

Allianz Research

Guerra dei prezzi per le compagnie aeree europee – Allacciate le cinture di sicurezza

07 Luglio 2022



Maria Latorre
B2B Sector Advisor
maria.latorre@allianz-trade.com

EXECUTIVE SUMMARY

- I voli cancellati potrebbero diventare la nuova normalità in Europa, poiché le compagnie aeree si sforzano di proteggere i margini in mezzo all'aumento dei prezzi del carburante per jet (+89% da inizio anno). Con salari che rappresentano il 25% delle entrate (rispetto alla media globale del 19%), le compagnie aeree europee hanno pochi incentivi ad affrontare la carenza di personale a breve termine.
- Di conseguenza, le tariffe aeree stanno decollando in Europa: dopo anni di declini, prevediamo che i prezzi aumenteranno del +21% nel 2022. Mentre questo aumenterà i ricavi del +102% a/a nel 2022, non sarà sufficiente per evitare un terzo anno consecutivo di perdite nette (-9,7 miliardi di dollari). Le compagnie aeree europee non raggiungeranno il pareggio fino al 2023.
- A lungo termine, la transizione verde rappresenta una problematica ancora maggiore per le compagnie aeree in Europa, data la crescente concorrenza degli operatori ferroviari, che producono l'85% in meno di CO2 rispetto agli aerei e sono di proprietà statale (cioè sostenuti finanziariamente quando investono). Rinnovare una flotta di vecchia generazione in un contesto di tassi in aumento e rating declassati sarà costoso per un settore il cui debito è cresciuto di 1,4 volte nel 2020. Le nuove normative sull'uso di carburante sostenibile per l'aviazione (2,5 volte più costoso) danneggeranno ulteriormente i margini: la miscela del 38% / 62% di SAF / cherosene obbligatoria entro il 2045 aumenterà i costi di rifornimento del +57%.

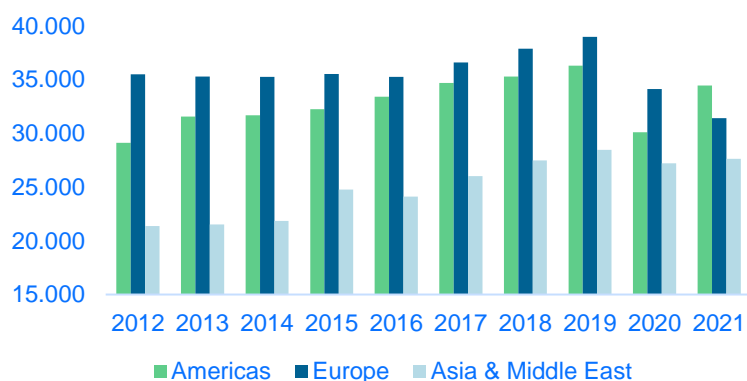
I voli cancellati potrebbero diventare la nuova normalità in Europa mentre le compagnie aeree si sforzano di proteggere i margini in mezzo all'aumento dei prezzi del carburante per jet.

Con salari che rappresentano il 25% delle entrate (rispetto alla media globale del 19%), le compagnie aeree europee hanno pochi incentivi ad affrontare la carenza di personale a breve termine. Nel 2020, i lockdown e le chiusure delle frontiere hanno costretto le compagnie aeree di tutto il mondo ad adottare drastiche misure di risparmio sui costi, tra cui la sospensione dei dividendi, la riduzione degli investimenti al minimo indispensabile, il passaggio a una gestione più razionale del capitale circolante e, tra le misure più criticate, il licenziamento di personale. Mentre il carburante per jet è sempre stato il costo maggiore per le compagnie aeree a livello globale (circa il 25% dei ricavi totali), la sua natura variabile ha permesso di ridurre i

consumi in proporzione alla riduzione delle vendite. Al contrario, i salari per il personale, il secondo costo più significativo per le compagnie aeree, sono fissi, equivalenti al 19% dei ricavi pre-pandemia.

