

BRANCHENANALYSE

**Branchenanalyse Bergbahnen - Die Luft im
Wintersportgeschäft wird immer dünner**



Bild: Zermatt Bergbahnen AG

**Weitere Informationen zu ausserbörslich
gehandelten Nebenwerten finden Sie unter**

«www.otc-x.ch» und auf
«nebenwerte.schweizeraktien.net»

Inhaltsverzeichnis

- Zusammenfassung.....S. 2
- Teil 1: Die Bergbahnbranche - ein Überblick.....ab S. 3
 - 1.1 Wintersportgeschäft.....S. 3
 - 1.2 Ausflugsgeschäft.....S. 10
- Teil 2: Die finanzielle Situation der Branche.....ab S. 12
 - 2.1 Stichprobe und Benchmark.....S. 12
 - 2.2 Entwicklung von Verkehrsertrag und EBITDA.....S. 13
 - 2.3 Kosteneffizienz.....S. 15
 - 2.4 Kapitaleffizienz & Kapitalrendite.....S. 17
 - 2.5 Finanzierung.....S. 20
- Teil 3: Kennzahlen ausgewählter Bergbahnen.....ab S. 22
 - 3.1 Ausflugsbergbahnen..... S. 22
 - 3.2 Wintersportbahnen.....S. 25

Zusammenfassung

Der Trend zeigt schon seit einigen Jahren nach unten: Das Wintersportgeschäft der Schweizer Bergbahnen leidet. Auch in den Geschäftsjahren 2015/2016 hat sich dieser Negativtrend fortgesetzt. Nicht nur die ungünstige Witterung, sondern auch der starke Franken haben den auf das Wintersportgeschäft fokussierten Bergbahnen zugesetzt. Die Einbussen bei den Winterersteintritten hat in den letzten fünf Jahren rund 15% betragen. In Österreich hingegen läuft das Geschäft mit dem Schneesport deutlich besser, denn das Nachbarland gewinnt möglicherweise zulasten der Schweiz. Die rückläufigen Einnahmen im Wintersport haben den Wettbewerb zwischen den Bahnen verschärft; die Branche befindet sich daher in einem Verteilungskampf. Unter den Destinationen mit hoher Schneesicherheit und einem internationalen Brand konnte sich Zermatt dem negativen Trend weitestgehend entziehen. Einen positiven Einfluss hat auch eine hohe Dichte an Zweitwohnungen, denn Zweitwohnungsbesitzer gelten als «treue» Wintersportkunden. Die Zwei-Klassen-Gesellschaft innerhalb der Schweizer Bergbahnenbranche akzentuiert sich: Betriebe mit Fokus auf das Wintersportgeschäft und vorwiegend europäische Gäste sind weiterhin die Verlierer, während die auf das Ausflugsgeschäft, Sommerangebote und Interkontinentalgäste fokussierten Bahnen profitieren. Allerdings bremsen im laufenden Jahr die Visa-Thematik in China und die Terrorangst das Wachstum deutlich. Fels in der Brandung bleiben die Schweizer Gäste.

Bei der Analyse der Jahresabschlüsse zeigt sich, dass sich aus den genannten Gründen die Ertragslage und auch die Finanzierung vieler Bergbahnen verschlechtert hat: Die Hälfte der betrachteten Betriebe verlor in den letzten zehn Jahren um 15% an Verkehrsertrag, der Betriebsgewinn auf Stufe EBITDA ist sogar um mehr als 30% gefallen. Auch die Kapitalrendite hat sich entsprechend verschlechtert. Rund zwei Drittel der Betriebe dürften daher künftig Schwierigkeiten haben, sich eigenständig zu finanzieren. Investmentqualität haben daher nur die sechs grossen Bahnen Jungfraubahn, Titlisbahn, Pilatus, Schilthorn, Rigi und Zermatt. Bei den übrigen Aktien handelt es sich mehr um Liebhabertitel.

Teil 1: Die Bergbahnbranche – ein Überblick

Die Schweizer Bergbahnen leiden unter einem rückläufigen Wintersportgeschäft. Belastend wirken der teure Schweizer Franken und zuletzt wenig optimale Schnee- und Witterungsverhältnisse. Deutlich besser läuft das Ausflugs-geschäft. Asiatische Gäste haben einigen Bergbahnen in den letzten Jahren zu Rekordergebnissen verholfen.

1.1 Wintersportgeschäft

Das für den Grossteil der Schweizer Bergbahnen äusserst wichtige Wintersportgeschäft ist deutlich rückläufig. Die Winterersteintritte bzw. Skierdays lagen 2015/16 um rund 25% unter dem Wert von 2008/09. Abbildung 1 zeigt die Entwicklung der Skierdays in der Schweiz, in Frankreich und in Österreich seit 2000.

Abb. 1: Skierdays Schweiz, Österreich und Frankreich



Quelle: Seilbahnen Schweiz, Domaine Skiabile de France, Seilbahnen Österreich

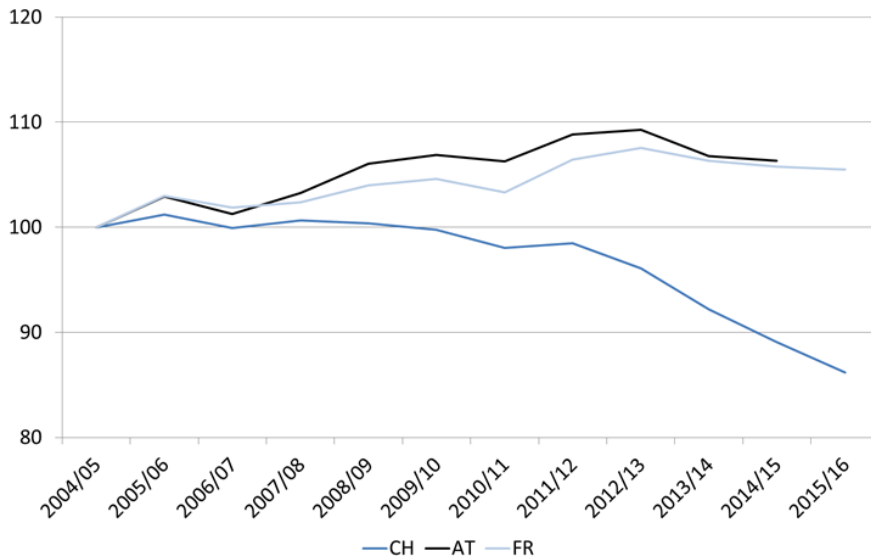
Wie Abbildung 1 zeigt, waren die Jahre 2007/08 und 2008/09 in allen drei Ländern Spitzenjahre. Die meteorologischen Bedingungen waren damals verbreitet sehr gut. Für die Schweizer Bergbahnen wirkte sich zudem der „relativ teure“ Euro positiv aus. Seit 2009/10 haben sich Frankreich und Österreich nicht schlecht gehalten. Zu erwähnen ist, dass die letzten Jahre (insbesondere die letzten beiden), was die Schnee- und Wetterbedingungen betrifft, nicht optimal waren. Für die Entwicklung der Schweizer Skierdays spielt der zunehmend erstarkte Schweizer Franken neben dem Wetter eine entscheidende (negative) Rolle.

Der Einfluss der Wetter- und Schneesituation kann durch die Verwendung von Fünfjahresdurchschnitten etwas verringert werden. Abbildung 2 zeigt daher die Entwicklung des Fünfjahresdurchschnitts der Skierdays. Es wird ersichtlich, dass die Schweiz kontinuierlich an Winterersteintritten verloren hat. Die Einbusse beträgt rund 15%.

«Das für den Grossteil der Schweizer Bergbahnen äusserst wichtige Wintersportgeschäft ist deutlich rückläufig.»

«Für die Entwicklung der Schweizer Skierdays spielt der zunehmend erstarkte Schweizer Franken neben dem Wetter eine entscheidende Rolle.»

Abb. 2: Fünfjahresdurchschnitte Skierdays Schweiz, Österreich und Frankreich



Quelle: Seilbahnen Schweiz, Domaine Skiabile de France, Seilbahnen Österreich.

In absoluten Zahlen beträgt der Rückgang der Skierdays seit dem Spitzenjahr 2008/09 7.4 Mio. Im Fünfjahresdurchschnitt liegen die Skierdays 2015/16 gegenüber 2004/05 um knapp 4 Mio. zurück. Dies entspricht der Summe der Skierdays (zu aktuellen Werten) von St. Moritz, Lenzerheide/Arosa, Davos und der Weissen Arena.

In den letzten beiden Jahren, insbesondere 2015/16, belasteten neben dem starken Schweizer Franken die schlechte Schneelage im Dezember und Januar sowie häufig unbeständiges Wetter im Rest der Saison. Dies führte dazu, dass neben dem vor allem währungsbedingten Rückgang bei den Residenzgästen auch das Geschäft mit den noch stärker vom Wetter abhängigen Tages- (und Zweitages-) Gästen rückläufig war.

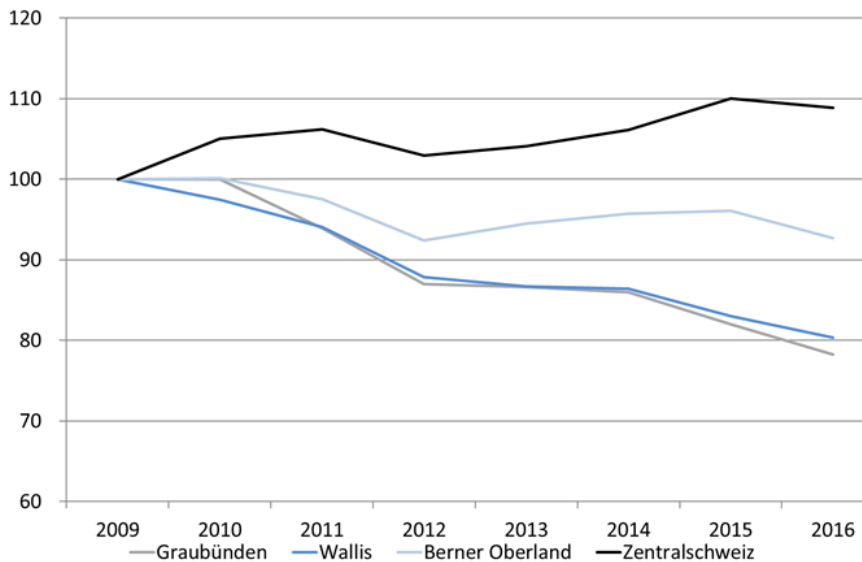
Nicht nur die Skierdays sanken in den letzten Jahren kontinuierlich, sondern auch die Logiernächte in der Hotellerie. Es zeigt sich dabei (Abbildung 3), dass die Hotellogiernächte in ähnlichem Ausmass rückläufig waren wie die Skierdays. Dies legt den Schluss nahe, dass in erster Linie die Residenzgäste für den Rückgang der Skierdays verantwortlich sind. Selbstverständlich gibt es grosse Unterschiede zwischen den Destinationen und Regionen. Wie Abbildung 3 zeigt, hat die Zentralschweiz seit 2009 an Logiernächten gewonnen. Dies liegt zum einen an einer zunehmenden Anzahl interkontinentaler Gäste in Luzern und Engelberg. Zum anderen spielt aber auch eine Rolle, dass die Zentralschweizer Bergbahnen im Vergleich zu den übrigen Regionen deutlich stärker von Tagesgästen abhängig sind. Die Euro-Problematik schlägt daher etwas weniger stark durch. Im Berner Oberland ist der Effekt ähnlich. Nur konnten interkontinentale Ausflugsgäste das Minus der Wintersportler nicht vollständig neutralisieren, so dass gegenüber 2009 ein Minus an Logiernächten resultierte. Deutlich grösser ist der Rückgang in den Wintersportregionen Graubünden und Wallis.

«Im Fünfjahresdurchschnitt liegen die Skierdays 2015/16 gegenüber 2004/05 um knapp 4 Mio. zurück.»

«Nicht nur die Skierdays sanken in den letzten Jahren kontinuierlich, sondern auch die Logiernächte in der Hotellerie.»

«Die Zentralschweiz hat seit 2009 an Logiernächten gewonnen.»

Abb. 3: Logiernächteentwicklung Hotellerie nach Regionen (jeweils Januar bis Juni)

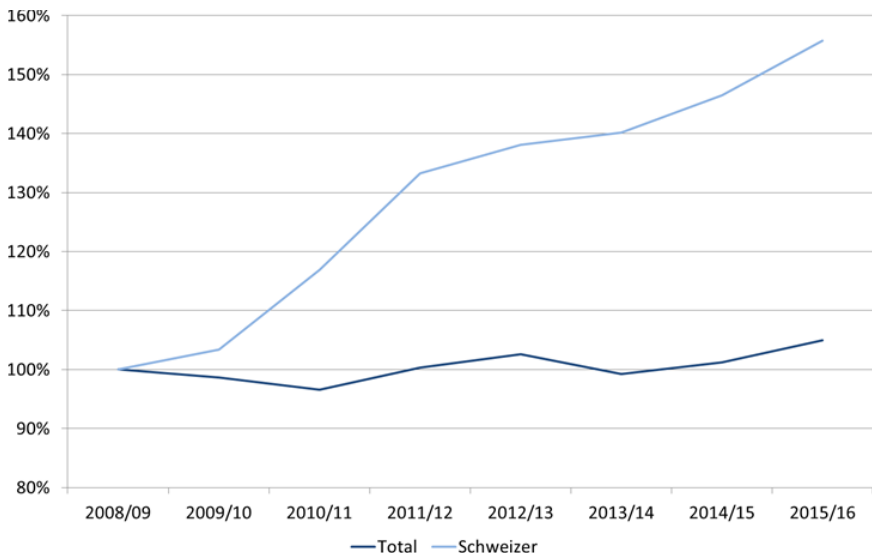


Quelle: Bundesamt für Statistik

Abbildung 4 zeigt die Entwicklung der Logiernächte in den Bundesländern Tirol und Vorarlberg. Die Anzahl der gesamten Logiernächte (nur Wintersaison) ist in den beiden österreichischen Bundesländern in den letzten acht Jahren um rund 5% gestiegen. Die von Schweizern generierte Anzahl Nächtigungen hat sogar um 55% zugenommen (Vorarlberg: 51%, Tirol: 58%). In absoluten Zahlen ist dies eine Zunahme um 700'000 Logiernächte. Auf Basis aktueller Werte (2015/16) entspricht dies beispielsweise den Hotellogiernächten in den Destinationen Adelboden, Grindelwald, Arosa und Saastal. Es ist davon auszugehen, dass dieser Anstieg zu einem grossen Teil auf Kosten der Schweizer Destinationen erfolgt ist. Vom absoluten Logiernächtewachstum in Tirol und Vorarlberg 2008/09 bis 2015/16 geht fast die Hälfte auf das Konto der Schweizer. Es ist durchaus vorstellbar, dass deutsche und holländische Gäste, welche von der Schweiz nach Österreich „abwanderten“, mehr als die andere Hälfte des österreichischen Wachstums ausmachen. Das heisst, dass ohne die Abwanderung aus der Schweiz auch in Österreich kein Wachstum erreicht worden wäre.

