

**BRANCHENANALYSE BERGBAHNEN**

**«Preise am Berg auf Talfahrt - Alternative Preismodelle als Rettung für die Bergbahnen?»**



Bild: Saas-Fee Bergbahnen AG

**Weitere Informationen zu ausserbörslich  
gehandelten Nebenwerten finden Sie unter  
«[www.otc-x.ch](http://www.otc-x.ch)» und auf «[schweizeraktien.net](http://schweizeraktien.net)».**

**Branche:** Bergbahnen  
**Datum:** 15.11.2018  
**Autor:** Dr. Philipp Lütolf, IFZ,  
für Zern & Partner GmbH

### Inhaltsverzeichnis

- Zusammenfassung.....	S. 2
- Teil 1: Die Bergbahnbranche - ein Überblick.....	ab S. 3
• 1.1 Wintersportgeschäft.....	S. 3
• 1.2 Ausflugsbetrieb.....	S. 14
- Teil 2: Die finanzielle Situation der Branche.....	ab S. 18
• 2.1 Analyse der Jahresabschlüsse 2017/18.....	S. 18
• 2.2 Analyse der Jahresabschlüsse 2017/18 (Frühling), 2017 sowie 2016/17 (Herbst).....	S. 22
• 2.3 Ausblick.....	S. 32
- Teil 3: Kennzahlen ausgewählter Bergbahnen.....	ab S. 37
• 3.1 Ausflugsbergbahnen.....	S. 37
• 3.2 Wintersportbahnen.....	S. 40

### Zusammenfassung

Seit zwei Jahren erfasst die Schweizer Bergbahnenbranche eine neue Preisoffensive: «Hammer-Deal», «Magic Pass», «Top4 Skipass» und andere Namen stehen für eine Veränderung der bewährten Preissysteme im Wintersport. Eine genaue Analyse über den Erfolg und Misserfolg der neuen Preissysteme ist derzeit noch nicht möglich. Denn die gute Wintersaison 2017/18 sowie der etwas schwächere Frühling haben in den Wintersportgebieten ohnehin für höhere Frequenzen und Einnahmen gesorgt. Profitieren von den Sonderaktionen konnten hingegen Hotel- und Gastronomiebetriebe sowie weitere Dienstleister im Schneesport. Dynamische Preise könnten daher ein Vorteil für vertikal integrierte Betriebe sein.

Im Sommergeschäft konnten insbesondere die grossen Bahnen wie Jungfrau-, Titlis-, Pilatus-, Rigi- und Schilthornbahn von dem anhaltenden Tourismusboom insbesondere aus den asiatischen Destinationen profitieren. Gerade die grossen Bahnen geraten derzeit an ihre Kapazitätsgrenzen, was sie zu grossen Investitionen in neue Anlagen veranlasst. Auch kleine Bahnunternehmen haben den asiatischen Markt mittlerweile im Fokus. Allerdings birgt die aktuelle «Overtourism»-Diskussion einige Risiken für das Ausflugsbetrieb. Hinzu kommt, dass auch Österreich mittlerweile auf diese stark wachsende Gästegruppe setzt.