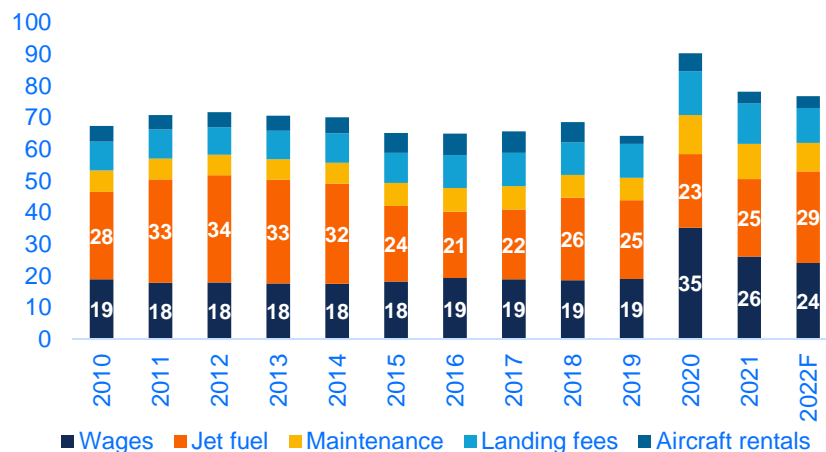
La massa salariale è più alta per le compagnie aeree europee (25% dei ricavi nell'anno fiscale 2019 contro il 19% del carburante per jet), non solo a causa delle dimensioni della forza lavoro superiore alla media, ma anche perché i salari minimi in Europa sono relativamente più alti. Questo spiega perché le compagnie aeree europee hanno avuto il margine EBITDA più basso nel 2020 (-44% in media, contro -20% per le Americhe e -10% per Asia e Medio Oriente), e perché hanno ulteriormente ridotto il loro personale del -8% a/a nel 2021, anche se i colleghi in Nord e Sud America hanno aumentato il loro personale del +14% a/a in media.

Figura 1: Numero medio di dipendenti delle compagnie aeree ¹ per area geografica



Fonti: Bloomberg, Allianz Research.

Figura 2: Spese operative in % dei ricavi (globale)



Fonti: Bloomberg, Allianz Research.

Ora, la carenza di personale combinata con gli scioperi degli attuali dipendenti, che richiedono salari più alti e migliori condizioni di lavoro, hanno portato molte compagnie aeree a cancellare i voli. Questo, a sua volta, ha spinto al rialzo i prezzi (le tariffe medie dei passeggeri aerei per l'Europa sono passate da USD193 a febbraio 2022 a USD215 a maggio). A breve termine, la

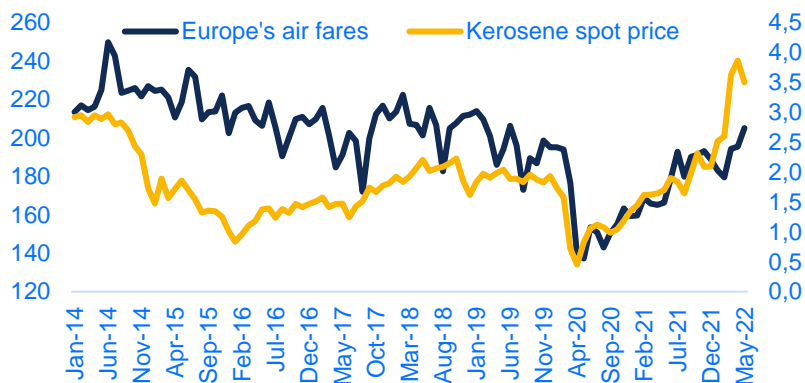
¹ Per questo esercizio è stato utilizzato un campione di 55 compagnie aeree: 13 europee, 15 nordamericane e latinoamericane e 27 asiatiche e mediorientali..

scarsità di voli può effettivamente avvantaggiare le compagnie aeree poiché possono aumentare le entrate aumentando le tariffe, piuttosto che agire sui volumi. In questo modo, le aziende possono assorbire gli effetti negativi dell'aumento dei prezzi del carburante per jet (che sono aumentati del +89% da inizio anno) e ritardare la spesa aggiuntiva per l'assunzione di più lavoratori.