«Es ist durchaus vorstellbar, dass deutsche und holländische Gäste, welche von der Schweiz nach Österreich "abwanderten", mehr als die Hälfte des österreichischen Wachstums ausmachen.»

Abb. 4: Entwicklung der Logiernächte in Tirol und Vorarlberg (Wintersaison)



Quelle: Tirol Tourism Research, Landesstelle für Statistik Vorarlberg.

Die rückläufige Anzahl an Residenzgästen (aus der Schweiz und vor allem aus dem Ausland) hat in den Schweizer Destinationen zu einer deutlichen Reduktion der durchschnittlichen Aufenthaltsdauer geführt. Tabelle 1 zeigt die Entwicklung der durchschnittlichen Aufenthaltsdauer der Hotelgäste sowie des Ausländeranteils an den Hotellogiernächten für einige ausgewählte Destinationen.

«Die rückläufige Anzahl an Residenzgästen hat in den Schweizer Destinationen zu einer deutlichen Reduktion der durchschnittlichen Aufenthaltsdauer geführt.»

Tabelle 1: Aufenthaltsdauer und Ausländeranteil in ausgewählten Destinationen

	Aufenthaltsdauer (Anzahl Logiernächte)			Aufenthaltsdauer (Nur Ausländer)	Anteil Ausländer		
	Ø 2007-2011	Ø 2012-2016	Δ in%	Ø 2012-2016	Ø 2007-2011	Ø 2012-2016	Δ in%
Davos	3.7	3.1	-14.1%	4.4	55%	44%	-21%
Montana	4.3	3.2	-24.1%	4.3	48%	38%	-20%
Nendaz	3.4	2.5	-27.9%	3.5	72%	42%	-41%
Zermatt	4.7	3.9	-18.4%	4.7	65%	55%	-15%
Lenzerheide	3.6	3.1	-12.4%	4.4	33%	24%	-29%
Adelboden/Lenk	3.3	2.8	-13.8%	4.5	28%	21%	-23%
Aletsch Gebiet	4.7	3.8	-18.9%	5.0	39%	30%	-25%
Saastal	4.4	3.7	-15.8%	4.9	62%	45%	-27%

Quelle: Bundesamt für Statistik

Die durch ein verändertes Konsumentenverhalten, aber auch die durch den abnehmenden Anteil an ausländischen Gästen bedingte Reduktion der Aufenthaltsdauer führt bei den Bergbahnen zu einer noch stärkeren Abhängigkeit von Wetter und Schneelage. Je kürzer der Aufenthalt, umso spontaner und wetterabhängiger dürfte dieser sein. Bei guter Witterung können Tagesgäste Residenzgäste je nach Destination zumindest teilweise ersetzen. Bei schlechter Witterung jedoch keinesfalls. Die Folge ist eine höhere Volatilität der Eintritte und Erträge der Bergbahnen.

«Die Reduktion der Aufenthaltsdauer führt bei den Bergbahnen zu einer noch stärkeren Abhängigkeit von Wetter und Schneelage.»

Zum Vergleich: In den drei berühmten Tiroler Destinationen Ischgl, Sölden und Serfaus betrug die durchschnittliche Aufenthaltsdauer in der Wintersaison 5.1, 6.1 und 5.4 Tage und ist damit deutlich länger als in vergleichbaren Schweizer Destinationen. Der Anteil der Österreicher an den Logiernächten liegt in den drei Destinationen in sämtlichen Wintermonaten deutlich unter 5%.

Entscheidend ist nun die Frage, wie sich die Entwicklung der Schweizer Skierdays in den nächsten Jahren fortsetzen könnte. Dass sich der Euro gegenüber dem Schweizer Franken in nächster Zeit deutlich aufwertet, ist wohl nicht zu erwarten. Demografische Faktoren wie etwa der zunehmende Anteil von Personen aus Ländern ohne Wintersporttradition an der Wohnbevölkerung werden sich ebenfalls kaum verändern. Auch mit dem Wintersport konkurrierende Freizeit- und Ferienangebote werden nicht verschwinden oder weniger konkurrenzfähig werden. Es ist nicht davon auszugehen, dass das Fliegen grundsätzlich deutlich teurer wird.

Anlass zur Hoffnung besteht jedoch bei den meteorologischen Bedingungen. In den letzten sieben Jahren konnten die meisten Destinationen (auch viele tiefer liegende) über die wichtige Weihnachtszeit ihren Gästen fünf Mal relativ gute Schneesportbedingungen bieten. Die zwei Ausnahmen waren die letzten beiden Saisons 2014/15 und 2015/16. Im vorletzten Jahr kam der Schnee immerhin am 26./27 Dezember. Da Petrus und Frau Holle wie die Kugel im Casino wohl kein Gedächtnis haben, spricht grundsätzlich nichts dagegen, dass auch die nächsten beiden Weihnachten weitgehend schneefrei bleiben. Auf zwei schlechte Winter muss nicht zwingend ein guter folgen. Die Zeichen stehen jedoch nicht schlecht, dass zumindest für die etwas höher gelegenen Destinationen die nächste Fünfjahresperiode bessere Bedingungen bieten wird als die abgelaufene.

Das Jahr 2006/07 war wettermässig ebenfalls schlecht. Die Bilanz des Schweizerischen Lawinenforschungsinstituts SLF zum Winter 2006/07 lautete: „Spätes Einschneien, extrem warm, ausserordentlich schneearm und kurz.“ Die Skierdays gingen 2006/07 um 15% zurück. Im Folgejahr resultierte mit einem meteorologischen Spitzenwinter ein Zuwachs von 19%. Die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen haben sich hingegen in der Periode 2006/07 bis 2008/09 nicht grundlegend verändert. Da die Wetterabhängigkeit der Bergbahnen inzwischen angestiegen ist, müsste daher bei guten Schnee- und Witterungsbedingungen ein deutlicher Anstieg der Skierdays möglich sein.

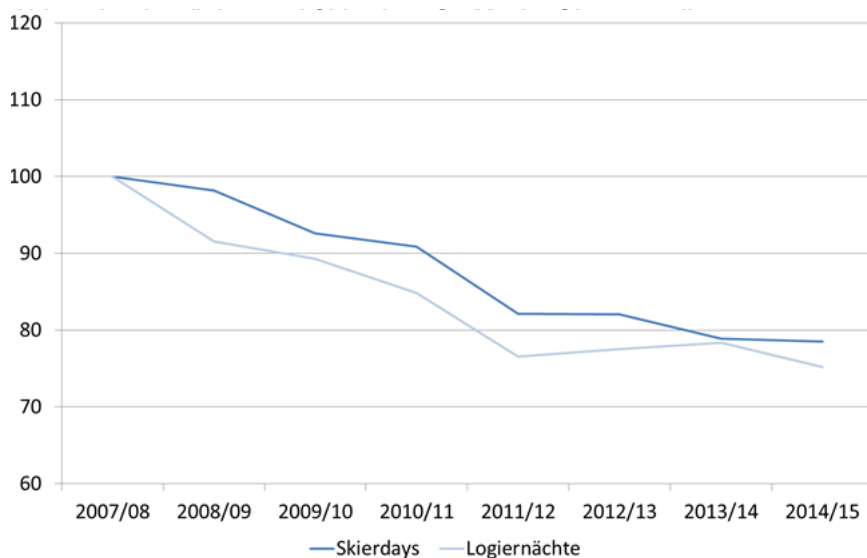
Es stellt sich die Frage, welche Gebiete von Wetter- und Schneeglück am meisten profitieren würden. In erster Linie wohl die tages- und kurzaufenthaltslastigen Gebiete. Dies kann beispielsweise an den beiden Destinationen Lenzerheide (ohne Arosa) und St. Moritz/Oberengadin illustriert werden. Abbildung 5 und Abbildung 6 zeigen die Entwicklung der Logiernächte und der Skierdays über die letzten Jahre. Es ist leicht zu erkennen, dass Übernachtungen und Skierdays im Oberengadin stärker miteinander korrelieren als auf der Lenzerheide. Dies liegt unter anderem daran, dass das Oberengadin für einen Tagesausflug schlicht zu weit weg von Zürich, St. Gallen etc. entfernt ist. Selbst für einen Zweitagesaufenthalt ist die Anreise lang. Dies zeigt sich ja auch in der deutlich längeren Aufenthaltsdauer je Gast im Oberengadin. Selbstverständlich machen auch viele Gäste im Oberengadin ihren Aufenthalt von Wetter und Schnee abhängig. Auf der relativ

«Anlass zur Hoffnung besteht jedoch bei den meteorologischen Bedingungen.»

«Da die Wetterabhängigkeit der Bergbahnen inzwischen angestiegen ist, müsste daher bei guten Schnee- und Witterungsbedingungen ein deutlicher Anstieg der Skierdays möglich sein.»

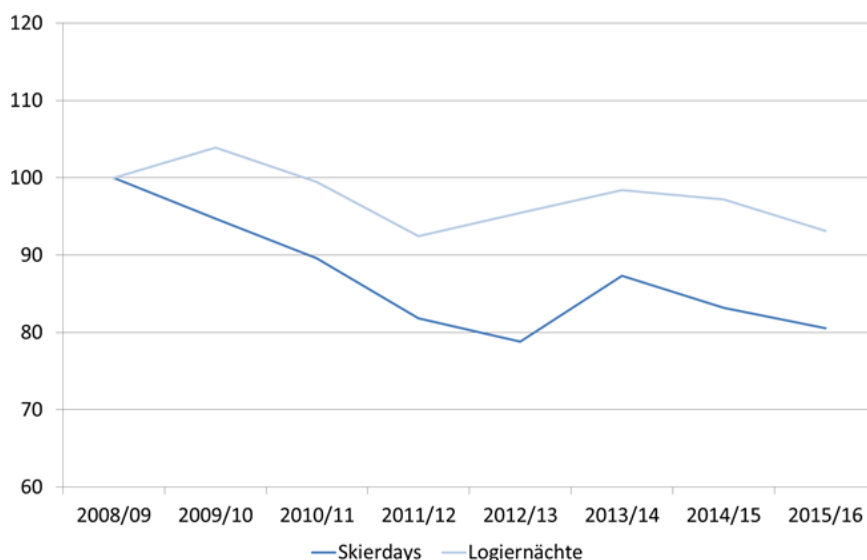
schnell erreichbaren Lenzerheide dürfte die Abhängigkeit vom Wetter jedoch deutlich höher sein, was sich in einem grösseren Steigerungspotenzial niederschlägt. Die Entwicklung der Skierdays ist weniger von den Hotellogiernächten abhängig als im Oberengadin. Hinzu kommt wohl, dass die durchschnittliche Ferienwohnung auf der Lenzerheide stärker genutzt wird als im Oberengadin. Vergleichbar mit der Lenzerheide wäre sicherlich auch Davos und Laax/Flims. Noch stärker vom Wetter abhängig sind die noch tageslastigeren Gebiete Toggenburg, Flumserberge / Pizol, Zentralschweiz und teilweise das Berner Oberland.»

«Noch stärker vom Wetter abhängig sind die noch tageslastigeren Gebiete Toggenburg, Flumserberg / Pizol, Zentralschweiz und teilweise das Berner Oberland.»



Quelle: Skierdays: Bergbahnen Engadin St. Moritz Mountains, Logiernächte: Beherbergungsstatistik Graubünden

Abb. 6: Logiernächte und Skierdays Lenzerheide



Quelle: Skierdays: Lenzerheide Bergbahnen, Logiernächte: Beherbergungsstatistik Graubünden

Von den grossen Wintersportdestinationen scheint sich Zermatt am besten zu halten. Positive Faktoren sind sicherlich das Matterhorn als USP, ein vielfältiges Angebot mit moderner Infrastruktur, eine intakte Hotellerie, viele Sonnentage und eine hohe Schneesicherheit. Letzteres wird wohl in Zukunft aufgrund der Klimaerwärmung an Bedeutung gewinnen. Insbesondere für das umsatzmässig wichtige und speziell schneekritische Weihnachtsgeschäft ist Schneesicherheit ein „absolutes Muss“. Schneesicherheit alleine scheint jedoch kein Garant für wirtschaftlichen Erfolg zu sein. Das zeigt die deutlich negative Entwicklung der ebenfalls hoch über Meer gelegenen Destinationen Saas Fee und St. Moritz.

Im aktuellen Umfeld scheint das gesamtschweizerische Potenzial zur Gewinnung zusätzlicher neuer Wintersportgäste relativ beschränkt zu sein. Die Verluste auf den „Grossmärkten“ Deutschland und Benelux scheinen in der aktuellen Währungskonstellation nicht mehr aufholbar zu sein. Die Frage ist, ob der Boden bereits erreicht ist und die übrig gebliebenen Gäste so wenig preissensitiv sind, dass sie der Schweiz treu bleiben. Und sollte sich der Schweizer Franken überraschenderweise bald abschwächen, wird die Rückgewinnung der verlorenen Gäste hohe Anstrengungen erfordern. Kleinere Märkte wie etwa die skandinavischen Gäste sind sehr einseitig auf einzelne Destinationen verteilt. Das gleiche dürfte auch für asiatische Wintersportler zutreffen, falls sich hier in Zukunft ein Potenzial abzeichnen sollte. Die Schweizer Destinationen befinden sich daher vor allem in einem Verteilungskampf, in welchem es Marktanteile auf Kosten der Konkurrenz zu gewinnen gilt. Neben der bereits erwähnten Schneesicherheit dürfte der Hotel- bzw. Ferienwohnungsinfrastruktur eine entscheidende Rolle zukommen. Dies zeigt etwa das vor zwei Jahren in Blatten/Belalp eröffnete Reka-Ferierend, welches den Bergbahnen viele zusätzliche Skierdays beschert hatte. Die Anzahl an Gästen aus der Romandie und aus der Ostschweiz hat mit dem Reka-Dorf deutlich zugenommen. Es ist jedoch davon auszugehen, dass diese Skierdays und Logiernächte vor allem auf Kosten anderer Schweizer Destinationen gewonnen wurden. Sogenannt bewirtschaftete Ferienwohnungen scheinen allgemein im Trend zu sein, am besten in guter Pistenlage (ski in, ski out). Wichtig sind sicherlich auch marketingwirksame „Storys“. Dass sich die Lenzerheide im Bündner Vergleich, was die Gästezahlen betrifft, gut gehalten hat und wahrscheinlich innerkantonal Marktanteile gewonnen hat, kann auch mit positiver Medienpräsenz mit „Geschichten“ wie Verbindung Arosa/Lenzerheide, Ski-Weltcup-Finale oder Aufstieg zum Marktleader Mountainbike zusammenhängen.

