

Athens International Airport

Griechenlands Tor zur Welt

Monopol-Infrastruktur mit ~13% FCF-Rendite

ATHEX: AIA

INVESTMENT-SNAPSHOT

Sektor:	Flughafeninfrastruktur — Monopol
Standort:	Spata, Attika, Griechenland
Marktanteil:	~38% aller Passagiere in Griechenland
Konzession:	Bis 2046 (~20 Jahre verbleibend)
Free Cashflow:	~350 Mio. EUR/Jahr
P/E bei Kauf:	~12x
Passagiere (2024):	31,9 Mio. (Rekord)
Erstinvestment:	Ø 9,40 EUR (2025-2026)

Inhaltsverzeichnis

- 1.** Zusammenfassung der Investment-These
- 2.** Das Unternehmen
- 3.** Geschäftsmodell — Zwei Einnahmequellen
- 4.** Wettbewerbsposition — Monopol
- 5.** Eigentümerstruktur
- 6.** Management und Krisenresilienz
- 7.** Konzessionsvertrag und Regulierung
- 8.** Finanzkennzahlen
- 9.** Bewertung
- 10.** Risiken
- 11.** Fazit

Bevor Sie weiterlesen

Vielen Dank für Ihr Interesse an diesem Report. Wir schätzen es sehr, dass Sie sich die Zeit nehmen, unsere Analysen zu lesen — das ist nicht selbstverständlich.

«Sie brauchen in Ihrem ganzen Leben nur wenige richtige Entscheidungen zu treffen, solange Sie nicht zu viele falsche treffen.»

— Warren Buffett

Fehlinvestments gehören zum Investieren wie Gegenwind zum Segeln — auch für die Besten. Buffett verlor Milliarden mit Kraft Heinz und IBM. Munger nannte Alibaba «einen meiner schlimmsten Fehler». Pabrai kaufte Horsehead Holdings bei ~8 USD und verkaufte bei 0,28 USD. Ackman verlor über 4 Mrd. USD mit Valeant Pharmaceuticals.

Und dennoch: All diese Investoren haben ein beachtliches Vermögen aufgebaut. Was sie gemeinsam haben — nicht die Abwesenheit von Fehlern, sondern zwei Disziplinen:

- **Die Auswahl der richtigen Unternehmen.** Buffett schätzt, dass acht bis neun Entscheidungen den Großteil seines Vermögens erzeugt haben. Diese wenigen richtigen Entscheidungen waren so gut, dass sie alles andere überkompensierten.
- **Die richtige Positionsgröße.** Bei Überzeugung groß rein, bei Unsicherheit klein bleiben. Diese Asymmetrie ist der eigentliche Hebel.

Das ist auch unser Ansatz bei M & Friends Capital. Wir werden Fehler machen — das ist sicher. Aber wir arbeiten jeden Tag daran, dass unsere besten Entscheidungen groß genug gewichtet sind, um die unvermeidlichen Fehler mehr als auszugleichen.

Wir haben diesen Report nach bestem Wissen erstellt — aber wir können falsch liegen. Wir investieren unser eigenes Geld auf Basis dieser Analyse — weil wir von ihr überzeugt sind, nicht weil wir die Wahrheit gepachtet haben. Lesen Sie diesen Report kritisch, bilden Sie sich Ihre eigene Meinung — und wenn Sie Fragen haben, schreiben Sie uns.

Viel Spaß beim Lesen!

Ihr Maik und Manuel

1. Zusammenfassung der Investment-These

Athens International Airport S.A. (ATHEX: AIA) betreibt den einzigen internationalen Flughafen der griechischen Hauptstadt Athen — den «Eleftherios Venizelos». Der Flughafen wickelt rund 38% des gesamten Passagierverkehrs Griechenlands ab und ist damit das mit Abstand wichtigste Luftfahrt-Drehkreuz des Landes.

Die Investment-These basiert auf einer seltenen Kombination: Ein reguliertes Monopol mit vorhersehbaren Cashflows, einer Free-Cashflow-Rendite von ~13% bei unserem Kaufkurs, und einer verbleibenden Konzessionslaufzeit von rund 20 Jahren. Griechenland erlebt seit Jahren einen strukturellen Tourismusboom — und der Flughafen ist die zentrale Infrastruktur, durch die ein Großteil dieses Wachstums fließt.