Di conseguenza, le tariffe aeree decolleranno in Europa: dopo anni di declini, prevediamo che i prezzi aumenteranno del +21% nel 2022.

Con l'arrivo delle compagnie aeree low-cost in Europa, l'elevata concorrenza ha costretto le compagnie aeree tradizionali a tagliare i prezzi: da maggio 2014, quando i prezzi del cherosene hanno iniziato a scendere, a maggio 2020, le tariffe aeree sono scese del -39%. Questa tendenza si è tuttavia invertita nel 2022: a partire da maggio, le tariffe da inizio anno sono aumentate del +12%. Prevediamo che l'impennata dei prezzi dei biglietti raggiungerà il +21% a/a entro la fine del 2022 e raggiungerà il picco solo nel primo trimestre del 2023.

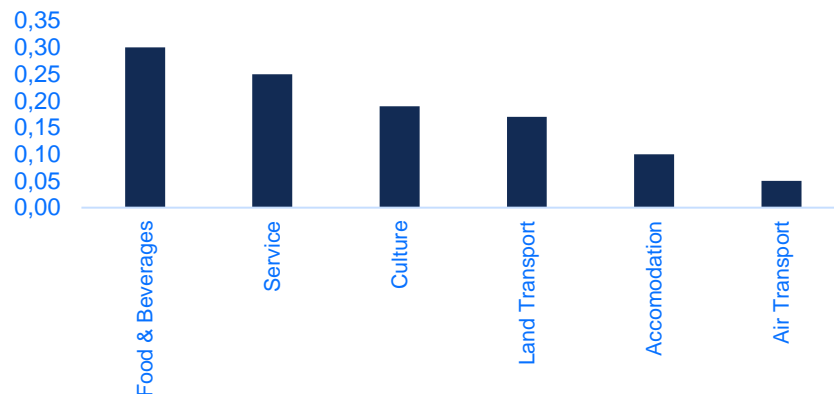
Figura 3: Tariffe passeggeri aeree (USD, a sinistra) rispetto al prezzo del carburante per jet (USD/gal, a destra)



Fonti: Refinitiv Eikon Datastream, Allianz Research.

Nonostante l'aumento dei prezzi, ci aspettiamo che la domanda rimanga forte, poiché il terzo e il quarto trimestre dell'anno sono tradizionalmente periodi di punta per i viaggi (con la stagione estiva nell'emisfero settentrionale e le festività di fine anno). Nel 2019, il *load factor* globale era in media del 90% e dell'85% per l'Europa. Oggi si attesta rispettivamente al 77% e al 71%, mostrando chiari segni di ripresa. Inoltre, dopo le chiusure per la pandemia, i consumatori sembrano più disposti a viaggiare, preferendo accorciare la durata dei loro viaggi o soggiornare in alloggi meno costosi per compensare i maggiori costi di trasporto, il che suggerisce che viaggiare non è più considerato così discrezionale come in passato. Di conseguenza, prevediamo che i ricavi delle compagnie aeree europee aumenteranno in media del 102% a/a nel 2022. Nel 2023 prevediamo un aumento del +23% annuo, che riporterà i ricavi ai livelli osservati nel 2019 (in termini di valore), raggiungendo il pareggio.

Figura 4: Sensibilità della spesa per i servizi dell'Eurozona. Produzione di servizi. Variazione % annua in risposta a una variazione di 1pp dei redditi reali (stima su dati 2007-2019)



Fonti: Oxford Economics, Allianz Research.

Tuttavia, tariffe aeree più elevate non saranno sufficienti per evitare un terzo anno consecutivo di perdite nette. Dopo i -137,7 miliardi di dollari del 2020 (margine netto del -36,0%) e i -42,1 miliardi di dollari del 2021 (margine netto del -8,3%), l'Associazione Internazionale del Trasporto Aereo prevede perdite nette di -9,7 miliardi di dollari nel 2022 (margine netto del -1,2%).