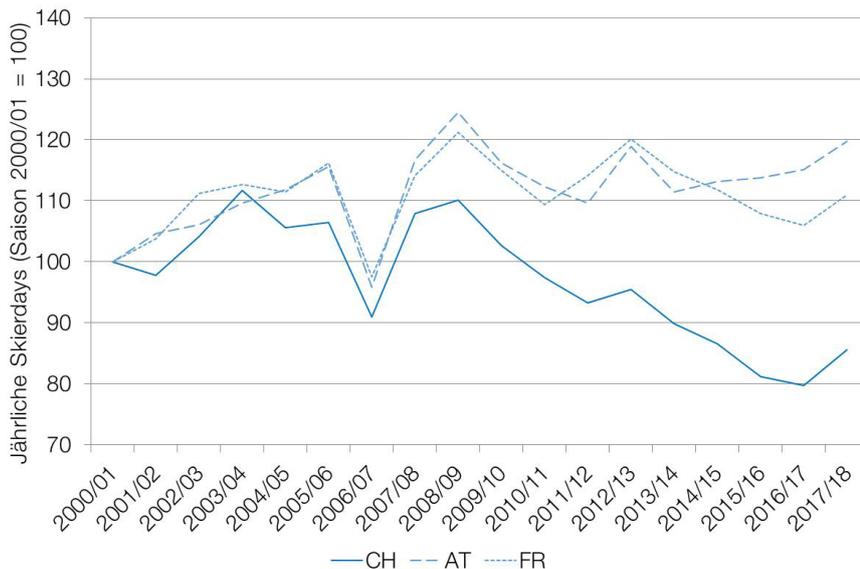
Die finanzielle Situation der Schweizer Bergbahnen konnte sich dank des guten Winters 2017/18 etwas beruhigen. Dennoch bleibt die finanzielle Lage für einige Bergbahnunternehmen angespannt. Bei diesen Bahnen dürfte es zu Problemen kommen, sobald mittlere und grössere Infrastrukturprojekte finanziert werden müssen. Ohne die öffentliche Hand sowie ohne regionale Nutzniesser, welche von der Bahninfrastruktur profitieren, wird die Finanzierung schwierig.

## Teil 1: Die Bergbahnbranche – ein Überblick

### 1.1 Wintersportgeschäft

In der Saison 2017/18 haben sich zwei wichtige Faktoren etwas zum Guten gewendet. Nach drei sehr schneearmen Weihnachtsferien herrschten im Dezember 2017/18 bis in tiefe Lagen verbreitet sehr gute Schneeverhältnisse. Dass die Anzahl der Skierdays nicht um mehr als 7.4% verbessert werden konnte, liegt daran, dass das Wetter an zu vielen Wochenendtagen schlecht war. Hinzu kamen schnee- und sturmbedingte Ausfälle im Januar, wobei der Sturm «Burglinda» in der ersten Januarwoche wohl am negativsten zu Buche schlug. Weiter ist davon auszugehen, dass sich auch der etwas erstarkte Euro positiv auf die Entwicklung der Skierdays ausgewirkt hat. Im November 2017 war der Schweizer Franken für Gäste aus dem Euroland gegenüber dem Vorjahr um rund 7% günstiger. Gleichzeitig haben österreichische Destinationen ihre Preise erhöht. Die guten Schneeverhältnisse führten 2017/18 nicht nur in der Schweiz, sondern auch in Österreich (4%) und in Frankreich (5%) zu einer Zunahme der Skierdays.<sup>1</sup>

**Abb. 1: Skierdays / Winterersteintritte Schweiz, Österreich und Frankreich**



Quelle: Seilbahnen Schweiz, Domaine Skiabile de France, Seilbahnen Österreich, Berechnungen IFZ Zug

Tabelle 1 zeigt eine vereinfachte Einschätzung der letzten Wintersaisons bezüglich Wechselkurs und Meteorologie. Es zeigt sich, dass die Saison 2017/18 am besten mit der Saison 2012/13 vergleichbar ist. Beide Saisons waren durch einen frühen starken Wintereinbruch sowie häufig schlechtes Wetter geprägt. Der Schweizer Franken war zum Start der Saison 2017/18 gegenüber dem Euro allerdings um rund 4.5% teurer als 2012/13. Ein Vergleich der Skierdays zeigt, dass der 2017/18er Wert trotz ähnlicher meteorologischer Verhältnisse mit 10% deutlich unter dem 2012/13er Wert liegt.

«Die Anzahl der Skierdays verbesserte sich im Vergleich zum Vorjahr um 7.4%.»

