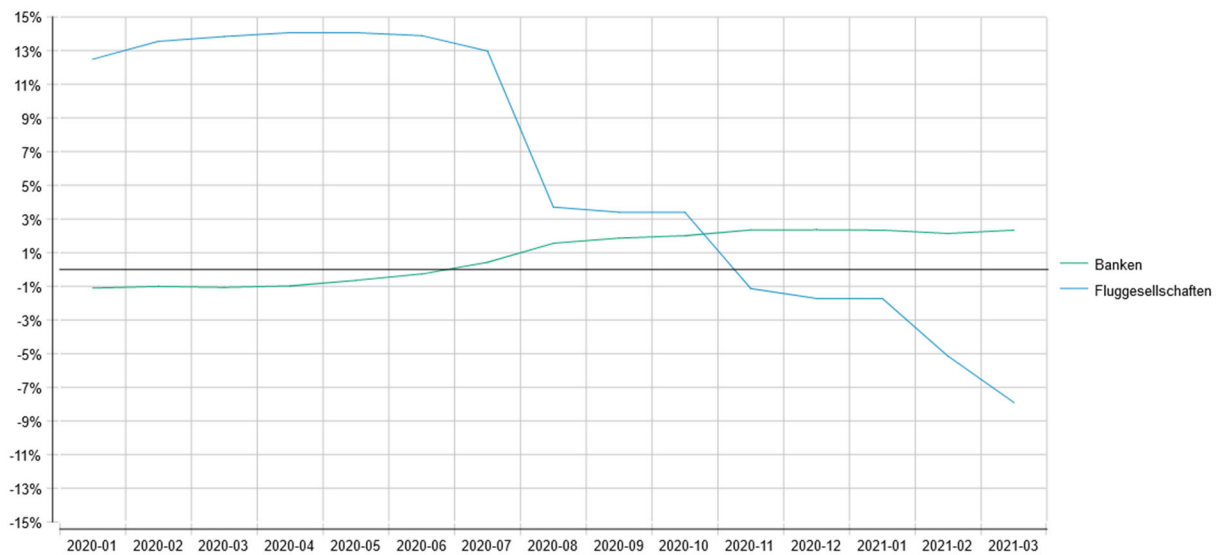


### Entwicklung der Oper. Cash Flow-Quote

Das Handelsunternehmen in der Krise profitieren, dürfte niemanden überraschen. Hier ist noch hinzuzufügen, dass die Emittenten mit starkem Online-Vertrieb (z.B. HelloFresh, Just Eat) und Home-Improvement-Anbieter (z.B. Kingfisher) die höchsten Steigerungsraten zeigten. Einige Start-Ups, die vor der Pandemie noch eine operative Cash Flow-Quote nahe Null hatten, konnten diese im zweiten bis vierten Quartal 2020 auf zweistellige Werte steigern.

Interessanter ist die Verschiebung bei den zwei Dienstleister-Klassen. Negativ entwickelten sich vor allem personalintensive Reisekonzerne, beispielsweise Accor, Carnival und TUI. Auch andere Dienstleister mit verhältnismäßig hohem Personalkostenanteil, wie die Amadeus IT Group und der Caterer Compass Group, verzeichneten zurückgegangene Cash Flows. Dem gegenüber steht die positive Entwicklung von kapitalintensiven Pharma-nahen Dienstleistern wie Eurofins, Evotec und Fresenius. Somit ist der Unterschied zwischen den Klassen durch die gegenläufige Entwicklung im Jahresverlauf verschwunden.

## Fluggesellschaften und Banken



Entwicklung der Oper. Cash Flow-Quote

Warum zeigen wir Banken und Fluggesellschaften in einer Grafik? Weil diese zwei Branchen die einzigen sind, die rund um die COVID19-Krise eine negative Cash Flow-Quote aufweisen. Bei Banken war sie Anfang 2020 leicht negativ, bei Fluggesellschaften auf dem Niveau personalintensiver Dienstleister. Seitdem hat sich das Bild dramatisch verändert. Während die Cash Flows der Fluggesellschaften durch die anhaltenden Reisebeschränkungen weiterhin im freien Fall sind, haben die meisten Banken die Chance genutzt, aus den Liquiditätsschwemmen der EZB operative Provisionserträge zu generieren. Ab dem dritten Quartal waren die operativen Cash Flow-Quoten hier positiv, als Beispiele können ABN Amro, BNP Paribas, Deutsche Bank, ING und alle spanischen Banken im EuroStoxx600 genannt werden. Das vierte Quartal hat eine weitere Verbesserung gebracht, teilweise sogar im zweistelligen Bereich.

Ganz im Gegenteil dazu die Fluggesellschaften: Während die Mitglieder dieser Branche vor der Krise noch auskömmliche operative Cash Flow-Quoten im unteren zweistelligen Bereich verzeichnen konnten, hat nunmehr kein einziger Emittent mehr einen positiven Cash Flow.

Neben der im letzten Artikel angesprochenen Verschuldung und allgemeinen Kreditqualität hat sich auch das operative Geschäft durch die Pandemie und die Eindämmungsmaßnahmen der Behörden grundlegend verändert. Vormalig stabile Geldeingänge sind nicht mehr gesichert. Zwischen den Wirtschaftssektoren finden Verschiebungen statt und langfristige Trends, z.B. zu größerem Onlineanteil und Digitalisierung, sowie der Verschiebung von Freizeitaktivitäten aus dem öffentlichen in den privaten Raum, haben sich beschleunigt.

Die datengestützte Beobachtung dieser Entwicklungen ist eine wichtige Voraussetzung für Investoren, die Auswirkungen der Trends auf Emittenten zu antizipieren und sich daran angepasst zu positionieren.