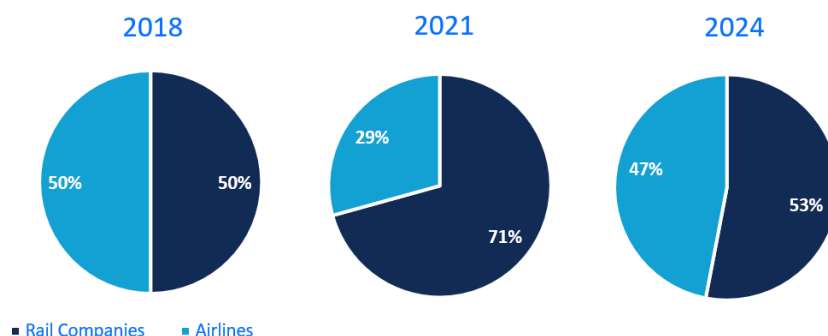
A lungo termine, la transizione verde dell'Europa presenta una perturbazione ancora più grande.

In un mondo che cerca di diventare più verde, lo slancio per le compagnie aeree europee svanirà a medio termine in quanto dovranno affrontare una concorrenza ancora maggiore: gli operatori ferroviari. Le dimensioni relativamente ridotte dell'Europa e la libera mobilità tra i paesi rendono il trasporto ferroviario una valida alternativa ai voli. Con una lunghezza totale di 200.161 km (di cui il 58% elettrificato), l'UE ha una delle reti ferroviarie più lunghe del mondo e la più alta densità di rete (lunghezza/superficie).

Prima della pandemia, le compagnie aeree e ferroviarie europee detenevano ciascuna il 50% del mercato in termini di entrate, con circa 118.000 milioni di euro all'anno. Questa ripartizione è cambiata nel periodo 2020-2021 poiché le compagnie aeree hanno perso quote di mercato a favore delle compagnie ferroviarie (30% compagnie aeree, 70% compagnie ferroviarie). Per le compagnie aeree *low-cost*, circa il 38% delle entrate proviene dal *business* a lungo raggio, che ha sofferto di più durante la pandemia. Al contrario, le compagnie ferroviarie non hanno quasi nessuna attività al di fuori dell'Europa. Di conseguenza, hanno già superato i livelli di entrate del 2019.

Mentre prendere un treno è ancora più costoso su alcune tratte (viaggio di andata e ritorno Parigi-Londra: 194 euro in treno vs 101 euro in aereo; Viaggio di andata e ritorno Monaco-Milano: 176 euro in treno contro 129 euro in aereo), le compagnie ferroviarie sono destinate a diventare più competitive man mano che i governi accelerano la transizione verso le ferrovie ad alta velocità. In questo contesto, anche se le compagnie aeree potrebbero tornare alla loro quota di mercato pre-pandemia in mezzo al rilancio dei servizi a lungo raggio, riteniamo che le compagnie ferroviarie continueranno a vedere un business robusto e potrebbero persino mantenere una quota di mercato superiore al 50%.

Figura 5: Quota di mercato per fatturato (Europa)

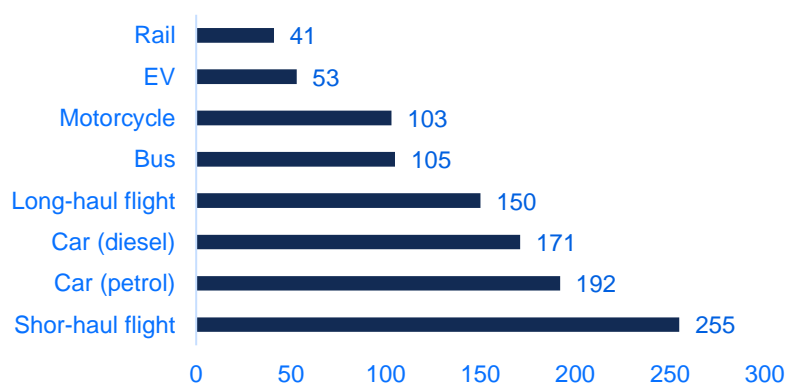


Fonti: Refinitiv Eikon, Allianz Research.