**Tab. 1: Einschätzung Wintersaisons 2011/12 bis 2017/18**

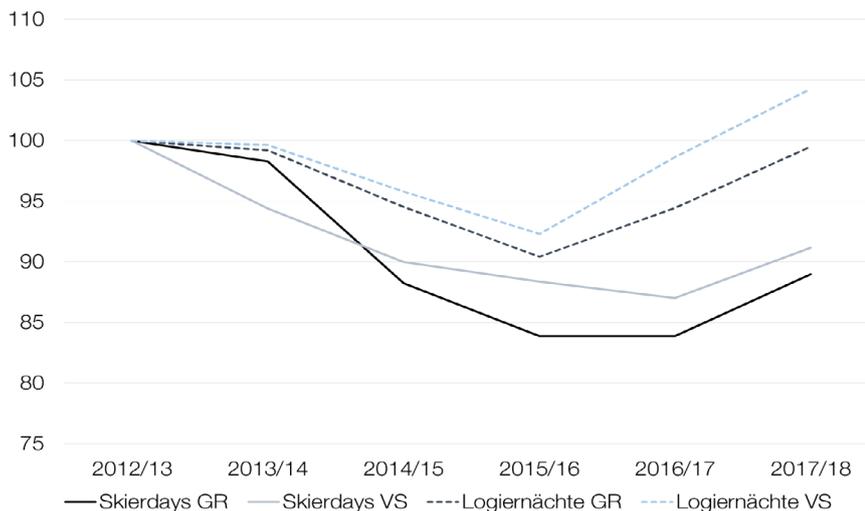
Saison	CHF/EUR	Meteo
2011/12	1.21	Winter kommt kurz vor Weihnachten, viele Stürme über Weihnachten
2012/13	1.21	Viel Schnee bis in tiefe Lagen, wenig Sonne an wichtigen Tagen
2013/14	1.23	Guter Start, dann mildester Winter seit 100 Jahren
2014/15	1.21	Schnee erst am 27. Dezember
2015/16	1.09	Schnee erst im Januar
2016/17	1.09	Schnee erst im Januar
2017/18	1.16	Ähnlich 2012/13

Die meteorologischen Bedingungen beziehen sich jeweils auf die Alpennordseite.

Quelle: IFZ Zug

Die Logiernächte des Winters 2017/18 (nur Hotellerie) liegen im Kanton Graubünden in etwa auf dem Niveau von 2012/13. Im Wallis liegen die Logiernächte 2017/18 sogar um 5% über dem 2012/13er Wert (Abbildung 2). Währenddem die Anzahl der Skierdays gegenüber 2012/13 noch um einiges zurückliegt, hat die Hotellerie die inzwischen verloren gegangenen Logiernächte wieder zurückgewonnen. Die unterschiedliche Entwicklung von Skierdays und Logiernächten lässt mehrere Schlussfolgerungen zu. Einerseits könnte der Rückgang der Skierdays überproportional durch Tagesgäste und Ferienwohnungsaufenthalter bedingt sein. Andererseits dürfte aber auch der Anteil der «Ski fahrenden» Hotelgäste abgenommen haben. Es scheint zunehmend im Trend zu liegen, dass Hotelgäste keine Wochenskipässe mehr lösen, sondern je nach Wetter nur noch einzelne Tageskarten.

**Abb. 2: Entwicklung von Logiernächten (Hotellerie) und Skierdays in den Kantonen Graubünden und Wallis seit 2012/13**



Quelle: Seilbahnen Schweiz und Bundesamt für Statistik. Zahlen jeweils für Wintersaison.