An Bedeutung gewinnen können Zweitwohnungsbesitzer. Durch ihren Immobilienbesitz sind sie den Destinationen wohl deutlich treuer. Zu ihnen sollten die Destinationen/Bergbahnen daher Sorge tragen. Gerade für die eher nahe am Mittelland/Zürich/Ostschweiz gelegenen Destinationen im Berner Oberland, Zentralschweiz oder Mittelbünden ist dies wichtig. Und schlussendlich ist sicherlich auch eine grosse Bevölkerung von Vorteil. Davos/Klosters zählt beispielsweise rund 15'000 Einwohner. Das ist fast dreimal so viel wie in Arosa/Lenzerheide. Unter sonst gleichen Bedingungen generieren somit die Einheimischen deutlich mehr Skierdays.

«Im aktuellen Umfeld scheint das gesamtschweizerische Potenzial zur Gewinnung zusätzlicher neuer Wintersportgäste relativ beschränkt zu sein.»

«Die Schweizer Destinationen befinden sich daher vor allem in einem Verteilungskampf, in welchem es Marktanteile auf Kosten der Konkurrenz zu gewinnen gilt.»

«An Bedeutung gewinnen können Zweitwohnungsbesitzer.»

1.2 Ausfluggeschäft

Das Geschäft mit interkontinentalen Gäste(gruppen), insbesondere aus Asien, ist in den letzten Jahren massiv gewachsen. Am meisten profitiert haben davon die Region Interlaken mit den Jungfrau- und Schilthornbahnen, die Region Luzern mit den Pilatus-, Rigi- und Titlisbahnen. Die erwähnten Bergbahnunternehmen konnten den rückläufigen Trend bei den europäischen Gästen mit interkontinentalen Besuchern mehr als kompensieren. Die Ausflugstouristen verbessern die Auslastung, was zu steigenden Erträgen und aufgrund der hohen Fixkosten zu stark überproportionalen Gewinnsteigerungen geführt hat. Der Sommer 2015 bzw. das Gesamtjahr 2015 war wie bereits in den Vorjahren ein Rekordsommer bzw. ein Rekordjahr. Ebenfalls stark im Geschäft mit asiatischen Gästen ist Zermatt, welches jedoch mehr auf den Individual- als auf den Gruppengast setzt. Im Vergleich zum Wintersportgeschäft ist das Ausfluggeschäft in Zermatt noch deutlich weniger bedeutend als im Berner Oberland oder in der Zentralschweiz. Dies liegt aber auch daran, dass Zermatt das Wintersportgeschäft fast halten konnte.

Das Jahr 2016 hat den Bergbahnen nun bei den asiatischen Gästen, insbesondere bei den Chinesen, einen Dämpfer gebracht. Zum einen drücken Flüchtlingskrise und vor allem Terrorgefahr die Reiselust der Chinesen. Zum anderen wirkt sich negativ aus, dass chinesische Gäste für den Eintritt in den Schengen-Raum seit 2016 ein biometrisches Visum benötigen. Eine Knappheit an Visa-Centern, welche die benötigten Visa ausstellen können, sorgte Anfang Jahr dafür, dass einige Chinesen mehrstündige Reisen zu den Visa-Centern unternehmen mussten. Hier ist eine Besserung absehbar, da zahlreiche Visa-Center neu eröffnet wurden. Inwieweit sich die Angst vor Terroranschlägen in Europa auswirkt, hängt vor allem davon ab, ob bzw. wie regelmässig weitere Anschläge passieren. Insbesondere chinesische Gäste haben ihre Reiseprioritäten etwas weg von Europa verlagert. Terroranschläge führen dazu, dass Reisepläne innert Wochenfrist geändert werden und es schnell zu Annulationen kommt. Umgekehrt erfolgt eine Beruhigung der Lage erst, wenn es wieder vier bis fünf Monate ruhig bleibt.

Bei den stark im Geschäft mit asiatischen Gästen vertretenen Bergbahnen begründet die Terrorangst einen deutlichen Rückgang von Gästen, Ertrag und Gewinn. Man muss den Rückgang hingegen etwas relativieren. Im ersten Halbjahr 2016 war die Anzahl der Gäste beispielsweise auf dem Jungfraujoch gegenüber dem Rekord aus dem Vorjahr zwar um 11% rückläufig. Es resultierte jedoch immer noch die zweithöchste Anzahl Gäste, welche deutlich über dem Fünfjahresdurchschnitt liegt und rund 6% über dem Jahr 2014. Auch am Titlis und am Pilatus dürfte die Entwicklung der chinesischen Gäste ähnlich verlaufen sein.

Wie sich die Sicherheitslage in Europa entwickelt, ist nicht vorhersehbar. Wichtig scheint, dass sich die Bergbahnen auch innerhalb der interkontinentalen Märkte diversifizieren. Die Anzahl der indischen Logiernächte ist in den ersten sechs Monaten 2016 schweizweit nur halb so stark gefallen wie die Anzahl der chinesischen Logiernächte. Im Monat Juli gingen die Übernachtungen der Chinesen um 23% zurück, jene der Inder nur um 1.4%. Übernachtungen von Gästen aus Taiwan, Thailand und der Golfregion stiegen weiter an. Die Logiernächte von

«Das Geschäft mit interkontinentalen Gästen, insbesondere aus Asien, ist in den letzten Jahren massiv gewachsen.»

«Das Jahr 2016 hat den Bergbahnen bei den asiatischen Gästen, insbesondere bei den Chinesen, einen Dämpfer gebracht.»

«Bei den stark im Geschäft mit asiatischen Gästen vertretenen Bergbahnen begründet die Terrorangst einen deutlichen Rückgang von Gästen, Ertrag und Gewinn.»

US-Amerikanern (drittgrösste Gästegruppe der Schweiz) stiegen sowohl im ersten Halbjahr 2016 als auch im Juli 2016 deutlich (3.7% bzw. 5.5%).

Asiatische Gäste kommen in letzter Zeit auch öfter in Kleingruppen oder als Individualreisende. Das Gros dieser Gäste geht wohl ebenfalls in die von Gruppenreisen stark frequentierten Destinationen und Ausflugsberge. Insbesondere Gäste aus der Golfregion und aus Indien bleiben zuweilen auch etwas länger, was die Chancen von etwas weiter entfernten Destinationen wie Zermatt oder St. Moritz verbessert. In jedem Fall bieten die Gäste aus den Fernmärkten eine ideale Diversifikation zu den Gästen aus der Schweiz und aus Europa.

Im klassischen Sommer- und Herbstgeschäft mit Gästen aus der Schweiz und Europa sind die Probleme ähnlich gelagert wie im Wintersportgeschäft. Die Schweiz ist teuer und verliert Feriengäste an Österreich. Im Tagestourismus ist das Wetter der zentrale Erfolgsfaktor. Im Kampf um Feriengäste setzten viele Bergbahnen, vor allem in Graubünden, auf «Bergbahn-inklusive-Angebote». Im angebotenen Übernachtungspreis des Beherbergers ist der Transport mit den Bergbahnen ab beispielsweise zwei Übernachtungen inklusive. Um im Wettbewerb mit den Österreichern mithalten zu können, sind diese Angebote wohl in vielen Destinationen eine Notwendigkeit. Sämtliche Leistungsträger innerhalb der Destination profitieren davon. Der Durchschnittsertrag der Bergbahn je Eintritt dürfte allerdings relativ gering sein.

Im Tagesausflugsgeschäft aus den Nahmärkten sind die Schlüsselfaktoren neben gutem Wetter eine schnelle Erreichbarkeit, eine schöne Aussicht und ein vielfältiges Freizeitprogramm. Dass einige Leute aufgrund der Terrorgefahr auf Fernreisen verzichten und ihre Ferien zuhause verbringen, könnte in Zukunft weitere Gäste bringen.

Zunehmend in den Fokus der Destinationen und Bergbahnen geraten die Mountainbiker. Mountainbiker sollen ein Wachstumsmarkt bleiben. Allerdings springen immer mehr Bahnen auf den Trend auf (Flumserberge, Lagalp Engadin etc.). Gut positioniert hat sich in diesem Markt beispielsweise die Lenzerheide. Die Biker, deren Anzahl in den letzten beiden Jahren deutlich gewachsen ist, bringen der Destination und auch den Bergbahnen zusätzliche Einnahmen. Trotz schlechtem Winter machte das ganze Sommergeschäft 2015 (hervorragendes Wetter) nur gerade 8% am Jahresertrag 2015/16 aus. Laut Angaben der Lenzerheide Bergbahnen entspricht dies den Einnahmen von zwei Winterspitzentagen. Ein ähnliches Bild zeigt sich auch in den anderen grossen Wintersportdestinationen mit Ausnahme von Zermatt. Im Gegensatz zu den Gipfeln in Arosa, Lenzerheide, Saas Fee etc. gibt es eine grosse Anzahl Gäste, welche für einen Ausflug auf Gornergrat oder Matterhorn Paradise (viel) Geld zu bezahlen bereit sind.

Der Sommer ist und bleibt wichtig für die Bergbahnen. Für viele grosse Bergbahnen, welche ihre Infrastruktur in erster Linie auf den Wintersportler ausrichten, ist er allerdings nicht annähernd in der Lage, die Verluste im Wintersport zu kompensieren. Er ist ein willkommener Zuschuss. Daran wird sich auch in den nächsten Jahren vorerst nicht viel ändern.

«Asiatische Gäste kommen in letzter Zeit auch öfter in Kleingruppen oder als Individualreisende.»

«Im klassischen Sommer- und Herbstgeschäft mit Gästen aus der Schweiz und Europa sind die Probleme ähnlich gelagert wie im Wintersportgeschäft.»

«Der Sommer ist und bleibt wichtig für die Bergbahnen.»

Teil 2: Die finanzielle Situation der Branche

2.1 Stichprobe und Benchmark

Die Stichprobe setzt sich – je nach Auswertung – aus 36 bis 44 Bergbahnunternehmen zusammen. Voraussetzung für eine Aufnahme ist erstens eine öffentlich zugängliche Jahresrechnung und zweitens ein Umsatz von mehr als einer Million Franken. Tabelle 2 zeigt die wichtigsten Eigenschaften der Stichprobe.

Tabelle 2: Eigenschaften der Stichprobe

Anzahl Bergbahnunternehmen: 36-44 (je nach Auswertung bzw. Datenverfügbarkeit)			
Regionale Verteilung		Letzter Jahresabschluss	
Berner Oberland	14%	2015/16 Frühling	48%
Graubünden	32%	2015 Dezember	23%
Ostschweiz	7%	2014/15 Herbst	16%
Wallis	23%	2014/15 Frühling	14%
Zentralschweiz	25%		
Verkehrsertrag (aktuell, in Mio. CHF)	720	Gesamtertrag (aktuell, in Mio. CHF)	1'050
Anzahl Anlagen	574	Anschaffungswerte der Anlagen (aktuell, in Mio. CHF)	7'300

Quelle: Hochschule Luzern

Die Stichprobe wurde per 30. September 2016 erhoben. Im Vergleich zur Analyse im Vorjahr ist dies rund zwei Wochen früher. Als Folge davon sind etwas weniger per Frühling 2015/16 abgeschlossene Jahresrechnungen verfügbar. Der Anteil der Bergbahnunternehmen, welche mit einem Abschluss Frühling 2015/16 in die Stichprobe eingehen, liegt bei 48%. Das heisst, die komplette Wintersaison 2015/16 ist nur etwa in der Hälfte der analysierten Unternehmen enthalten. Weitere 23% der Stichprobe schliessen ihr Geschäftsjahr am 31. Dezember ab. Für diese Unternehmen zeigt die aktuellste verfügbare Jahresrechnung immerhin den Dezember der letzten Saison 2015/16. In den übrigen Fällen sind die Zahlen der Wintersaison 2015/16 noch nicht öffentlich verfügbar. Da die Saison 2015/16 verbreitet schlecht war, zeigt die vorliegende Auswertung der aktuellen Zahlen ein «etwas zu positives Bild». Diesem Problem wird etwas dadurch Rechnung getragen, dass die meisten Auswertungen auf Fünfjahresdurchschnitten basieren.

Die Stichprobe repräsentiert rund 85% des Branchenumsatzes, allerdings nur rund 25% der Transportanlagen. Zentralschweizer Bahnunternehmen sind in der Stichprobe gemäss ihrem Anteil am Branchenumsatz übervertreten.

In der vorliegenden Studie werden verschiedene Kennzahlen zur Ertragslage und zur Verschuldungssituation ausgewertet. Die folgende Tabelle zeigt die verwendeten Kennzahlen mit den entsprechenden Benchmarks. Einzelne Finanzgrössen müssen in Abhängigkeit der Geschäftsfelder (Verkehrsgeschäft, Gastronomie usw.) beurteilt werden. In diesen Fällen gibt es einen von der Ertragsstruktur abhängigen Benchmark. Die erhobenen Finanzzahlen werden als „genügend“ oder „ungenügend“ taxiert. Bei einigen Kennzahlen wird zusätzlich noch die Ausprägung „gut bis sehr gut“ verwendet. Falls der Wert „genügend“ nicht erreicht wird, ist die Existenz des Unternehmens nicht akut bedroht. „Genügend“

«Die Stichprobe setzt sich - je nach Auswertung - aus 36 bis 44 Bergbahnunternehmen zusammen.»