Das Geschäftsmodell hat zwei klar getrennte Einnahmequellen. Die regulierten Aeronautical Revenues liefern stabile, vorhersehbare Erträge. Die unregulierten Non-Aeronautical Revenues — Retail, Gastronomie, Parking, Werbung — bieten zusätzliches Wachstumspotenzial mit deutlich höheren Margen.

Die Kernthese in einem Satz: Wir kaufen bei unserem Kaufkurs ein Infrastruktur-Monopol mit planbaren Cashflows, das sich in rund 8 Jahren amortisiert — ohne Wachstum einzurechnen.

Unternehmen	Athens International Airport S.A.
Börse / Ticker	ATHEX: AIA
Market Cap bei Kauf	~2,8 Mrd. EUR
P/E bei Kauf	~12x
Free Cashflow (FY2024)	~350 Mio. EUR
FCF-Rendite bei Kauf	~13%
Konzession verbleibend	~20 Jahre (bis 2046)

2. Das Unternehmen

Der Athens International Airport «Eleftherios Venizelos» wurde im März 2001 eröffnet — rechtzeitig vor den Olympischen Spielen 2004 in Athen. Der Flughafen liegt in Spata, etwa 33 Kilometer östlich des Athener Stadtzentrums, und ist über Autobahn, Metro und Vorortbahn direkt an die Metropolregion angebunden.

Das Unternehmen wurde als Public-Private-Partnership gegründet. Die griechische Regierung vergab eine langfristige Konzession zum Bau und Betrieb des Flughafens. Nach dem Börsengang an der Athener Börse (ATHEX) im Februar 2024 ist AIA nun börsennotiert und für Investoren zugänglich. Zuvor war der Flughafen jahrzehntelang in privater Hand ohne öffentlichen Markt.

AIA wickelt den gesamten kommerziellen Luftverkehr der Region Attika ab — Linienflüge, Charterflüge, Fracht und Militärverkehr. Mit 31,9 Millionen Passagieren im Jahr 2024 (ein neuer Rekord) ist der Flughafen der mit Abstand größte Griechenlands. Zum Vergleich: Der zweitgrößte Flughafen, Thessaloniki, hat weniger als ein Drittel des Volumens.

Griechenland ist eines der tourismusabhängigsten Länder Europas. Der Tourismus trägt direkt und indirekt rund 25% zum BIP bei. Athen als Hauptstadt und kulturelles Zentrum ist dabei nicht nur selbst ein Touristenziel, sondern auch das wichtigste Umsteigedrehkreuz für die griechischen Inseln — Santorini, Mykonos, Kreta und viele weitere.

Diese Drehkreuzfunktion ist strukturell verankert: Die meisten internationalen Flüge nach Griechenland landen in Athen, von wo Passagiere auf Inlandsflüge oder Fähren umsteigen. Dieses «Hub-and-Spoke»-Modell sorgt für natürliche Nachfrage unabhängig davon, ob das Endziel Athen selbst oder eine der Inseln ist.

3. Geschäftsmodell — Zwei Einnahmequellen

Das Geschäftsmodell von AIA besteht aus zwei klar getrennten Segmenten, die sich gegenseitig ergänzen:

Aeronautical Revenues (~74-76% des Umsatzes)

Dies sind die regulierten Einnahmen aus dem Flughafenbetrieb: Landegebühren, Passagiergebühren und Handling-Fees, die Airlines an den Flughafen zahlen. Diese Gebühren werden im Rahmen des Airport Development Agreement (ADA) mit dem griechischen Staat reguliert.

Die Regulierung sieht eine Obergrenze vor: Der Flughafen darf mit den aeronautischen Gebühren maximal eine inflationsangepasste Eigenkapitalrendite (ROE) von 15% erzielen. Das klingt nach Einschränkung — ist aber in Wahrheit eine Garantie: Solange der Flughafen diese Schwelle nicht überschreitet, hat er Freiheit bei der Gebührengestaltung. Und 15% ROE ist ein sehr attraktiver regulierter Return.