Die Hotellogiernächte über die Wintersaison 2017/18 stiegen im Wallis und in Graubünden um je 5.6% gegenüber dem Vorjahr. Die Region Bern und Luzern/ Vierwaldstättersee verzeichneten ein Plus von 5.2% bzw. 6.1%. Bei letzteren zwei Regionen dürfte allerdings nicht nur der Wintersporttourismus zur Steigerung beigetragen haben. Die Reka-Feriendörfer konnten die Übernachtungsanzahl 2017/18 um 4.1% steigern. Die Belegung der Ferienwohnungen bei Interhome

«Während die Anzahl der Skierdays gegenüber 2012/13 noch um einiges zurückliegt, hat die Hotellerie die inzwischen verloren gegangenen Logiernächte wieder zurückgewonnen.»

stieg gegenüber dem Vorjahr sogar um 17%. Dabei gilt es zu berücksichtigen, dass die Kapazitäten etwas ausgebaut wurden. Besonders erfreulich an diesen Entwicklungen ist, dass viele Destinationen und Anbieter eine zunehmende Rückkehr von deutschen Gästen beobachten. In der Hotellerie sind die Logiernächte deutscher Gäste 2017/18 um 3.9% gestiegen.

In vielen Destinationen wird das Fehlen von warmen, Skifahrer-ergiebigen Betten beklagt. Seitdem die Weisse Arena Gruppe vor rund 10 Jahren das rocksresort lanciert hat, liegen bewirtschaftete Wohnungen voll im Trend. Das rocksresort erreicht in der Wintersaison auf seinen 144 Wohnungen mit 587 Betten eine Auslastung von mehr als 80%. Ebenfalls erfolgreiche Projekte sind unter anderem das Titlis Resort in Engelberg, die Priva Logde auf der Lenzerheide, das Pradas Resort in Brigels, das Swiss Peak Resort in Vercorin oder das Reka-Feriendorf in Belalp/Blatten. Bei neuen Wohnungen, Feriendörfern und auch Hotels stellt sich immer die Frage der Kannibalisierung. Aus Bergbahnsicht ist es interessant, wenn mit den neuen Beherbergungsformen neue Gäste gewonnen werden können. Da sehr viele Destinationen mit Feriendörfern aufrüsten, dürfte dies zunehmend etwas schwieriger werden. Auf die Wintersaison 2018/19 wird die Davos Klosters Bergbahnen AG das Parsenn Resort eröffnen. In Disentis erfolgt die (teilweise) Eröffnung des Catrina Resorts. In Planung sind vergleichbare Projekte unter anderem auch in Sörenberg (Mountain Lodge), Klosters (Ober Ganda), Laax (Erweiterung rocksresort) oder Mürren (The Myrrhen). Nicht immer, aber in einigen Fällen, werden die erstellten Wohnungen unter Vermietungsaufgaben und beschränkter Eigennutzung an Investoren veräussert. Dieses Modell scheint sich auch in Österreich zunehmend zu verbreiten. Besonders erfolgsversprechend ist, wenn die Beherbergungen direkt an den Skipisten bzw. Talstationen liegen (Ski in / Ski out). So planen beispielsweise Kaprun oder Samnaun neue Erschliessungsbahnen, welche unter anderem das Ziel verfolgen Betten, direkt an die Bahnen anzuschliessen. Leider erwachsen Beherbergungsprojekten oft grosse Widerstände in der Bevölkerung. Einsprachen verhindern bzw. verzögern so den Bau von dringend benötigter Beherbergungsinfrastruktur. Die Rolle, welche das Hotel- und Ferienwohnungsangebot bei der Wahl der Destination spielt, darf man nicht unterschätzen. Schliesslich geben die meisten Gäste für die Beherbergung mehr Geld aus als für den Transport am Berg. Erfolgsversprechend dürfte auch das in der Saison 2017/18 auf der Lenzerheide in Betrieb genommene RevierHotel sein. Das sogenannte «New Generation» Hotel spricht junge Gäste an und verfügt über eine ausgezeichnete Lage. Umgekehrt ist die Schliessung des 270 Betten umfassenden Hotel Cube in Savognin ein grosser Verlust für die lokalen Bergbahnen. Die genauen Umstände, welche zur Schliessung geführt haben, sind nicht (öffentlich) bekannt.