Tre fattori contribuiranno all'aumento dell'uso dei treni nei prossimi anni:

- 1) Mentre le compagnie ferroviarie operano come monopolio nella maggior parte dei paesi europei, l'UE ha deciso di liberalizzare il mercato ferroviario commerciale a lunga distanza dal 2021 al fine di incoraggiare la concorrenza e l'innovazione, nonché per migliorare i servizi. Parallelamente, la Commissione europea ha lavorato su una rete transeuropea di trasporto (ferrovie e strade), con l'obiettivo di collegare 424 città e imporre una velocità minima di 160 km/h. Il completamento della rete è previsto entro il 2040.
- 2) La stragrande maggioranza degli operatori ferroviari sono di proprietà statale, il che significa che sono sostenuti finanziariamente dai governi. Ciò fornisce l'accesso a strumenti di finanziamento più economici in quanto queste società beneficiano di un *rating* sovrano. Per fare un confronto, appena il 28% delle compagnie aeree europee sono *investment grade*. Avere accesso al credito è fondamentale quando si tratta di nuovi progetti, piani di espansione della rete o ristrutturazione del materiale rotabile. Per questo motivo, le compagnie aeree si trovano in una posizione svantaggiosa e troveranno più difficile finanziare la loro transizione verde.
- 3) La consapevolezza dei consumatori sulle impronte di carbonio è aumentata, contribuendo a nuovi movimenti ambientali come il "*flight shaming*". Ciò pone le basi per un aumento dell'uso di trasporti meno inquinanti. Dopotutto, l'impronta di carbonio di un volo di andata e ritorno tra Parigi e Amsterdam (862 km) è 96 kg di CO₂; prendere un treno emetterebbe solo 13 kg (cioè l'86% in meno).

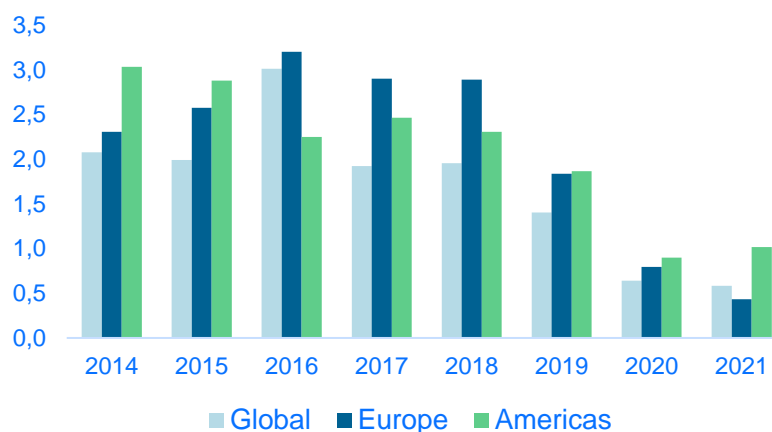
Figura 6: Impronta di carbonio del viaggio (grammi di CO₂/passaggero-chilometro)



Fonti: UK Department for Business, Energy & Industrial Strategy, Allianz Research.

Per le compagnie aeree, l'unico modo per evitare di perdere quote di mercato e competere con le compagnie ferroviarie eco-compatibili è anche quello di diventare verdi, ma questa strategia richiede molti investimenti. Osservando il rapporto tra investimenti e deprezzamento delle compagnie aeree, scopriamo che l'Europa è proprio la regione che ha bisogno di investire di più in nuovi aeromobili. La figura 6 mostra però che dal 2019 le compagnie aeree europee non si sono impegnate a rinnovare le loro risorse a lungo termine.

Figura 7: Rapporto investimenti/ammortamento delle compagnie aeree



Fonti: Bloomberg, Allianz Research.