Non-Aeronautical Revenues (~24-26% des Umsatzes)

Hier liegt der eigentliche Hebel. Die nicht-aeronautischen Einnahmen umfassen: Retail-Flächen im Terminal (Duty Free, Shops), Food & Beverage, Parkgebühren, Werbeflächen und Immobilienvermietung. Diese Einnahmen sind unreguliert — der Flughafen kann Preise und Konditionen frei gestalten.

Die Non-Aeronautical-Sparte erzielt eine Net-Profit-Marge von rund 40% — deutlich höher als das regulierte Segment. Mit steigenden Passagierzahlen wachsen diese Einnahmen überproportional: Mehr Passagiere bedeuten mehr Kunden für Shops, Restaurants und Parkplätze, ohne dass proportional mehr Kosten entstehen.

Aeronautical Revenue	~74-76% des Umsatzes
Non-Aeronautical Revenue	~24-26% des Umsatzes
Regulierte ROE-Obergrenze	15% inflationsangepasst
Non-Aeronautical Marge	~40% Nettogewinn

4. Wettbewerbsposition — Monopol

Athens International Airport besitzt das stärkste denkbare Wettbewerbsmerkmal: ein natürliches und regulatorisches Monopol. Es gibt in der gesamten Region Attika — dem wirtschaftlichen Herz Griechenlands mit ~4 Millionen Einwohnern — keinen zweiten Flughafen für kommerziellen Verkehr. Und es wird auch keinen geben: Die Konzession schließt dies aus.

Der Flughafen wickelt rund 38% aller Passagiere in Griechenland ab. Diese Marktstellung ist nicht durch Wettbewerbsvorteile erarbeitet — sie ist strukturell verankert durch Geographie, Regulierung und Infrastruktur.

Für Investoren bedeutet das:

- **Keine Substitutionsgefahr.** Airlines können nicht auf einen Konkurrenzflughafen in der Region ausweichen. Jede Flugverbindung nach/von Athen läuft über AIA.
- **Preissetzungsmacht.** Innerhalb des regulatorischen Rahmens kann AIA Gebühren anpassen, ohne Kunden zu verlieren. Die Nachfrage ist preisunelastisch.
- **Planbare Cashflows.** Die Monopolstellung eliminiert das Wettbewerbsrisiko, das bei den meisten Unternehmen die größte Unsicherheitsquelle ist.
- **Inflationsschutz.** Die regulierte ROE-Obergrenze ist inflationsangepasst — bei steigender Inflation steigen automatisch auch die zulässigen Gebühren.

Diese Art von Monopol-Infrastruktur ist das, was Buffett als «Toll Bridge» bezeichnet — eine Mautbrücke, an der jeder vorbei muss. Der Athener Flughafen ist genau das: Wer nach Athen oder über Athen auf die Inseln fliegen will, zahlt an AIA.

5. Eigentümerstruktur

Die Eigentümerstruktur von AIA spiegelt die Entstehungsgeschichte als Public-Private-Partnership wider. Nach dem Börsengang im Februar 2024 verteilen sich die Anteile wie folgt:

Aktionär	Anteil
AviAlliance (PSP Investments, Kanada)	~50%
Griechischer Staat (Growthfund / HCAP)	~25,6%
Copelouzos Group	~5%
Free Float (Börse)	~24%

Der Mehrheitsaktionär AviAlliance ist ein auf Flughäfen spezialisierter Investor, der im Besitz von PSP Investments steht — einem der größten kanadischen Pensionsfonds. AviAlliance betreibt neben Athen auch Düsseldorf, Hamburg und Budapest. Das bedeutet: Der operative Partner ist ein erfahrener, langfristig orientierter Infrastrukturinvestor mit direktem Know-how im Flughafenbetrieb.

Der griechische Staat hält über den Growthfund (Hellenic Corporation of Assets and Participations) weiterhin ~25,6% — ein Signal, dass der Staat an der langfristigen Wertentwicklung des Flughafens partizipieren will, statt alles zu privatisieren.