Ein Indiz dafür, dass die Euroaufwertung 2017/18 ebenfalls zu einer Gästezunahme geführt hat, sind steigende Anteile ausländischer Gäste an den Logiernächten. Gegenüber dem Vorwinter 2016/17 ist der Anteil der von Ausländern generierten Logiernächte in den meisten Destinationen gestiegen. Gegenüber den Ausländeranteilen von 2012/13 und beispielsweise 2008/09 liegen die aktuellen Anteile jedoch deutlich zurück. Die von Schweizern in den beiden österreichischen Bundesländern Tirol und Vorarlberg generierten Logiernächte sind 2017/18 nun bereits zum zweiten Mal in Folge leicht rückläufig. Gegenüber 2016/17 ging

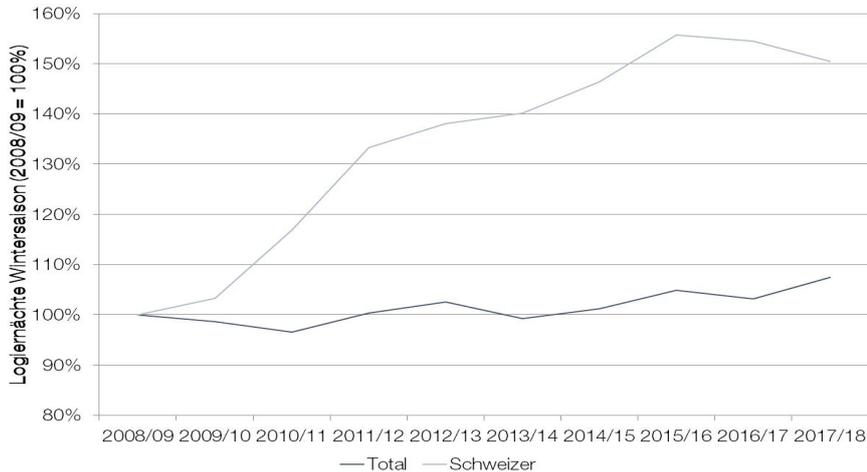
**«In vielen Destinationen wird das Fehlen von warmen, Skifahrer-ergiebigen Betten beklagt.»**

**«In einigen Fällen werden die erstellten Wohnungen mit Vermietungsaufgaben und beschränkter Eigennutzung an Investoren veräussert.»**

**«Die meisten Gäste geben für die Beherbergung mehr Geld als für den Transport am Berg aus.»**

der Wert um 2.6% zurück. Die Gesamtzahl der Logiernächte (alle Nationen) in Tirol und Vorarlberg stieg jedoch gegenüber dem Vorjahr um 4.2%.

**Abb. 3: Entwicklung der Logiernächte in Tirol und Vorarlberg (Wintersaison)**



Quelle: Tirol Tourism Research, Landesstelle für Statistik Vorarlberg.