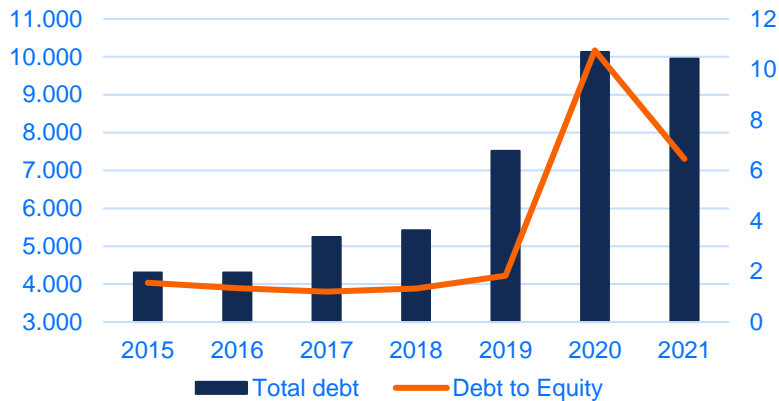
Nuovi modelli di aeromobili a emissioni zero sono in fase di realizzazione, ma progettare e costruire un modello nuovo di zecca da zero è un processo che può richiedere molti anni. Nel frattempo, i produttori di aeromobili devono aggiornare i modelli esistenti, adattando i motori e rendendoli più efficienti in termini di consumo di carburante. Tuttavia, questi modelli aggiornati sono anche più costosi, con prezzi compresi tra USD105mn-150mn per un aereo commerciale con capacità di 110-200 passeggeri (a corto / medio raggio) e USD275mn-440mn per aeromobili con capacità di 400-550 passeggeri (lungo raggio).

Le compagnie aeree possono permettersi un aumento degli investimenti? Prima della pandemia, le compagnie aeree europee registravano in media circa 2 050 milioni di dollari di liquidità dalle operazioni. Questa cifra è diventata negativa nel 2020 (-USD1 770 milioni) e ha raggiunto il pareggio nel 2021. Ciò suggerisce che le compagnie aeree non sono nemmeno in grado di investire organicamente i propri fondi in nuove flotte a breve termine, il che le costringe a cercare finanziamenti esterni. Ciò è fattibile, ma il finanziamento oggi è molto più costoso rispetto a qualche anno fa, quando le compagnie aeree avevano un *rating* migliore (i *covenant* per le società non IG erano molto difficili a causa del loro scarso profilo di rischio di credito) e i tassi di interesse erano più bassi. Inoltre, la maggior parte delle aziende del settore ha raggiunto livelli di indebitamento mai visti prima². Questo debito dovrà essere rimborsato nei prossimi anni per tornare ai coefficienti di leva finanziaria pre-pandemia. Finché le compagnie

² Nel 2019 sono state introdotte nuove norme contabili sui leasing (IFRS-16). In base a tali norme, i leasing devono essere iscritti in bilancio sotto forma di attività di diritto d'uso e compensati con una passività di leasing, il che aumenta "artificialmente" il livello di indebitamento dei locatari (compagnie aeree).

aeree continueranno senza ridurre l'indebitamento e non riusciranno a generare abbastanza OCF³, non saranno in grado di realizzare nuovi progetti di investimento.

Figura 8: Debito medio delle compagnie aeree europee (milioni di USD, a sinistra) e rapporto di leva finanziaria (a destra)



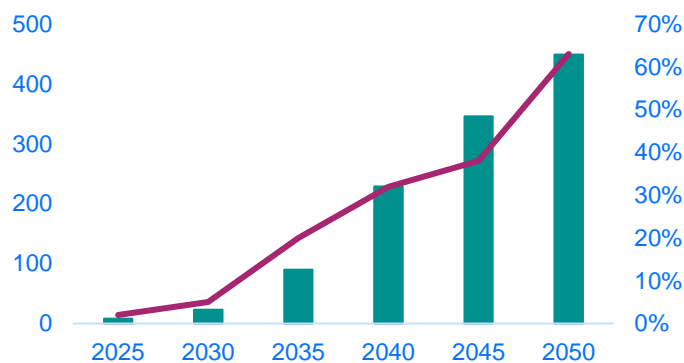
Fonte: Bloomberg, Allianz Research.