Die Copelouzos Group, eine griechische Industriefamilie mit breitem Portfolio in Energie und Infrastruktur, hält ~5%. Als ursprünglicher Mitgesellschafter des Flughafens bringt die Familie lokale Verankerung und politische Netzwerke ein.

6. Management und Krisenresilienz

Yiannis Paraschis leitete Athens International Airport 19 Jahre lang als CEO — länger als jeder andere in der Geschichte des Flughafens. In dieser Zeit führte er AIA durch die griechische Finanzkrise, die das Land an den Rand des Euro-Austritts brachte, und anschließend durch die COVID-19-Pandemie, die den globalen Luftverkehr praktisch zum Erliegen brachte.

Was Paraschis von vielen anderen Flughafen-CEOs unterschied: Er war auf die Pandemie vorbereitet. In einem Interview erklärte er sinngemäß, dass die Einschränkungen und Kontrollmaßnahmen während COVID für sein Team nichts grundlegend Neues waren — weil der Athener Flughafen bereits 2009, während des H1N1-Grippeausbruchs (der sogenannten «Schweinegrippe»), vergleichbare Gesundheitskontrollen, Temperaturmessungen und Passagierscreenings implementiert hatte.

Diese Aussage ist bemerkenswert. Während weltweit Flughafenbetreiber im Frühjahr 2020 improvisieren mussten und Milliardenverluste einfuhren, hatte AIA ein erprobtes Playbook aus 2009. Der Flughafen konnte schneller reagieren, die Betriebskosten effizienter anpassen und war unter den ersten in Europa, die nach den Lockdowns den Betrieb wieder hochfuhren.

Im Februar 2026 übergab Paraschis die Führung an George Kallimasias, der zuvor innerhalb des Unternehmens in leitenden Positionen tätig war. Die interne Nachfolge spricht für eine stabile Unternehmenskultur und Kontinuität in der Strategie.

7. Konzessionsvertrag und Regulierung

Der Konzessionsvertrag zwischen AIA und dem griechischen Staat ist das Herzstück des Geschäftsmodells. Er wurde ursprünglich für 30 Jahre geschlossen und 2019 um weitere 20 Jahre bis 2046 verlängert. Zum Zeitpunkt unseres Kaufs verbleiben also noch rund 20 Jahre.

Der Vertrag regelt die Rechte und Pflichten beider Seiten im Detail:

- **Exklusivität:** AIA hat das alleinige Recht, den kommerziellen Flughafenbetrieb in der Region Attika zu führen. Kein zweiter Flughafen darf gebaut werden.
- **Regulierte Rendite:** Die aeronautischen Gebühren sind so geregelt, dass AIA maximal 15% ROE (inflationsangepasst) erzielen darf — ein attraktiver, planbarer Return.
- **Investitionspflichten:** AIA muss bestimmte Infrastrukturinvestitionen tätigen, um den Flughafen modern zu halten. Diese Capex ist planbar und im Vertrag verankert.
- **Rückgabe 2046:** Am Ende der Konzession fällt der Flughafen an den griechischen Staat zurück. Das bedeutet, dass der gesamte Wert des Investments in den Cashflows bis dahin liegt — nicht in einem Restwert.

Die Konzessionsverlängerung 2019 war ein starkes Signal: Der griechische Staat hat die Partnerschaft als erfolgreich bewertet und sich für weitere 20 Jahre an das PPP-Modell gebunden. Dies gibt langfristige Visibilität — eine Seltenheit an den Aktienmärkten.

8. Finanzkennzahlen

Die Finanzkennzahlen von AIA (Geschäftsjahr 2024) reflektieren die Qualität eines Monopol-Infrastrukturassets mit regulierten Renditen und starker operativer Effizienz:

Umsatz (FY2024)	665,5 Mio. EUR (+10,2% ggü. Vorjahr)
EBITDA (FY2024)	439,8 Mio. EUR (Marge: 63,8%)
Nettogewinn (FY2024)	235,9 Mio. EUR
Capex (FY2024)	33,0 Mio. EUR
Passagiere (FY2024)	31,9 Mio. (Rekord, +13%)
Aktienanzahl	~300 Mio. Stück

Der Free Cashflow liegt deutlich über dem Nettogewinn, was zeigt, dass AIA ein Asset-Light-Geschäft im stabilen Betriebsmodus ist: Die großen Investitionen in den Flughafen sind bereits getätigt, die laufenden Capex-Anforderungen waren 2024 mit 33 Mio. EUR moderat.