Auf die Ertragsrückgänge der letzten Jahre haben einige Bergbahnunternehmen mit neuartigen Preismodellen reagiert. Dabei sind zwei Trends zu beobachten: vergünstigte Saisonkarten sowie die dynamische Preisfestsetzung von Tages- und Mehrtageskarten. Vorreiterin in der ersten Kategorie ist die Saastal Bergbahnen AG, welche auf die Saison 2016/17 die Wintercard (CHF 222) initiiert hat. Ein Jahr später, 2017/18, lancierten ca. 25 Westschweizer Bergbahnunternehmen den Magic Pass (ab CHF 359). Die vier grössten Berner Skigebiete kamen 2017/18 mit dem BE Top 4-Saisonangebot auf den Markt (CHF 666). Die Preise der Saisonkarten sind in Tabelle 2 aufgeführt. Als Musterbeispiel wird oft das US-amerikanische Saisonkarten-Produkt «Epic Pass» (Vail, Whistler, Park City etc.) erwähnt. Der Epic Pass kostet in etwa das 5.5fache einer Tageskarte. Genau das gleiche Verhältnis resultiert in Crans-Montana zwischen Magic Pass und Tageskarte. In Saas Fee kostet die Wintercard sogar nur das 3.4fache der Tageskarte. Zwischen den US-amerikanischen und den Schweizer Tageskarten gibt es jedoch einen massiven Unterschied. In Vail kostet die Tageskarte USD 199, sieben Tage im Voraus ist die Karte online für USD 164 zu haben. In Crans Montana und Saas Fee kostet die Tageskarte deutlich weniger als die Hälfte davon. In den USA ist der Skisport auf die Oberschicht ausgerichtet. Es gibt weniger als 10 Mio. aktive US-amerikanische Skifahrer und Snowboarder.<sup>2</sup> Die Ausübungshäufigkeit dieser aktiven Wintersportler ist deutlich geringer als in der Schweiz. Die nordamerikanischen Preissysteme sind auf den Verkauf von Saisonprodukten ausgerichtet. In der Schweiz ist das Motto «Alles fährt Ski» verbreitet. Möglichst viele Leute sollen sich das Skifahren leisten können. Die durchschnittliche Ausübungshäufigkeit ist in der Schweiz höher. Gemäss einer Studie des Bundesamts für Sport liegt diese bei 10 Tagen.<sup>3</sup> Das nordamerikanische System in die Schweiz zu übertragen, birgt daher Gefahren. Die Gefahr ist umso grösser, je höher die Anzahl der Gäste mit vielen Skierdays ist, welche bisher wohl eine Saisonkarte gekauft haben. Diese Skifahrer werden durch günstige Saisonkarten am stärks-

«Auf die Ertragsrückgänge der letzten Jahre haben einige Bergbahnunternehmen mit neuartigen Preismodellen reagiert.»

ten rabattiert. Destinationen, welche von den grossen Städten und Agglomerationen schnell erreichbar sind, werden traditionell einen höheren Anteil Saisonkarten aufweisen. In Saas Fee beispielsweise dürfte der relative Anteil der verkauften Saisonkarten vor der Einführung der Wintercard wohl eher gering gewesen sein. Der Referenzpreis zur Beurteilung der Wintercard ist daher nicht in erster Linie die «alte» Saisonkarte, sondern zum Beispiel der 6-Tagespass. Die Saastal Bergbahnen AG ist das einzige in Tabelle 2 aufgeführte Unternehmen, welches die Saisonkarte unter dem Preis einer Sechstageskarte ansetzt. Wie Tabelle 2 zeigt, entspricht der Saisonkartenpreis in vielen der analysierten Skigebiete dem Wert eines 6-Tagespass zuzüglich 8 bis 9 Tageskarten.

**Tab. 2: Beispiele ausgewählter Saisonkartenprodukte aus dem In- und Ausland**

Saisonpässe (2018/19)	Land	Preis (okal)	in USD	Big Mac in USD	Big Mac je Saisonkarte
Epic Pass (Vail, etc.)	USA	899	899	5.3	170
Magic Pass (Crans Montana, etc.)	CH	379	391	6.8	58
Winter Card (Saastal)	CH	255	263	6.8	39
Top Card (Davos, Laax, LH/Arosa)	CH	1'100	1'134	6.8	168
Meilenweiss Skipass (International)	CH	898	926	6.8	137
Aletsch Arena	CH	815	840	6.8	124
BE Top4	CH	666	687	6.8	102
Salzburg Super Skicard	AT	725	841	4.2	202
Serfaus Fiss Ladis	AT	747	867	4.2	208
Dolomiti Superski	ITA	810	940	5.1	183
Chamonix	FR	1'014	1'176	4.8	245