La transizione verso aeromobili meno inquinanti significa anche allontanarsi dal carburante per jet tradizionale. Nel 2020 la CE ha concordato una serie di iniziative denominate "Green Deal europeo", volte a ridurre le emissioni di gas a effetto serra di almeno il 55% entro il 2030 per rendere l'UE climaticamente neutra nel 2050. Poiché i trasporti rappresentano circa il 25% delle emissioni di gas a effetto serra dell'UE, le compagnie aeree che operano all'interno e nell'UE saranno soggette a una nuova tassa sul carburante per l'aviazione e saranno tenute a utilizzare più carburante sostenibile per l'aviazione (SAF), ottenuto da fonti quali fanghi di depurazione, residui agricoli e di legno, oli da cucina usati o rifiuti. SAF riduce le emissioni di CO₂ fino all'80%. Questo mandato inizia nel 2025, anno entro il quale il consumo totale di carburante delle compagnie aeree deve contenere almeno il 2% di SAF con il requisito che continuerà ad aumentare in seguito..

I motori degli aeromobili di oggi consentono alle compagnie aeree di operare voli passeggeri in sicurezza su una miscela 50/50 di SAF e carburante standard. Tuttavia, le SAF rappresentano oggi solo l'1% del consumo totale di carburante per jet all'interno dell'UE perché la loro produzione su scala inferiore li rende 2,5 volte più costosi del carburante per jet convenzionali. Di conseguenza, il mandato del Green Deal rappresenta una forte minaccia per i margini delle compagnie aeree, soprattutto nel caso dei vettori a basso costo. Entro il 2025, gli effetti di questa transizione non saranno così dannosi, ma stimiamo che l'utilizzo di una miscela di 20% SAF e 80% cherosene entro il 2035 aumenterà i costi del carburante del +30%. Una miscela del 38%/62% (richiesta entro il 2045) aumenterà i costi del +57%. Pertanto, per incentivare l'uso di questo carburante e accelerare la transizione energetica delle compagnie aeree, i governi devono promuovere la produzione di massa di SAF e renderla più accessibile..

³ Flusso di cassa operativo: l'ammontare della liquidità generata dalle operazioni commerciali di un'azienda. Dovrebbe essere positivo e sufficientemente ampio da consentire all'azienda di mantenere e far crescere le proprie attività in modo organico (senza finanziamenti esterni).

Figura 9: SAF previsto richiesto per Net Zero 2050 (miliardi di litri: sinistra, minimo % requisito: destra)



Fonte: IATA, Allianz Research.

Per sviluppare un'industria dei trasporti sostenibile, l'Europa avrà bisogno di sussidi governativi legati all'ecologia e di politiche pubbliche che garantiscano la continuità del mercato nei prossimi anni (ferrovia vs aerei). Ma, soprattutto, le compagnie aeree dovranno trasformare le loro strutture di costo. A medio termine, la digitalizzazione e l'intelligenza artificiale possono essere il modo per ridurre il personale negli aeroporti e semplificare i processi. Entro il 2035 ciò compenserà potenzialmente l'aumento del consumo di carburante elettrico. La transizione richiederà, tuttavia, anche ulteriori iniezioni di capitale per renderla fattibile.

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla dichiarazione di non responsabilità fornita di seguito.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano su opinioni e ipotesi attuali della direzione e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi reali possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali deviazioni possono sorgere a causa, a titolo esemplificativo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nei mercati del Gruppo Allianz e non, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità del mercato, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurata, anche derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza dei fenomeni osservati, (vi) entità delle inadempienze creditizie, in particolare nel settore bancario, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio Euro / Dollaro, (ix) modifiche delle leggi e dei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) impatto delle acquisizioni, inclusi i relativi problemi di integrazione, comprese le misure di riorganizzazione e (xi) fattori competitivi generali, da considerarsi su base locale, regionale, nazionale e / o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili o avere conseguenze più accentuate a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE

La società non assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni o dichiarazioni previsionali contenute nel presente documento, salvo eventuali informazioni che devono essere divulgate dalla legge.

Allianz Trade è il marchio utilizzato per designare una serie di servizi forniti da Euler Hermes