Allerdings steigt die Capex in den kommenden Jahren durch das Airport Expansion Program (AEP) deutlich an: ~166 Mio. EUR (2024 geplant), ~178 Mio. EUR (2025), ~247 Mio. EUR (2026) und ~252 Mio. EUR (2027). Der Ausbau erhöht die Kapazität und stärkt die langfristige Wettbewerbsposition des Flughafens.

Passagierwachstum als Bonus

Griechenland hat seit der Euro-Krise ein beeindruckendes Comeback hingelegt. Der Tourismus ist der wichtigste Wachstumstreiber, und die Passagierzahlen am Athener Flughafen sind von ~16 Mio. (2015) auf 31,9 Mio. (2024) gestiegen — praktisch eine Verdopplung in weniger als einem Jahrzehnt.

Dieses Wachstum ist in unserer Bewertung nicht eingepreist. Wir rechnen konservativ mit konstanten Cashflows. Jedes zusätzliche Passagierwachstum — und die Wahrscheinlichkeit ist hoch — verbessert den Return weiter.

9. Bewertung

Die Bewertung zum Kaufzeitpunkt:

Durchschnittlicher Kaufkurs	Ø 9,40 EUR
Market Cap bei Kauf	~2,8 Mrd. EUR
P/E	~12x
FCF-Rendite	~13%
Payback-Periode	~8 Jahre (ohne Wachstum)
Konzession verbleibend	~20 Jahre

Ein P/E von ~12x für ein Monopol-Infrastruktur-Asset mit planbaren Cashflows ist außergewöhnlich günstig. Vergleichbare börsennotierte Flughäfen in Europa — Fraport, Aéroports de Paris, Zürich Airport — handeln typischerweise mit P/E-Multiples von 20x bis 30x.

Der Discount bei AIA reflektiert mehrere Faktoren: den erst kürzlich erfolgten Börsengang (Februar 2024), die begrenzte Konzessionslaufzeit bis 2046, und die generelle Skepsis gegenüber griechischen Assets, die seit der Euro-Krise anhält.

Für uns ist jeder dieser Faktoren entweder temporär oder bereits eingepreist:

- **Börsengang-Discount:** Neue Listings brauchen Zeit, um eine Investorenbasis aufzubauen. Je mehr institutionelle Investoren die Aktie entdecken, desto eher normalisiert sich die Bewertung.
- **Konzessionslaufzeit:** 20 Jahre sind lang genug, um bei ~13% FCF-Rendite den Kaufpreis knapp 3x zu verdienen — selbst ohne jegliches Wachstum. Das Risiko, den Kaufpreis nicht zurückzubekommen, ist minimal.
- **Griechenland-Discount:** Das Land hat sich seit der Krise fundamental verbessert. Die Wirtschaft wächst, die Staatsverschuldung sinkt relativ, und der Tourismus boomt. Der Markt preist die Vergangenheit, nicht die Gegenwart.

10. Risiken

Kein Investment ohne Risiken. Wir nehmen diese bewusst in Kauf, weil wir sie als beherrschbar einschätzen — aber sie sind real:

- **Konzessionsrisiko:** Der Flughafen fällt 2046 an den Staat zurück. Eine erneute Verlängerung ist möglich, aber nicht garantiert. Unsere Bewertung basiert auf der bestehenden Laufzeit — eine Verlängerung wäre reiner Bonus.
- **Regulatorisches Risiko:** Die griechische Regierung könnte die Gebührenregulierung verschärfen oder die Bedingungen des Konzessionsvertrags ändern. Das PPP-Modell und die Verlängerung 2019 sprechen dagegen, aber politische Risiken sind nie null.
- **Tourismusabhängigkeit:** Griechenlands Wirtschaft und damit auch AIA hängen stark am Tourismus. Eine schwere Rezession in Europa, Pandemie oder geopolitische Krise könnte die Passagierzahlen temporär einbrechen lassen — wie COVID-19 gezeigt hat.
- **Geopolitisches Risiko:** Die Lage Griechenlands in der östlichen Mittelmeerregion birgt geopolitische Risiken. Spannungen mit der Türkei oder Instabilität in der Region könnten den Tourismus beeinträchtigen.
- **Capex-Risiko:** Das Airport Expansion Program erfordert erhebliche Investitionen in den kommenden Jahren (~250 Mio. EUR jährlich in Spitzenzeiten). Kostenüberschreitungen oder Verzögerungen könnten den Free Cashflow temporär belasten.
- **Liquidität:** Als relativ frischer Börsengang hat AIA eine geringere Handelstiefe als etablierte Blue Chips. Bei größeren Positionen kann die Ein- und Ausstiegsplanung relevant werden.

11. Fazit

Athens International Airport ist das seltene Infrastruktur-Investment, das Qualität und Bewertung vereint. Man bekommt ein reguliertes Monopol — den einzigen Flughafen der griechischen Hauptstadt — zu einer Free-Cashflow-Rendite von ~13%. In einem Umfeld, in dem vergleichbare Assets mit dem doppelten oder dreifachen Multiple handeln.

Die Stärke des Investments liegt in seiner Einfachheit: Jeder, der nach Athen fliegt, zahlt an AIA. Jeder, der über Athen auf die Inseln umsteigt, zahlt an AIA. Jedes Duty-Free-Produkt, jeder Kaffee, jeder Parkplatz — alles fließt in die Kassen eines Unternehmens mit ~40% Non-Aeronautical-Marge und im aktuellen Betriebsmodus moderatem Capex-Bedarf.

Die Risiken sind real — Konzessionsende 2046, Tourismusabhängigkeit, regulatorische Eingriffe, steigende Capex durch das Ausbauprogramm. Aber bei einer Payback-Periode von ~8 Jahren und einer verbleibenden Konzessionslaufzeit von 20 Jahren haben wir einen soliden Sicherheitspuffer. Und der strukturelle Tourismusboom in Griechenland, der in unserer Bewertung gar nicht berücksichtigt ist, liefert zusätzliches Aufwärtspotenzial.

Für M & Friends Capital passt Athens International Airport perfekt in die Strategie: Ein verständliches Geschäftsmodell, ein dauerhafter Wettbewerbsvorteil, erfahrenes Management — und eine Bewertung, die uns eine hohe Sicherheitsmarge bietet.

Rechtliche Hinweise

Dieser Report wurde von M & Friends Capital UG (haftungsbeschränkt) erstellt und dient ausschließlich zu Informations- und Bildungszwecken. Er stellt **keine Anlageberatung** und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar und ist nicht als solche im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) zu verstehen.

M & Friends Capital UG (haftungsbeschränkt) ist eine private Investmentpartnerschaft und kein regulierter Investmentfonds. Die hier dargestellten Analysen und Einschätzungen spiegeln die persönliche Meinung der Autoren zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wider und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern.

Interessenkonflikt: Die Autoren und/oder M & Friends Capital UG (haftungsbeschränkt) halten zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Positionen in dem besprochenen Wertpapier (Athens International Airport S.A., ATHEX: AIA). Es besteht daher ein Interessenkonflikt, da die Autoren ein finanzielles Interesse an der Kursentwicklung des besprochenen Wertpapiers haben.

Keine Gewährleistung: Die in diesem Report enthaltenen Informationen basieren auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, jedoch nicht unabhängig verifiziert haben. Wir übernehmen keine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der Angaben.

Risikohinweis: Jede Investitionsentscheidung treffen Sie eigenverantwortlich. Investitionen in Aktien sind mit erheblichen Risiken verbunden und können zum vollständigen Verlust des eingesetzten Kapitals führen. Vergangene Renditen sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Bitte konsultieren Sie bei Bedarf einen qualifizierten Finanzberater.

M & Friends Capital UG (haftungsbeschränkt)

info@mandfriendscapital.de

mandfriendscapital.de