«Die Stichprobe repräsentiert rund 85% des Branchenumsatzes, allerdings nur rund 25% der Transportanlagen.»

bedeutet, dass das Unternehmen in Zukunft anstehende Ersatzinvestitionen auf die lange Frist unter sonst gleichen Bedingungen in der Regel aus eigener Kraft bzw. ohne Aktienkapitalerhöhungen und Ausbau der Verschuldung finanzieren kann. Unternehmen mit einem Wert „gut bis sehr gut“ besitzen unter sonst gleichen Bedingungen auch grössere Spielräume für Erweiterungsinvestitionen und/oder Eigenkapitalausschüttungen.

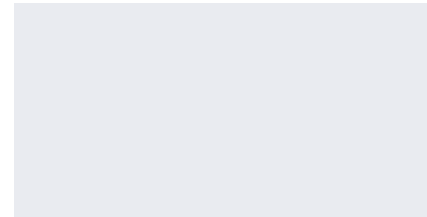


Tabelle 3: Kennzahlen und Benchmarks

Kennzahlen zur Kosteneffizienz / Kapitaleffizienz / Kapitalrentabilität		
EBITDA / Gesamtertrag (EBITDA-Marge)	Gut bis sehr gut	Genügend
Verkehrsgeschäft	40%	34%
Verkehrsgeschäft (haupts. Schienenbahnen)	36%	30%
Gastronomie/Beherbergung	16%	12%
Übrige Geschäftsfelder	24%	20%
Cashflow / Gesamtertrag (Cashflow-Marge)	Gut bis sehr gut	Genügend
Verkehrsgeschäft	34%	28%
Verkehrsgeschäft (haupts. Schienenbahnen)	30%	24%
Gastronomie/Beherbergung	12%	8%
Übrige Geschäftsfelder	18%	14%
Gesamtertrag / Anschaffungswerte Anlagen (Kapitalumschlag)	Gut bis sehr gut	Genügend
Verkehrsgeschäft	15%	12%
Verkehrsgeschäft (haupts. Schienenbahnen)	13%	10%
Gastronomie/Beherbergung	25%	22%
Übrige Geschäftsfelder	19%	16%
Cashflow / Anschaffungswerte Anlagen	Gut bis sehr gut	Genügend
	5%	3.8%
Kennzahlen zur Verschuldungssituation		
Nettofinanzschuld / EBITDA (Tilgungsfaktor)	Genügend	
	5x	

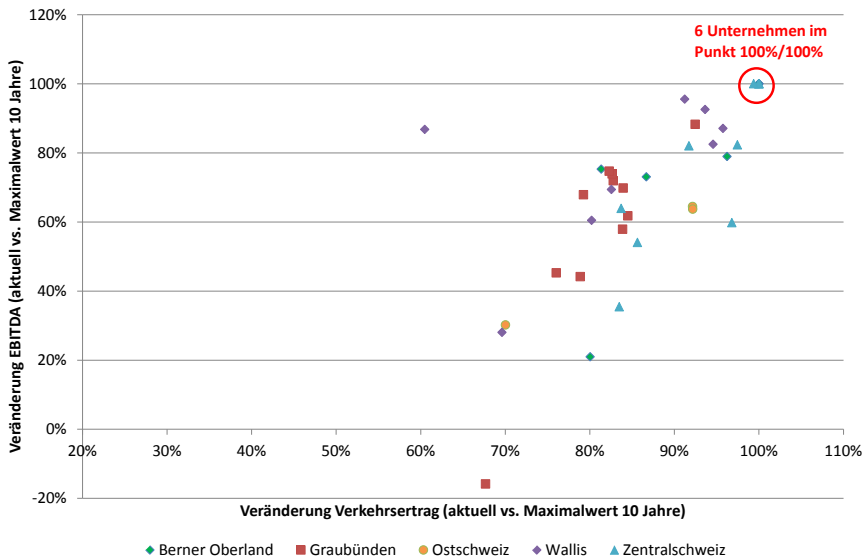
Quelle: Hochschule Luzern

2.2 Entwicklung von Verkehrsertrag und EBITDA

Abbildung 7 zeigt das aktuelle EBITDA (vertikal) bzw. den aktuellen Verkehrsertrag (horizontal) in Prozent des Maximalwerts der letzten zehn Jahre. Ein Unternehmen, welches beispielsweise im aktuellen Jahr das höchste EBITDA und den höchsten Verkehrsertrag der letzten zehn Jahre erreicht hat, liegt oben rechts bei 100%/100%. In diesem Punkt liegen sechs Bergbahnunternehmen: Die Jungfrau-bahnen und die Schilthornbahn aus dem Berner Oberland sowie die Pilatus-, Rigi-, Titlis- und Brunnibahnen aus der Zentralschweiz.

«Die Jungfrau-, die Schilthorn- sowie die Pilatus- Rigi-, Titlis- und Brunnibahnen haben im aktuellen Jahr das höchste EBITDA und den höchsten Verkehrsertrag der letzten zehn Jahre erreicht.»

Abb. 7: Aktueller Verkehrsertrag bzw. EBITDA im Vergleich zum Maximalwert der letzten zehn Jahre



Quelle: Hochschule Luzern

Die Hälfte der analysierten Bahnen hat um mehr als 15% Verkehrsertrag verloren, ein Drittel gar mehr als 20%. Aufgrund der hohen Fixkosten ist das EBITDA deutlich stärker rückläufig als der Verkehrsertrag. Das EBITDA ist in der Hälfte aller Fälle um mehr als 30% gefallen, in einem Drittel sogar um mehr als 40%. Es ist wohl aktiven Betriebskostenoptimierungen zu verdanken, dass der Rückgang auf Stufe EBITDA nicht noch höher ausgefallen ist.

Es gilt bei diesen Zahlen selbstverständlich zu berücksichtigen, dass die Wintersportbahnen in den Jahren 2007 bis 2009 zum Teil sehr gute Jahre hatten. Die erwähnten Rückgänge haben daher teils auf sehr hohem Niveau stattgefunden. Positiv ist, dass auch einige wintersportlastige Bahnen ihr Minus trotz sehr schlechten Rahmenbedingungen in Grenzen halten konnten. Dazu gehören beispielsweise die Bahnen in Zermatt, im Aletschgebiet (Zahlen 2015/16 in Studie noch nicht berücksichtigt) und auf der Belalp.

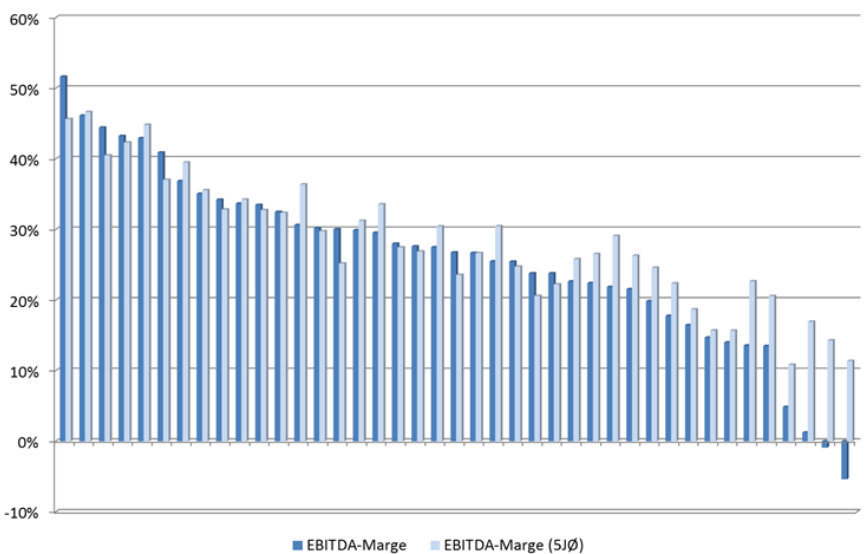
Weniger abhängig von Einzeljahren sind Auswertungen auf Basis von Fünfjahresdurchschnitten. Abbildung 8 zeigt die Veränderung der Fünfjahresdurchschnitte von Verkehrsertrag und EBITDA. Dabei wird der aktuelle Wert mit einem Wert vor fünf Jahren verglichen. Für eine Bahn mit Abschluss im Frühling bedeutet dies beispielsweise: Fünfjahresdurchschnitt 2011/12 bis 2015/16 vs. Fünfjahresdurchschnitt 2006/07 bis 2010/11. Auch hier zeigt sich, dass vor allem die stark im Ausflugs-geschäft positionierten Unternehmen Ertrag und Umsatz gewinnen konnten. Mit den Belalpbahnen und den Bahnen Fiesch Eggishorn (Zahlen 2015/16 in Studie noch nicht berücksichtigt) liegen allerdings auch zwei auf den Wintersport fokussierte Unternehmen im Plusbereich.

«Die Hälfte der analysierten Bahnen hat um mehr als 15% Verkehrsertrag verloren, ein Drittel gar mehr als 20%..»

«Auch im Vergleich zum Fünfjahresdurchschnitt zeigt sich, dass vor allem die stark im Ausflugs-geschäft positionierten Unternehmen Ertrag und Umsatz gewinnen konnten.»

(Belalp) mit aktuellstem Jahresabschluss per Frühling 2015/16. Bei den übrigen datiert die aktuellste Jahresrechnung von Ende 2015, Herbst 2015 oder in einem Fall Frühling 2014/15. Dies liegt auch daran, dass keine analysierte Ausflugsbergbahn ihr Geschäftsjahr im Frühling beendet.

Abb. 9: EBITDA-Margen der Unternehmen der Stichprobe (aktuell und im Fünfjahresdurchschnitt, geordnet nach Grösse)

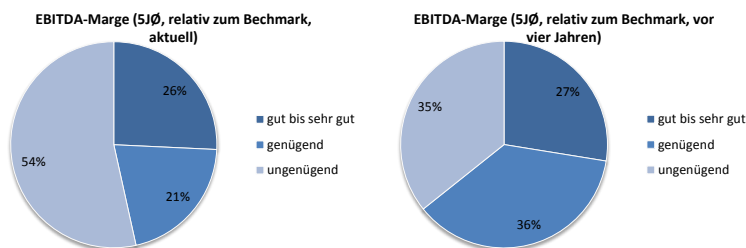


Quelle: Hochschule Luzern

Zwei Unternehmen der Stichprobe vermochten im Geschäftsjahr 2015/16 kein positives EBITDA zu erzielen (Disentis und Vals). Bei der Interpretation der EBITDA-Marge ist unbedingt der Geschäftsfeldermix zu beachten. Generell gilt: Unter sonst gleichen Bedingungen ist die EBITDA-Marge im Verkehrsgeschäft deutlich höher als in der Gastronomie (vgl. Abschnitt Stichprobe & Benchmark).

Abbildung 10 zeigt die Anteile guter bis sehr guter, genügender und ungenügender EBITDA-Margen (Fünfjahresdurchschnitt). Dabei werden die Margen gegenüber einem vom Geschäftsfeldermix abhängigen Benchmark definiert. Gegenüber einer Auswertung vor vier Jahren ist der Anteil der ungenügenden Werte deutlich gestiegen. Es sei nochmals erwähnt, dass ein ungenügender Wert keine unmittelbare Existenzbedrohung darstellt. Ungenügende Werte deuten lediglich darauf hin, dass das Unternehmen Probleme haben wird zur (langfristigen) Sicherung der Investitionen aus eigener Kraft.

Abb. 10: EBITDA-Margen relativ zum Benchmark aktuell und vor vier Jahren



Quelle: Hochschule Luzern

«Generell gilt: Unter sonst gleichen Bedingungen ist die EBITDA-Marge im Verkehrsgeschäft deutlich höher als in der Gastronomie.»

«Gegenüber einer Auswertung vor vier Jahren ist der Anteil der ungenügenden EBITDA-Margen deutlich gestiegen.»

Der Rückgang auf Stufe EBITDA reduziert die Fähigkeit zur Finanzierung von Investitionen aus eigener Kraft. Alternative Finanzierungen werden daher wohl in Zukunft an Bedeutung gewinnen. Diesbezüglich finden sich in verschiedenen aktuellen Geschäftsberichten Hinweise. Aktienkapitalerhöhungen werden wohl ebenso wie Rettungsaktionen wie im Fall von Brigels, Leukerbad oder Gstaad zunehmen.

Der Grossteil der Bergbahnunternehmen erstellt die Jahresrechnung nur nach den Vorschriften des Obligationenrechts. Die Möglichkeiten für steuerlich motivierte „Über- bzw. Sonderabschreibungen“ sind daher gross und werden teilweise stark genutzt. Eine Auswertung von Gewinngrössen nach Abschreibungen ist daher „etwas problematisch“. Allerdings reduzieren sich mit der Verschlechterung der Ertragslage für einige Unternehmen die Spielräume von Einmalabschreibungen. Die Unternehmen der Stichprobe haben im aktuellen Jahr einen kumulierten Gewinn vor Steuern (nach Abschreibungen und Finanzaufwand) von rund CHF 82 Mio. erreicht. Auf den ersten Blick scheint dies bei einem Betriebsertrag von ca. CHF 1 Mrd. ein nicht schlechter Wert zu sein. Dies würde nämlich einer Vorsteuergewinn-Marge von rund 8% entsprechen. Ohne Berücksichtigung der grossen und vor allem erfolgreichen Jungfrau- und Titlisbahnen wäre der kumulierte Vorsteuergewinn der Stichprobe allerdings negativ. Etwa die Hälfte der Unternehmen hat im letzten Geschäftsjahr einen negativen Vorsteuergewinn erreicht. Auch hier gilt es zu berücksichtigen, dass der schlechte Winter 2015/16 nicht in allen verfügbaren Jahresrechnungen enthalten ist.

2.4 Kapitaleffizienz & Kapitalrendite

Sowohl EBITDA- als auch Cashflow-Marge geben keine Auskunft darüber, wie effizient das eingesetzte Kapital im Unternehmen eingesetzt ist. Aufschluss darüber gibt der Kapitalumschlag, welcher das Kapital bzw. Vermögen in Relation zum Betriebsertrag setzt. In der vorliegenden Studie werden die Anschaffungswerte der Anlagen als Kapital bzw. Vermögen eingesetzt. Wie die EBITDA-Marge ist auch der Kapitalumschlag vom Geschäftsfeldermix abhängig. Unter sonst gleichen Bedingungen bindet die Gastronomie weniger Kapital als das Verkehrsgeschäft. Die folgende Abbildung zeigt die Anteile ungenügender, genügender und guter bis sehr guter Kapitalumschläge, relativ zu einem von den Geschäftsfeldern abhängigen Benchmark.

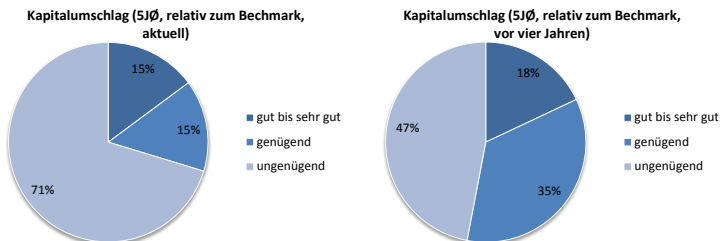
Gegenüber einer Auswertung von vor vier Jahren hat sich das Gesamtbild deutlich verschlechtert. Im Vergleich zur EBITDA-Marge hat sich der Anteil ungenügender Werte stärker erhöht. Bei der EBITDA-Marge konnten viele Bergbahnunternehmen der durch den Gästerückgang bedingten negativen Entwicklung mit Kostenoptimierungsprogrammen etwas gegensteuern. Beim Kapitalumschlag wäre die Gegenmassnahme ein Infrastrukturrückbau. Eine Reduktion der Infrastruktur kann jedoch praktisch nirgends beobachtet werden. Im Gegenteil: Die meisten Destinationen versuchen, mit Investitionen Gäste zu gewinnen bzw. den Gästerückgang zu stoppen. Bisher leider grösstenteils ohne Erfolg, weshalb sich der Kapitalumschlag deutlich verschlechtert.

«Der Rückgang auf Stufe EBITDA reduziert die Fähigkeit zur Finanzierung von Investitionen aus eigener Kraft.»

«Etwa die Hälfte der Unternehmen hat im letzten Geschäftsjahr einen negativen Vorsteuergewinn erreicht.»

«Viele Destinationen versuchen, mit Investitionen Gäste zu gewinnen. Bisher leider grösstenteils ohne Erfolg, weshalb sich der Kapitalumschlag deutlich verschlechtert.»

Abb. 11: Kapitalumschlag relativ zum Benchmark aktuell und vor vier Jahren



Quelle: Hochschule Luzern

Das Produkt von Marge und Kapitalumschlag ergibt die Kapitalrentabilität. Diese wird in der vorliegenden Studie gemessen als Verhältnis von Cashflow und Anschaffungswerten der Anlagen.

Formel 1: Kapitalrendite

$$\text{Kapitalrendite} = \frac{\text{Cashflow (CF)}}{\text{Betriebsertrag (BE)}} \times \frac{\text{Betriebsertrag (BE)}}{\text{Anschaffungswerte (AW) der Anlagen}} = \frac{\text{CF}}{\text{AW}} = \text{Marge} \times \text{Kapitalumschlag}$$

Quelle: Hochschule Luzern

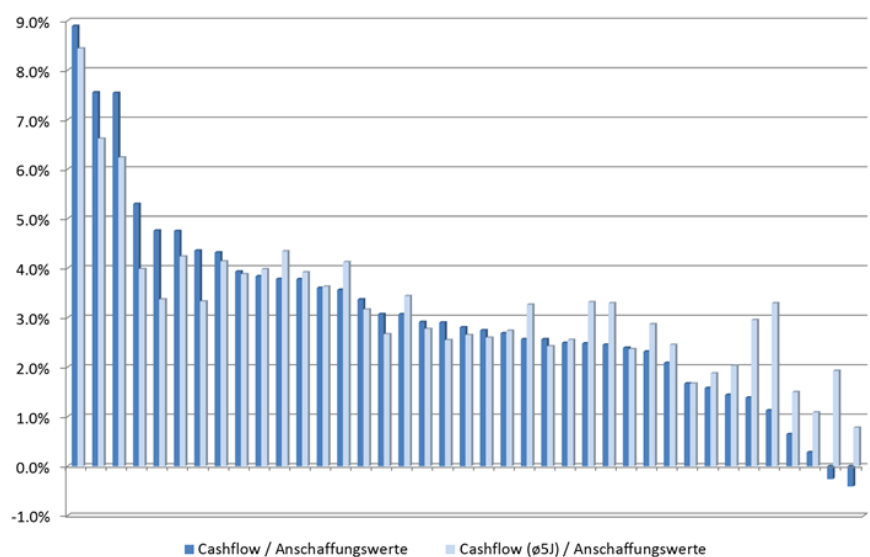
Bei der Marge sind Unternehmen ohne eigene Gastroaktivitäten im Vorteil. Beim Kapitalumschlag ist es gerade umgekehrt. Die Kapitalrendite als Produkt der beiden Grössen ist daher deutlich weniger abhängig vom Geschäftsfeldermix. Herkömmliche, auf Buchwerten und Gewinnen nach Abschreibungen basierende Kapitalrenditen, machen angesichts der verbreiteten OR-Jahresabschlüsse wenig Sinn. Stille Reserven würden die Aussagekraft für einige Bahnen stark verzerren.

Als guter Wert gilt in der Bergbahnbranche eine Rendite von 5% oder mehr.* Eine Rendite von 5% bedeutet, dass die Anlagen innert 20 Jahren (1/0.05) mit dem Cashflow aus eigener Kraft refinanziert werden können. Angesichts der langen Lebenszyklen der Bahninfrastrukturen scheint dieser Wert eher tief bemessen. Es gilt jedoch zu berücksichtigen, dass die Wiederbeschaffungsfrist nur bei stabilen Anschaffungswerten und Cashflows gilt. Steigende Anforderungen an Komfort, (Schnee-)Sicherheit und Kapazität sowie die allgemeine Teuerung führen jedoch dazu, dass die zukünftigen Wiederbeschaffungswerte über den historischen Anschaffungswerten liegen. Die Chance ist gross, dass auch in Zukunft heute noch nicht vorhersehbare Investitionen anfallen werden.

«Bei der Marge sind Unternehmen ohne eigene Gastroaktivitäten im Vorteil. Beim Kapitalumschlag ist es gerade umgekehrt.»

«Eine Kapitalrendite von 5%, welche bedeutet, dass die Anlagen innert 20 Jahren mit dem Cashflow aus eigener Kraft refinanziert werden können, gilt in dieser Branche als guter Wert.»

Abb. 12: Kapitalrenditen der Unternehmen der Stichprobe (aktuell und im Fünfjahresdurchschnitt, geordnet nach Grösse)

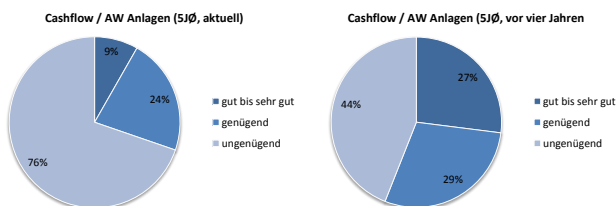


Quelle: Hochschule Luzern

*Der Wert von 5% gilt schon lange als Benchmark. Vergleiche dazu beispielsweise Bieger Thomas und Lässer Christian (2005), Erfolgsfaktoren, Geschäfts- und Finanzierungsmodelle für eine Bergbahnindustrie im Wandel, Universität St. Gallen

Abbildung 12 zeigt die Werte der Unternehmen der Stichprobe. In 45% der Fälle liegt die aktuelle Kapitalrendite über dem Fünfjahresdurchschnitt. In etwas mehr als einem Viertel der Fälle liegt der aktuelle Wert jedoch deutlich unter dem Fünfjahresdurchschnitt. Vor vier Jahren erreichten 56% der analysierten Unternehmen einen mindestens genügenden Wert im Fünfjahresdurchschnitt. Aktuell ist der Anteil der genügenden Werte auf 35% gefallen. Dies bedeutet, dass rund zwei Drittel der Unternehmen in Zukunft Probleme haben werden bei der eigenständigen Finanzierung von Investitionen.

Abb. 13: Kapitalrendite relativ zum Benchmark aktuell und vor vier Jahren



Quelle: Hochschule Luzern

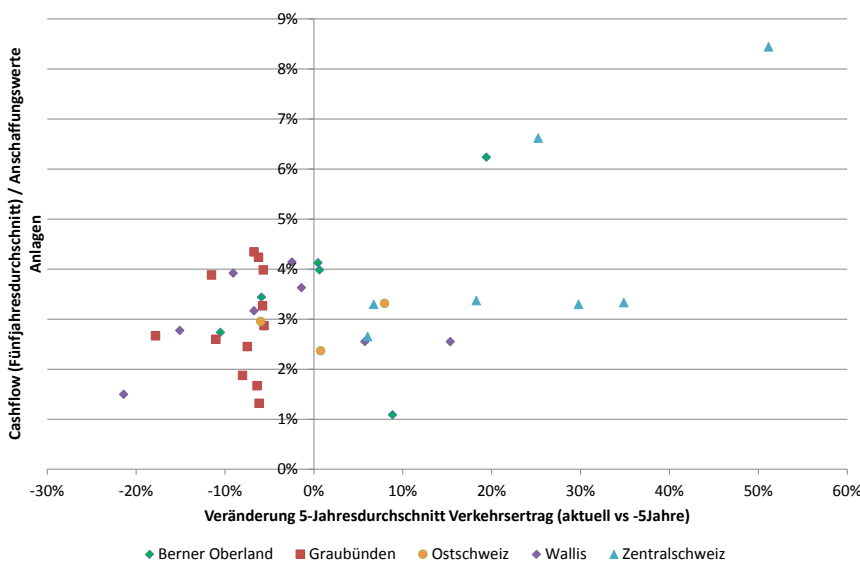
Der Grund für die deutliche Verschlechterung liegt darin, dass einerseits der Cashflow für viele Unternehmen gesunken ist und dass andererseits Investitionen zu einer Erhöhung des Kapitals bzw. des Vermögens geführt haben. Unternehmen, welche mit einer alten Infrastruktur arbeiten, haben es unter sonst gleichen Bedingungen etwas einfacher, eine hohe Kapitalrendite auszuweisen. Falls die Gäste die alte Infrastruktur nicht stört und die bestehenden Anlagen in Zukunft weitergeführt werden können, ist die ausgewiesene Rendite angemessen. Falls jedoch die alten Anlagen demnächst ersetzt werden müssen, ist die ausgewiesene hohe Rendite nicht haltbar und damit wenig aussagekräftig.

«Rund zwei Drittel der Unternehmen werden in Zukunft Probleme haben, Investitionen eigenständig zu finanzieren.»

«Der Grund für die deutliche Verschlechterung liegt darin, dass einerseits der Cashflow für viele Unternehmen gesunken ist und andererseits Investitionen zu einer Erhöhung des Kapitals geführt haben.»

Abbildung 14 zeigt die Entwicklung des Verkehrsertrags sowie die Kapitalrendite im aktuellen Fünfjahresdurchschnitt. Auf der rechten Seite sind jene Unternehmen abgebildet, welche den Fünfjahresdurchschnitt des Verkehrsertrags in den letzten fünf Jahren gesteigert haben. Es handelt sich dabei nicht nur, aber vor allem um Bahnunternehmen aus der Zentralschweiz und dem Berner Oberland. Auf der linken Seite sind die Unternehmen mit rückläufigem Verkehrsertrag. Es zeigt sich dabei, dass einige Bergbahnunternehmen trotz teilweise deutlich rückläufigem Ertrag immer noch eine durchaus genügende Kapitalrendite generieren. Dazu gehören beispielsweise die Bahnen in Davos Klosters, Bettmeralp oder Verbier.

Abb. 14: Kapitalrendite und Entwicklung Verkehrsertrag im Fünfjahresdurchschnitt (Aktueller Wert vs. Wert vor fünf Jahren)



Quelle: Hochschule Luzern

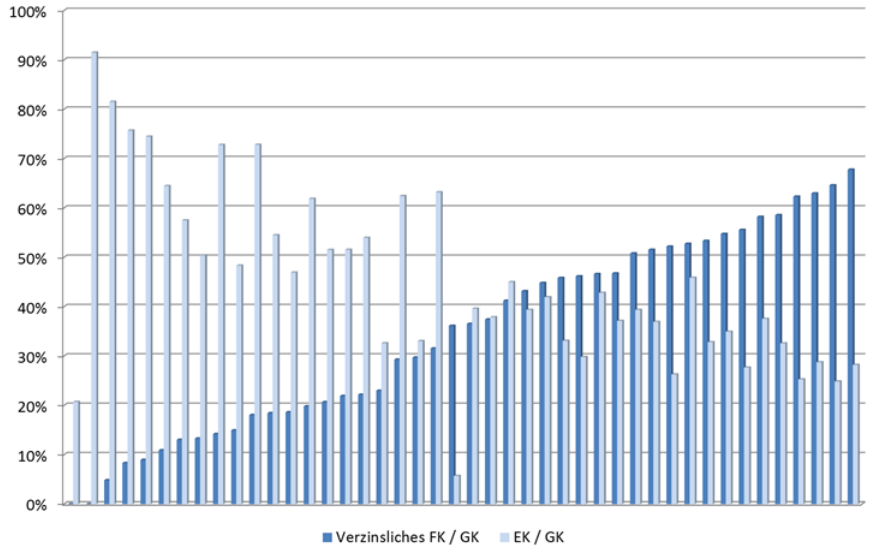
Umgekehrt sind einige Bergbahnunternehmen in den letzten Jahren zwar gewachsen. Die Kapitalrendite liegt jedoch trotzdem unter der Grenze von 3%. Dazu gehören beispielsweise die Säntisbahn sowie die Belalpbahnen und die Bergbahnen in Gstaad.

2.5 Finanzierung

Abbildung 15 zeigt die aktuellen Anteile von verzinslichem Fremdkapital und vom Eigenkapital an der Bilanzsumme. Zwei Unternehmen (Pilatus und Hoch Ybrig) verfügen über keine verzinslichen Schulden. Bei den ausgewerteten Eigenkapitalien handelt es sich um Buchwerte. Allfällige stille Reserven, welche in einigen Fällen im grossen Stil bestehen, sind dabei nicht berücksichtigt. Dies zeigt sich etwa am Beispiel der Pilatusbahnen. Das buchhalterische Eigenkapital beträgt per Ende 2015 nur 20.7% der Bilanzsumme. Das Fremdkapital besteht grösstenteils aus langfristigen Rückstellungen mit Eigenkapitalcharakter. Die ausgewiesenen Eigenkapitalwerte sind als Minimalwerte zu verstehen. Das effektive Eigenkapital ist womöglich höher, nicht jedoch geringer.

«Es zeigt sich, dass einige Bergbahnunternehmen trotz teilweise deutlich rückläufigem Ertrag immer noch eine durchaus genügende Kapitalrendite generieren.»

Abb. 15: Eigenfinanzierungsgrad und Anteil verzinsliches Fremdkapital der Unternehmen der Stichprobe (aktuell, geordnet nach Grösse)

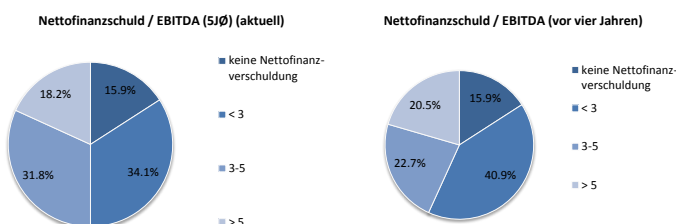


Quelle: Hochschule Luzern

Die höchsten Anteile an verzinslichem Fremdkapital weisen eher grössere Bergbahnunternehmen auf, welche in den letzten Jahren viel investiert haben. Dazu gehören beispielsweise die Bergbahnen aus den folgenden Destinationen: Arosa, Lenzerheide, Scuol, St. Moritz, Zermatt, Weisse Arena.

Generell gilt: Mit zunehmender Ertragskraft kann sich ein Unternehmen mehr verzinsliches Fremdkapital leisten. Daher macht es Sinn, die aktuelle Verschuldung ins Verhältnis zum EBITDA zu setzen. Neun Bergbahnunternehmen (ca. 20%) haben mehr flüssige Mittel als verzinsliche Schulden. Ihre Nettofinanzschuld ist in diesem Fall negativ. Von den übrigen Bergbahnunternehmen mit positiver Nettofinanzschuld hat die Hälfte ein Verhältnis Nettofinanzschulden / EBITDA von weniger als 3.7. Dies bedeutet, dass die aktuelle Nettofinanzschuld mit dem laufenden EBITDA in 3.7 Jahren zurückbezahlt werden könnte. 20% der Stichprobe liegen auf Basis des aktuellen EBITDA bei einem Wert von mehr als 5 Jahren. Auf Basis des Fünfjahresdurchschnitts-EBITDA liegen die Werte etwas tiefer. Gewisse Bergbahnen profitieren sicherlich von einer Art regionalem „Too big to fail-Charakter“, was sich positiv auf die Verfügbarkeit von verzinslichem Fremdkapital auswirkt. Abbildung 16 zeigt die Entwicklung der Verhältnisse Nettofinanzschulden / EBITDA in den letzten vier Jahren. Dabei zeigt sich, dass die Anzahl der sehr hohen Verhältnisse etwas angestiegen ist.

Abb. 16: Nettofinanzschuld / EBITDA (Fünfjahresdurchschnitt) aktuell und vor vier Jahren



Quelle: Hochschule Luzern

«Die höchsten Anteile an verzinslichem Fremdkapital weisen eher grössere Bergbahnunternehmen auf, welche in den letzten Jahren viel investiert haben.»

«Gewisse Bergbahnen profitieren sicherlich von einer Art regionalem "Too big to fail-Charakter", was sich positiv auf die Verfügbarkeit von verzinslichem Fremdkapital auswirkt.»

Teil 3: Kennzahlen ausgewählter Bergbahnen

3.1 Ausflugsbergbahnen

Tabelle 4 zeigt Kennzahlen einiger ausgewählter Ausflugsbergbahnen. Die Jungfrau-, Schilthorn- und Titlisbahnen betreiben zwar auch Wintersportgebiete. Ihr Hauptwachstumstreiber war jedoch in den letzten Jahren ganz klar das Geschäft mit den Nicht-Wintersportlern. Es handelt sich in Tabelle 4 um die gemessen am Ertrag grössten Ausflugsbergbahnen. Mit Ausnahme der Säntis Schwebbahn AG haben sämtliche in Tabelle 4 aufgeführten Unternehmen im Jahr 2015 ein Rekord-EBITDA erreicht. Haupttreiber waren neben dem schönen Sommer- und Herbstwetter 2015 vor allem asiatische Gäste. Die Titlis- und Jungfraubahnen weisen mit Werten von rund 45% hervorragende EBITDA-Margen aus. Da die Titlisbahnen 25% ihres Ertrags in der Gastronomie/Hotellerie verdienen, ist die Marge besonders beachtlich. Die Zahlen der Titlisbahnen wurden um Gewinne aus Liegenschaftsverkäufen bereinigt. Ohne diese Bereinigung wäre die EBITDA-Marge 2014/15 um über 50% gelegen.

Die geringe EBITDA-Marge der Säntis Schwebbahn ist einerseits auf eine im Vergleich tiefere Auslastung zurückzuführen. Andererseits wirkt der hohe Gastroanteil negativ auf die Marge. Im Gegensatz zu den übrigen in Tabelle 4 aufgeführten Bahnen ist der Säntis nicht Bestandteil einer international bekannten Destination. Interkontinentale Märkte spielen am Säntis kaum eine Rolle. Er ist ein klassischer Ausflugsberg für Besucher aus den Nahmärkten, welche sehr witterungsabhängig sind. Pilatus und Rigi profitieren selbstverständlich von der Zugehörigkeit zur Destination Luzern/Vierwaldstättersee. Insbesondere die Pilatus-Bahnen bieten ihren Gästen jedoch auch ein sehr vielfältiges Freizeitangebot.

«Mit Ausnahme der Säntis Schwebbahn AG haben sämtliche hier aufgeführten Unternehmen im 2015 einen Rekord-EBITDA erreicht.»

«Die geringe EBITDA-Marge der Säntis Schwebbahn ist auf eine im Vergleich tiefere Auslastung und einen hohen Gastroanteil zurückzuführen.»

Tabelle 4: Kennzahlen einiger ausgewählter Ausflugsbergbahnen in TCHF

	BB Titlis Rotair	Pilatus- Bahnen	Jungfrau- bahnen	Rigi Bahnen	Schilthorn Bahn	Säntis- Schwebe- bahn
Rechnungslegung	FER	OR	FER	OR	OR	OR
Handelsplatz	SIX	OTC	SIX	OTC	OTC	OTC
Letzter Abschluss (H= Herbst)	2014/15 H	2015	2015	2015	2015	2015
Gesamtertrag (GE)	71'963	30'513	178'696	21'344	26'716	14'160
Verkehrsertrag (VE)	50'330	18'437	133'969	17'884	18'860	5'193
Anteil VE am GE	69.9%	60.4%	75.0%	83.8%	70.6%	36.7%
Anteil Gastro/Beherb. am GE	25.9%	27.2%	0.0%	4.1%	20.2%	57.4%
EBITDA	32'556	8'541	79'395	5'706	8'023	1'982
Cashflow (NUV)	27'404	8'428	69'804	5'605	7'490	2'242
Anschaffungswerte (AW) Anlagen	308'093	111'574	925'471	117'764	141'364	93'731
Nettofinanzschuld (NFS)	-10'775	-7'928	-20'114	4'558	5'701	2'959
EBITDA-Marge	45.2%	28.0%	44.4%	26.7%	30.0%	14.0%
GE / AW	23.4%	27.3%	19.3%	18.1%	18.9%	15.1%
Cashflow / AW	8.9%	7.6%	7.5%	4.8%	5.3%	2.4%
NFS / EBITDA	-0.3	-0.9	-0.3	0.8	0.7	1.49

Kennzahlen auf Basis Fünfjahresdurchschnittsertragskraft						
Verkehrsertrag	42'263	16'108	120'473	14'428	17'164	5156.6
EBITDA	26'258	7'540	66'109	4'193	6'195	2146.2
EBITDA-Marge	41.9%	27.4%	40.5%	23.6%	25.2%	15.7%
GE / AW	20.3%	24.5%	17.6%	15.0%	17.2%	14.6%
Cashflow / AW	7.7%	6.6%	6.2%	3.4%	4.0%	2.4%
NFS / EBITDA	-0.4	-1.1	-0.3	1.1	0.9	1.4
Wachstum über die letzten fünf Jahre						
Verkehrsertrag	54.6%	48.5%	28.6%	46.9%	14.3%	7.6%
EBITDA	63.4%	80.3%	52.2%	107.8%	63.7%	-8.7%
Verkehrsertrag (5JØ)	51.2%	25.0%	19.0%	18.0%	1.0%	1.0%
EBITDA (5JØ)	73.6%	22.0%	36.0%	56.0%	18.0%	-12.0%
Kennzahlen zur Aktienbewertung						
Aktienkurs	350.0	2'147.0	93.5	7.8	1'454.0	992.0
Anzahl Aktien	672'000	26'400	5'835'000	3'600'000	35'000	48'000
Verzinsliches FK + zinslose Darlehen	14'210	0	28'974	11'292	6'390	12'980
Enterprise Value (EV)	249'410	56'681	574'547	39'372	57'280	60'596
EV / EBITDA	7.7	6.6	7.2	6.9	7.1	30.6
EV / EBITDA (5JØ)	9.5	7.5	8.7	9.4	9.2	28.2
Ausschüttung	8.0	32.5	2.0	0.1	36.0	-
Ausschüttungsrendite	2.3%	1.5%	2.1%	1.3%	2.5%	0.0%

Quelle: Geschäftsberichte der Unternehmen.

Die Aktienkurse sind per 3. Oktober 2016 erhoben. Für die börsenkotierten Gesellschaften wurde der letztbezahlte Kurs gewählt, für die ausserbörslich gehandelten Gesellschaften ein volumengewichteter Durchschnitt mehrerer vergangener Transaktionen. Die Zahlen der Titlisbahnen wurden um Gewinne aus Liegenschaftsverkäufen bereinigt.

Was die Ertragskraft betrifft, liegen die Jungfrau-, Pilatus- und Titlisbahnen deutlich vorne. Ihre Kapitalrenditen (Cashflow / Anschaffungswerte Anlagen) liegen sowohl im Jahr 2015 als auch im Fünfjahresdurchschnitt zwischen 6% und 9%. Ihr Betriebsvermögen ist sehr effizient investiert. Pro investiertem Franken können sie deutlich mehr Cashflow generieren als die anderen Unternehmen. Am Aufholen sind die Rigi- und Schilthornbahn. Im Jahr 2016 könnten sich diese beiden Unternehmen weiter annähern. Die Rigi-Bahnen haben für das sehr wichtige dritte Quartal (Juli bis September) einen Besucherrekord vermeldet. Mehr Schweizer und ausländische Individualreisende besuchten die Rigi. Dafür rund 25% weniger ausländische Gruppenreisende. Titlis- und Jungfraubahnen, welche wohl am stärksten im Gruppengeschäft positioniert sind, haben im ersten Halbjahr ebenfalls deutlich an Gästen verloren, dies allerdings auf sehr hohem Niveau. Die Gruppengäste sind trotz etwas tieferem Durchschnittsertrag ein attraktives Massengeschäft und wohl am wenigsten witterungsabhängig. Daher sind sie ein wichtiger Faktor für die hohen Kapitalrenditen. Auch wenn die Titlis- und Jungfraubahnen dieses Jahr wohl an Ertragskraft einbüßen werden, werden sie den Fünfjahresdurchschnitt halten bzw. ausbauen können. Das Jahr 2016 wird voraussichtlich besser ausfallen als das Jahr 2011, welches für die Berechnung des neuen Fünfjahresdurchschnitts entfällt.

Wie die Rigi-Bahnen meldet auch die Schilthornbahn für den Sommer 2016 (1. Mai bis 15. September) einen neuen Gästerekord. Die Frequenzen stiegen um knapp 10% auf 1.4 Millionen. 25'000 Gäste besuchten das Schilthorn mit der

«Was die Ertragskraft betrifft, liegen die Jungfrau-, Pilatus- und Titlisbahnen deutlich vorne.»

«Wie die Rigi-Bahnen meldet auch die Schilthornbahn für den Sommer 2016 einen neuen Gästerekord.»

UBS-Promotion „Der Berg ruft“. Damit konnten UBS-Kunden für je 10 Franken 35 Schweizer Berge besuchen. Mit Ausnahme des Titlis und des Jungfraujoch waren sämtliche in Tabelle 4 aufgeführten Berge im Angebot der UBS. Die Anzahl der Chinesen konnte die Schilthornbahn im Sommer 2016 konstant auf dem 2015er-Niveau halten. Auch die Schilthornbahn spürt die gedämpfte Reiselust der Chinesen. Bestehende Kunden bzw. Reiseveranstalter bringen weniger Gäste als im 2015. Da die Schilthornbahn auf dem chinesischen Markt noch eine deutlich schwächere Marktdurchdringung als die Jungfrau- und Titlisbahnen hat, konnte die schwächere Nachfrage durch die Gewinnung von Neukunden bzw. von neuen Reiseveranstaltern kompensiert werden. Die Chancen sind sehr gut, dass die Rekordanzahl Gäste auch zu einem Rekordertrag führen wird.

Die Zermatt Bergbahnen verdienten 2015/16 23.6% ihres Verkehrsertrags im Sommer. Ihr Hauptstandbein ist der Wintersport. Doch im Gegensatz zum Grossteil der übrigen grossen Wintersportorte verfügen sie auch über ein sehr attraktives Ausflugs-geschäft, dessen Ertrag 2015/16 um 11% gestiegen ist. Zermatt setzt mehr auf den Individualgast als auf den Gruppengast. Um noch attraktiver zu werden, verfolgen die Zermatt Bergbahnen ein Grossprojekt. Zunächst wird die Transportkapazität zum Matterhorn glacier paradise mit einer zusätzlichen 3S Bahn, welche sich derzeit im Bau befindet, ausgebaut. Danach soll eine Pendelban von Testa Grigia zum Matterhorn glacier paradise gebaut werden. So wird die Verbindung nach Italien auch im Sommer bzw. als Fussgänger möglich sein. Reaktionen von Reiseveranstaltern zufolge wird diese Verbindung insbesondere bei asiatischen Gästen sehr gut ankommen. Diese können dann die beliebten Reiseziele Italien und Frankreich bzw. Paris mit der „höchst möglichen Alpenquerung“ verbinden. Vom Flughafen Mailand Malpensa dauert die Zufahrt nur etwas mehr als zwei Stunden. Die Chance, dass die Zermatt Bergbahnen davon in Form einer deutlichen, nachhaltigen Cashflowsteigerung profitiert, ist als hoch einzuschätzen.

Die Ausflugsbergbahnen sind im Allgemeinen sehr solide finanziert. Die Pilatus-Bahnen sind finanzschuldenfrei. Titlis- und Jungfraubahnen haben trotz hoher Investitionstätigkeit mehr flüssige Mittel als Schulden. Und auch die übrigen Bahnen haben ein tiefes Verhältnis Nettofinanzschuld / EBITDA von 0.7 bis 1.5. Mit Ausnahme der Säntis Schwebebahn schütteten sämtliche Bahnen für das letzte Geschäftsjahr eine Dividende aus. Die Aktionäre der Rigi-Bahnen erhielten zum ersten Mal eine Barausschüttung. Titlis- und Jungfraubahnen haben in den letzten Jahren die Ausschüttung kontinuierlich erhöht und an die erhöhte Cashflow-Kraft angepasst. Auch die Pilatusbahnen haben die Dividende 2015 um 30% gesteigert. Die Schilthornbahn schüttet schon seit Jahren eine konstante Dividende von CHF 36 aus. Ob die Dividende demnächst auch an die verbesserte Ertragslage angepasst wird, ist durchaus möglich, jedoch unsicher. 2017 feiert die Schilthornbahn ihr 50-jähriges Jubiläum. Ob es eine Jubiläumsdividende von CHF 50 gibt, ist nicht bekannt. Bei den übrigen Unternehmen liegen Dividendenerhöhungen eher nicht drin, da sich die Ertragskraft 2016 nicht erhöhen wird. Bei den Rigi-Bahnen ist ein Rekordergebnis sicherlich möglich, doch gleichzeitig stehen hohe Investitionen an, zu deren Finanzierung derzeit auch eine Aktienkapitalerhöhung mit Bezugsverhältnis 2:1 läuft. Das heisst, auch bei konstantem Ausschüttungsbetrag wird der gesamte Dividendenausschüttungsbetrag um 50% steigen.

«Neben dem Wintersport als Hauptstandbein verfügen die Zermatt Bergbahnen im Gegensatz zu den übrigen grossen Wintersportorten über ein attraktives Ausflugs-geschäft.»

«Die Ausflugsbergbahnen sind im Allgemeinen sehr solide finanziert.»

«Die Aktionäre der Rigi-Bahnen erhielten zum ersten Mal eine Barausschüttung.»

«Nicht nur Ertrag, Gewinn und Dividenden der Ausflugsbergbahnen sind gestiegen, sondern auch die Aktienkurse.»

Nicht nur Ertrag, Gewinn und Dividenden der Ausflugsbergbahnen sind gestiegen, sondern auch die Aktienkurse. Die Dividendenrenditen liegen daher im durchschnittlichen Bereich. Die hohen Kurswertsteigerungen der letzten Jahre haben auch dazu geführt, dass die Bewertungen angestiegen sind. Gemessen am Fünfjahresdurchschnitt EBITDA liegt das Enterprise Value-Multiple zwischen 7.5 und 9.5. Zu berücksichtigen gilt es, dass einige Unternehmen in der Hochsaison, welche immer länger wird, nahe an ihrer Kapazitätsgrenze sind. Das heisst, dass auf Basis der 2015er-Zahlen Wachstum immer schwieriger wird. Kapazitätserweiterungen binden viel Kapital und drücken in den ersten Jahren auf Kapitalumschlag und Kapitalrendite.

Grosser Unsicherheitsfaktor bleibt neben dem Wetter die Terrorgefahr. Wie bereits erwähnt, ist diese weder beeinflussbar noch vorhersehbar. Sie könnte zu weiteren Einbussen bei den internationalen Gästen führen. Die Vergangenheit zeigt jedoch auch, dass sich das Reiseverhalten nach einigen ruhigen Monaten durchaus wieder beruhigt. Auch das Geschäft mit den Asiaten birgt Risiken. Die Vorteile in Form einer besseren Auslastung und einer stärkeren Gästediversifikation überwiegen jedoch klar. Viele auf den Wintersport fokussierten Bergbahnen wären froh, sie hätten auch relativ wetterunabhängige Reisegruppen unter ihren Gästen. In der Analyse der in Tabelle 4 aufgeführten Bergbahnunternehmen ist der Euro eher am Rande ein Thema. Die Bahnen haben Wege gefunden, um fehlende Gäste aus dem Euroraum mit anderen Besuchern zu kompensieren. Jungfrau-, Schilthorn- und Titlisbahnen betreiben auch ein Skigebiet. Letzteres ist überdurchschnittlich von Tagesgästen frequentiert und daher unterdurchschnittlich von der Währungsproblematik betroffen. Die Jungfrauskiregion leidet sicherlich mehr. Es scheint so, als ob die Jungfraubahnen ihr Skigebiet mit dem Ausflugsverkehr quersubventionieren. In ihrer Spartenrechnung 2015 weisen sie folgende EBITDA-Margen aus: Jungfrauoch: 52%, Wintersport: 8.0%.

Was die Marktliquidität betrifft, sind die beiden kotierten Aktien der Jungfrau- und Titlisbahnen am besten handelbar. Für ausserbörsliche Verhältnisse sind jedoch auch die übrigen Ausflugsbahnen relativ „liquide“. Die Aktien der Säntis Schwebelbahn sind reine Liebhabertitel. Regionale Verbundenheit und Gratistickets dürften die wichtigsten Anlagemotive sein. Für die übrigen Aktien sprechen neben Liebhabermotiven jedoch auch die Zahlen.

3.2 Wintersportbahnen

Tabelle 5 und 6 zeigen Kennzahlen einiger ausgewählter wintersportlastiger Bergbahnunternehmen. Es handelt sich dabei vor allem um die grossen Wintersportgebiete. Als Ergänzung sind einige mittelgrosse Gebiete aufgeführt, welche sich in letzter Zeit gut entwickelt haben. Dazu zählt auch die Brunni Bahnen AG, welche im Gegensatz zum Rest einen sehr ausgewogenen Sommer-Winter-Mix aufweist.

Im Dezember 2007 hat das damalige Swiss Equity magazin die zehn rentabelsten Bergbahnen (gemessen am Verhältnis Cashflow / Anschaffungswerte der Anlagen) gekürt. Auf Platz eins standen die Pilatus-Bahnen. Die Jungfrau- und Titlisbahnen standen auf den Plätzen 6 und 8. Vor der Jungfraubahn standen Wintersportbahnen aus Davos Klosters, Samnaun, Zermatt und der Lenk. Ihr Verhältnis Cashflow / Anschaffungswerte Anlagen lag in einer hervorragenden Bandbreite von 6.3% bis 7%. Die Top Ten ergänzten die Bergbahnen aus

«Grosser Unsicherheitsfaktor bleibt neben dem Wetter die Terrorgefahr.»

«Die Bahnen haben Wege gefunden, um fehlende Gäste aus dem Euroraum mit anderen Besuchern zu kompensieren.»

Celerina, Verbier und Laax/Flims. Heute belegen praktisch ausnahmslos die Ausflugsbergbahnen die vordersten Plätze bei der Kapitalrentabilität.

Da die meisten Wintersportbahnen im Sommer nur sehr wenig verdienen, ist die Winterauslastung entscheidend. Die Zeit zum Verdienen der fixen Abschreibungen und Finanzierungskosten ist kurz. Umso wichtiger ist eine hohe Nutzung im Winter. Diese ist nun bekanntlich massiv gefallen, was sich in einem rückläufigen Kapitalumschlag und einer schlechteren Kapitalrendite niederschlägt. Wenn sich die Nachfrage in den nächsten Jahren nicht verbessert, werden sich einige Bahnen ihre immer teurer werdende Infrastruktur nicht mehr leisten können. Die Anspruchsgruppen der Bahnen werden dann zur Finanzierung gebeten werden müssen.

Was die aktuelle Kapitalrendite betrifft, schneiden jene Wintersportbahnen, welche vor zehn Jahren top waren, auch heute noch relativ gut ab. So beispielsweise die Davos Klosters Bergbahnen. Der Fünfjahresdurchschnitt des EBITDA liegt aktuell um 20% unter dem Wert vor fünf Jahren. Die Kapitalrendite (CF / AW) liegt im Fünfjahresdurchschnitt aber immer noch bei im Quervergleich guten 3.9%. Erfolgsfaktoren könnten einerseits ein gutes Kostenmanagement, andererseits auch eine effiziente Infrastruktur mit teilweise günstigen Bahntypen sein. Noch besser schneidet die Weisse Arena Gruppe ab (4.3% im Fünfjahresdurchschnitt). Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass Wohnungsverkäufe die Ergebnisse deutlich positiv beeinflussen. Seit 2008/09 wurden kontinuierlich 130 Wohnungen im rocksresort veräussert.

«Da die meisten Wintersportbahnen im Sommer nur sehr wenig verdienen, ist die Winterauslastung entscheidend.»

«Was die aktuelle Kapitalrendite betrifft, schneiden jene Wintersportbahnen, welche vor zehn Jahren top waren, auch heute noch relativ gut ab.»

Tabelle 5: Kennzahlen ausgewählter Wintersportbahnen (Teil 1) in TCHF

	Davos Klosters BB	Weisse Arena	Zermatt BB	Téléverbier	Lenzerheide BB	Corvatsch	Bergbahnen Engadin St. Moritz AG
Rechnungslegung	OR	OR	OR	IFRS	OR	OR	OR
Handelsplatz	OTC	OTC	OTC	Paris	OTC	OTC	OTC
Letzter Abschluss (H=Herbst)	2015/16	2015/16	2015/16	2014/15 H	2015/16	2014/15 H	2014/15 H
Gesamtertrag (GE)	53'475	88'802	66'155	50'617	26'802	17'908	50'711
Verkehrsertrag (VE)	33'496	30'829	61'795	35'619	22'731	11'376	32'494
Anteil VE am GE	62.6%	34.7%	93.4%	70.4%	84.8%	63.5%	64.1%
Anteil Gastro/Beherb. am GE	27.4%	30.2%	1.8%	9.3%	0.0%	26.3%	25.2%
EBITDA	18'743	19'892	30'516	15'271	8'210	4'260	12'902
Cashflow (NUV)	18'359	17'642	26'451	14'741	6'960	2'392	11'453
Anschaffungswerte (AW) Anlagen	466'784	466'301	612'417	390'080	300'479	143'063	416'885
Nettofinanzschuld (NFS)	33'152	102'586	113'337	15'584	59'210	14'283	70'168
EBITDA-Marge	35.1%	22.4%	46.1%	30.2%	30.6%	23.8%	25.4%
GE / AW	11.5%	19.0%	10.8%	13.0%	8.9%	12.5%	12.2%
Cashflow / AW	3.9%	3.8%	4.3%	3.8%	2.3%	1.7%	2.7%
NFS / EBITDA	1.77	5.16	3.71	1.02	7.21	3.35	5.44

Kennzahlen auf Basis Fünfjahresdurchschnittsertragskraft							
Verkehrsertrag	34706.2	32449.4	61057.8	36387.4	23675.6	11227.2	33368
EBITDA	19606	22961.6	30099.8	15886.4	9877.4	3889.8	12754.2
EBITDA-Marge	35.6%	26.5%	46.6%	29.8%	36.4%	22.2%	24.7%
GE / AW	11.8%	18.6%	10.5%	13.7%	9.0%	12.2%	12.4%
Cashflow / AW	3.9%	4.3%	4.1%	3.9%	2.9%	1.7%	2.6%
NFS / EBITDA	1.7	4.5	3.8	1.0	6.0	3.7	5.5
Wachstum über die letzten fünf Jahre							
Verkehrsertrag	-12.8%	-9.7%	0.6%	-10.9%	-4.7%	-6.2%	-14.7%
EBITDA	-21.4%	-17.7%	2.4%	-19.6%	-25.0%	1.7%	-17.2%
Verkehrsertrag (5JØ)	-12.0%	-7.0%	-2.0%	-9.0%	-6.0%	-6.0%	-11.0%
EBITDA (5JØ)	-20.0%	-1.0%	-7.0%	-17.0%	-15.0%	-8.0%	-17.0%
Kennzahlen zur Aktienbewertung							
Aktienkurs	211.0	98.2	258.0	44.7	21.2	2.5	4.8
Anzahl Aktien	386'000	550'000	629'200	1'400'000	1'940'789	4'098'669	1'945'990
Verzinsliches FK + zinslose Darlehen	54'545	105'697	115'167	20'170	65'000	21'411	71'000
Enterprise Value (EV)	135'991	159'707	277'501	82'750	106'145	31'658	80'341
EV / EBITDA	7.3	8.0	9.1	5.4	12.9	7.4	6.2
EV / EBITDA (5JØ)	6.9	7.0	9.2	5.2	10.7	8.1	6.3
Ausschüttung	3.6	-	3.0	0.3	-	-	-
Ausschüttungsrendite	1.7%	0.0%	1.2%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%

Quelle: Quelle: Geschäftsberichte der Unternehmen. Die Aktienkurse sind per 3. Oktober 2016 erhoben. Für die börsenkotierten Gesellschaften wurde der letztbezahlte Kurs gewählt, für die ausserbörslich gehandelten Gesellschaften ein volumengewichteter Durchschnitt mehrerer vergangener Transaktionen.

Im Quervergleich gut stehen auch die Lenk- und die Bettmeralp-Bahnen da. Die Lenk Bergbahnen fallen schon seit Jahren durch einen tiefen Personalkostenanteil auf, was schlussendlich auch zu einer höheren Rendite führt. Hinzu kommt, dass sowohl die Lenk als auch die Aletsch Arena klar unterdurchschnittlich an Gästen verloren haben in den letzten Jahren. Sogar Gäste zugewonnen haben die Belalp Bahnen. Wie bereits erwähnt, spielt dabei der Neubau eines Reka-Feriendorfs in Blatten/Belalp eine wichtige Rolle. Doch auch die Belalp-Bahnen selber haben viel in ihre Infrastruktur investiert (Beschneigung, Zubringerumlaufbahn, etc.). EBITDA und Verkehrsertrag sind in den letzten Jahren gestiegen. Die Kapitalrendite hat sich allerdings leicht verschlechtert, da das Gewinn- bzw. Cashflow-Wachstum nicht ganz mit dem Wachstum der Infrastruktur mitgehalten hat. Viel investiert haben praktisch alle aufgeführten Bergbahnunternehmen. Fast alle haben jedoch deutlich an Ertrag und Gewinn verloren. Bei der Brunni Bahnen AG haben verstärkte Investitionen in Sommeraktivitäten zu steigendem Ertrag und EBITDA geführt. Da das Sommergeschäft im Vergleich zum Skigeschäft deutlich weniger kapitalintensiv ist, hat sich das Wachstum auch in einer deutlich angestiegenen Kapitalrendite niedergeschlagen. Zugute kommt den Brunni Bahnen, dass sie keine teure Wintersportinfrastruktur aufgebaut haben. Dies ist nun bei der zunehmenden Ertragsverschiebung hin zum Sommer von Vorteil. Auch im Sommer 2016 scheint das Geschäft gut zu laufen. Trotz bescheidenem Juliwetter resultierte in den Sommerferien ein neuer Gästerekord.

«Bei der Brunni Bahnen AG haben verstärkte Investitionen in Sommeraktivitäten zu steigendem Ertrag und EBITDA geführt.»

Tabelle 6: Kennzahlen ausgewählter Wintersportbahnen (Teil 2) in TCHF

	Brunni Bahnen	Lenk BB	Arosa BB	Belalp Bahnen	BB Adelboden	Hoch Ybrig	Bettmeralp Bahnen	BB Samnaun
Rechnungslegung	OR	OR/FER	OR	OR	OR	OR	OR	OR
Handelsplatz	OTC	OTC	OTC	OTC	OTC	OTC	OTC	OTC
Letzter Abschluss (H= Herbst)	2015	2015	2015/16	2015/16	2015/16	2014/15 H	2014/15	2015/16
Gesamtertrag (GE)	6'435	12'943	24'821	6'920	15'265	7'357	19'447	24'887
Verkehrsertrag (VE)	3'734	12'216	15'028	6'149	11'126	6'423	14'998	16'859
Anteil VE am GE	58.0%	94.4%	60.5%	88.9%	72.9%	87.3%	77.1%	67.7%
Anteil Gastro/Beherb. am GE	31.6%	0.0%	29.8%	0.0%	15.9%	0.0%	11.2%	32.3%
EBITDA	1'531	5'557	5'618	2'830	4'564	1'608	6'318	6'639
Cashflow (NUV)	1'322	4'800	4'407	2'337	4'038	1'555	5'682	6'600
Anschaffungswerte (AW) Anlagen	30'343	134'692	211'172	80'504	131'531		157'752	214'816
Nettofinanzschuld (NFS)	5'668	16'938	45'682	10'406	19'437	-6'548	11'524	24'252
EBITDA-Marge	23.8%	42.9%	22.6%	40.9%	29.9%	21.9%	32.5%	26.7%
GE / AW	21.2%	9.6%	11.8%	8.6%	11.6%		12.3%	11.6%
Cashflow / AW	4.4%	3.6%	2.1%	2.9%	3.1%		3.6%	3.1%
NFS / EBITDA	3.70	3.05	8.13	3.68	4.26	-4.07	1.82	3.65
Kennzahlen auf Basis Fünfjahresdurchschnittsertragskraft								
Verkehrsertrag	3601.6	11971.2	15937.6	6290.6	11489.2	6779.8	15186.6	16912.6
EBITDA	1217.4	5788.6	6824.2	2568.6	4906.4	2252.6	6354.8	6735
EBITDA-Marge	20.6%	44.8%	25.8%	37.0%	31.2%	29.1%	32.4%	26.7%
GE / AW	19.4%	9.6%	12.5%	8.6%	11.9%		12.4%	11.7%
Cashflow / AW	3.3%	4.1%	2.5%	2.5%	3.4%		3.6%	2.7%
NFS / EBITDA	4.7	2.9	6.7	4.1	4.0	-2.9	1.8	3.6
Wachstum über die letzten fünf Jahre								
Verkehrsertrag	2.6%	-1.8%	-12.0%	12.1%	-7.0%	-5.5%	-3.2%	-9.6%
EBITDA	43.8%	-15.4%	-32.7%	12.2%	-10.6%	-26.6%	-3.5%	-25.2%
Verkehrsertrag (5JØ)	35.0%	0.0%	-7.0%	15.0%	-6.0%	-1.0%	-1.0%	-18.0%
EBITDA (5JØ)	74.0%	7.0%	-23.0%	2.0%	-6.0%	2.0%	3.0%	-44.0%

Kennzahlen zur Aktienbewertung

Aktienkurs	2'129.0	361.0	78.7	11.8	3.9	26.5	1'367.0	1'137.0
Anzahl Aktien	6'000		125'000	116'400	1'665'000	500'000	8'000	18'000
Verzinsliches FK + zinslose Darlehen	6'160	23'153	47328	26'821	26'245	0	18'850	33'958
Enterprise Value (EV)	18'934	23'153	57'166	28'195	32'739	13'250	29'786	54'424
EV / EBITDA	12.4		10.2	10.0	7.2	8.2	4.7	8.2
EV / EBITDA (5JØ)	15.6		8.4	11.0	6.7	5.9	4.7	8.1
Ausschüttung	25.0	-	-	-	-	1.0	25.0	-
Ausschüttungsrendite	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.8%	1.8%	0.0%

Quelle: Geschäftsberichte der Unternehmen.

Die Aktienkurse sind per 3. Oktober 2016 als volumengewichteter Durchschnitt mehrerer vergangener Transaktionen erhoben. Bei den Brunnli Bahnen ist bei den Grössen zum Wachstum zu berücksichtigen, dass die Geschäftstätigkeit durch Fusion erweitert wurde.

Nur wenig an Ertragskraft verloren haben die Zermatt Bergbahnen. Zermatt ist es gelungen, einen internationalen Wintersportlermix zu erhalten. Hinzu kommt die positive Entwicklung im Ausflugsgeschäft. Marge und Kapitalrendite sind im Quervergleich ganz klar überdurchschnittlich. Ebenfalls erfolgreich sind die Bergbahnen Hoch Ybrig (Ferien- und Sportzentrum Hoch Ybrig AG). Eine Kapitalrendite kann für das Unternehmen aufgrund der Datenverfügbarkeit (kein Anlagespiegel im GG vorhanden) nicht berechnet werden. Positiv ist, dass das Unternehmen finanzschuldenfrei ist. Den Aktionären wird regelmässig eine Bardividende ausgeschüttet. Pluspunkt des Unternehmens ist sicherlich die Nähe zum Raum Zürich (60 Minuten von Zürich City). Die hohe Abhängigkeit vom Tagesgast macht das Unternehmen wetterabhängig, dafür jedoch wechselkursunabhängig. Die Infrastruktur ist dem Berg und der Ausgangslage gut angepasst. Von den Bergbahnen auf den Flumserbergen, welche ähnliche Vorteile haben, sind keine Zahlen verfügbar.

Im Allgemeinen sind die Wintersportbahnen im Vergleich zu den Ausflugsbergbahnen deutlich stärker verschuldet. Die Bergbahnen Arosa, Lenzerheide und St. Moritz weisen Verhältnisse Nettofinanzschulden/EBITDA (5JØ) von mehr als 5 auf. Auf Basis des letzten Geschäftsjahres beträgt das Verhältnis von Arosa sogar hohe 8.1. Die Lenzerheide Bergbahnen haben sehr viel investiert in den letzten Jahren und streben nun eine Konsolidierung mit Schuldenabbau an. Die Bergbahnen Engadin St. Moritz sind ebenfalls hoch verschuldet (schlechter Winter 2015/16 ist in den publizierten Zahlen noch nicht enthalten) und stehen vor einer Grossinvestition, wodurch die Verschuldung wohl weiter ansteigen wird.

Das höchste Zukunftspotenzial der Wintersportbahnen weist sicherlich Zermatt auf. Wie bereits im „Teil 1 Überblick“ erwähnt, ist auch den stark von Tagesgästen abhängigen Bergbahnen mit etwas Wetter- und Schneeglück eine womöglich deutliche Steigerung von Ertrag und Cashflow zuzutrauen. Die Marktliquidität der Aktien der Wintersportbahnen ist verbreitet geringer im Vergleich mit den Ausflugsbergbahnen. Die bezahlten Kurse korrelieren oft schwach mit den Unternehmensgewinnen. Liebhabermotive und Aktionärsvergünstigungen scheinen wichtigere Treiber zu sein. Die Mehrheit der Unternehmen schütten keine Bardividenden aus. Die Lenzerheide Bergbahnen und die Weisse Arena

«Im Allgemeinen sind die Wintersportbahnen im Vergleich zu den Ausflugsbergbahnen deutlich stärker verschuldet.»

«Das höchste Zukunftspotenzial der Wintersportbahnen weist sicherlich Zermatt auf.»

Gruppe schütten für das Jahr 2015/16 erstmals seit längerem keine Dividende aus. Im Vergleich zum Vorjahr sparen sie damit einen Liquiditätsabgang von rund CHF 400'000 bzw. rund CHF 1.1 Mio. Die Téléverbier SA hat die Ausschüttung für das Jahr 2014/15 deutlich reduziert. Gut möglich, dass nach dem wohl noch schlechteren Jahr 2015/16 eine weitere Kürzung folgt. Konstante Dividendenzahler sind beispielsweise die Bettmeralp Bahnen und das Ferien- und Sportzentrum Hoch Ybrig.

«Konstante Dividendenzahler sind beispielsweise die Bettmeralp Bahnen und das Ferien- und Sportzentrum Hoch Ybrig.»

Disclaimer

Dieses Dokument dient ausschliesslich zur Information. Es wurde durch die Zern & Partner GmbH erstellt und ist zur Verteilung in der Schweiz bestimmt. Es darf im Ausland nur in Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verteilt werden. Personen, die in Besitz dieser Informationen und Materialien gelangen, haben sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften zu informieren und diese zu befolgen.

Alle Informationen und Daten aus diesem Report stammen aus Quellen, welche die Zern & Partner GmbH für zuverlässig hält. Trotzdem kann keine Gewähr für deren Richtigkeit übernommen werden. Darüber hinaus können Informationen unvollständig sein. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf irgendeines Wertpapiers dar, noch enthält dieses Dokument oder irgendetwas darin die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung. Dieses Dokument wird Ihnen ausschliesslich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an andere Personen weiterverteilt werden.

Eine Anlageentscheidung hinsichtlich irgendwelcher Wertpapiere des Emittenten muss auf Grundlage eines Verkaufsprospektes erfolgen, der vom Emittenten genehmigt und bei der zuständigen Aufsichtsbehörde hinterlegt ist, und darf nicht auf der Grundlage dieses Dokumentes erfolgen.

Die in diesem Dokument besprochenen Anlagen können für den einzelnen Anleger je nach dessen Anlagezielen und finanzieller Lage nicht geeignet sein. Anleger sollten vor der Erteilung eines Auftrages in jedem Fall mit ihrer Bank, ihrem Broker oder ihrem Anlage- oder Vermögensberater Kontakt aufnehmen.

Die Zern & Partner GmbH und/oder ihre Repräsentanten, Anteilseigner, Führungskräfte und/oder deren Angestellte können eine Long- oder Shortposition in dem beschriebenen Wertpapier und/oder Optionen, Futures und andere Derivate, die auf diesem Wertpapier basieren, oder andere Anlagen, die sich auf in diesem Bericht veröffentlichte Ergebnisse beziehen, halten. Anteilseigner der Zern & Partner GmbH können diese Wertpapiere am offenen Markt für Kunden oder für eigene Rechnung kaufen und/oder verkaufen. Weiterhin können Zern & Partner und/oder ihre Tochter- oder Beteiligungsgesellschaften die in diesem Bericht genannten Gesellschaften beraten oder bereits beraten haben und, soweit im Rahmen gesetzlicher Vorgaben erlaubt, die beinhalteten Informationen und/oder Analysen bereits vor deren Veröffentlichung für eigene Zwecke genutzt haben. Die Zern & Partner GmbH und die BEKB | BCBE sind nicht verantwortlich für Konsequenzen, speziell für Verluste, welche durch die Verwendung oder die Unterlassung der Verwendung aus den in diesem Bericht enthaltenen Meinungen und Rückschlüssen resultieren oder resultieren werden.

Die Zern & Partner GmbH ist ein unabhängiges Medienunternehmen, an dem die BEKB | BCBE keinerlei Beteiligungen hält. Die Analysen werden von den Mitarbeitenden unabhängig und ohne Einfluss der BEKB | BCBE erstellt. Für den Inhalt ist einzig und allein die Zern & Partner GmbH verantwortlich.

Der Wert der Anlage, auf den sich dieser Bericht bezieht, kann entweder direkt oder indirekt gegen die Interessen des Anlegers fallen oder steigen. Wenn eine Anlage in einer Währung oder basierend auf einer Währung getätigt wird, die sich von derjenigen Währung, auf die sich dieser Bericht bezieht, unterscheidet, können Wechselkursschwankungen einen nachteiligen Effekt auf den Wert, den Preis und den Erfolg der Anlage haben. Preise und Kursentwicklungen aus der Vergangenheit geben keine Hinweise auf die zukünftige Entwicklung der Anlage. Die Zern & Partner GmbH und die BEKB | BCBE übernehmen keine Garantie dafür, dass der angedeutete erwartete Ertrag oder allfällig genannte Kursziele erreicht werden. Änderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieser Bericht basiert, können einen materiellen Einfluss auf die erwarteten Erträge haben. Der Erfolg aus Anlagen unterliegt Marktrisiken.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokumentes in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Information zu Verflechtungen:

Der Autor dieser Studie ist nicht mit dem untersuchten Unternehmen in irgendeiner Weise verflochten, weder über Beteiligungsbesitz, wesentliche Forderungen, Mandate oder verwandtschaftliche Verhältnisse. Der Verfasser dieser Studie sowie die damit vertrauten Personen dürfen vier Wochen vor Erscheinen der Studie sowie bis zu zwei Wochen nach Erscheinen dieser Studie keine Transaktionen in den Aktien tätigen.