Skipasspreise (2018/19) in Lokalwahrung	Preis Tagespass	Preis 6-Tagespass	Preis Saisonpass	Saison / Tag	Saison / 6-Tag	6 Tagespass + X Tageskarten
Epic Pass (Vail)	164	689	899	5.5	1.3	1.3
Magic Pass (Crans Montana)	69	349	379	5.5	1.1	0.4
Magic Pass (Kaiseregg Schwarzsee)	39	195	379	9.7	1.9	4.7
Winter Card (Saas Fee)	75	365	255	3.4	0.7	-1.5
Top Card (Laax)	85	457	1100	12.9	2.4	7.6
Meilenweiss Skipass (Toggenburg)	59	269	898	15.2	3.3	10.7
Aletsch Arena	60	335	815	13.6	2.4	8.0
BE Top 4 (Adelboden Lenk)	65	310	666	10.2	2.1	5.5
Salzburg Super Skicard (Kitzbühel)	56	264	725	12.9	2.7	8.2
Serfaus Fiss Ladis	52	281	747	14.4	2.7	9.0
Dolomiti Superski	61	304	810	13.3	2.7	8.3
Chamonix	62	299	1014	16.4	3.4	11.5

Preise Crans Montana von 2016/17. Die Tages- und 6-Tageskartenpreise beziehen sich jeweils auf die Hochstsaison, Vorverkaufsrabatte bei den Saisonkarten sind berücksichtigt. Vail: Epic 7 Pass anstelle von 6-Tageskarte. Teilweise haben die Saisonkarten noch Zusatzangebote wie Sommer inklusive, Anzahl Gratistage in anderen Gebieten etc. enthalten. In den Skigebieten des Meilenweiss-Verbunds könnten nach wie vor regionale Saisonkarten gekauft werden. Für das Toggenburg kostet diese im Vorverkauf CHF 735. Der Aufpreis auf das Meilenweiss-Abo beträgt daher 22% bzw. CHF 163.

Quelle: Berechnungen IFZ Zug

Für den Gegenwert eines Epic-Pass kann ein US-Amerikaner 170 Big-Macs kaufen. Das Topcard-Abo der Bündner Orte Laax/Davos/Arosa/Lenzerheide entspricht einer ähnlichen Menge an Big-Macs. Kaufkraftbereinigt sind die beiden Abos daher gleich teuer. Die Saison-Karte der Aletsch Region ist mit 124 Big-Macs etwas günstiger. Wintercard und Magic Pass entsprechen einer Menge von nur 39 bzw. 58 Big-Macs und sind daher (kaufkraftbereinigt) sehr günstig. Die analysierten Saisonkartenprodukte aus dem benachbarten Ausland (Chamonix, Serfaus, Salzburger Ski Card, Dolomiti Superski) sind gemessen an der lokalen Kaufkraft allesamt teurer als die Schweizer Produkte. Um die Ertragskraft trotz sinkenden Ticketpreisen zu halten, bestehen grundsätzlich zwei Möglichkeiten. Einerseits müssen die Kosten reduziert werden. Dies zeigt sich beispielsweise am Low-Cost-Carrier Ryanair, welcher die tiefsten Preise für Flüge in Europa anbietet. Der durchschnittliche Flugpreis der Konkurrenz lag 2017 um 238% über dem

«Destinationen, welche von den grossen Städten und Agglomerationen schnell erreichbar sind, werden traditionell einen höheren Anteil Saisonkarten aufweisen.»

Preis von Ryanair. Möglich machen die tiefen Preise unter anderem tiefe Betriebskosten. Die Betriebskosten je Fluggast (ohne Treibstoff) liegen bei der Konkurrenz im Durchschnitt um 244% höher als bei Ryanair.<sup>4</sup> Wie ein Skigebiet die Kosten derart unter das Niveau der Konkurrenz bringen kann, ist fraglich. Der Gast erwartet Schneesicherheit und gut präparierte Pisten, und dies unabhängig vom bezahlten Preis. Sinkende Preise müssen daher vorwiegend über eine steigende Auslastung aufgefangen werden. Je mehr Billig-Angebote auf den Markt kommen, umso schwieriger wird dieses Ziel zu erreichen sein. Insbesondere ist zu berücksichtigen, dass die preissensitivsten Gäste wohl nicht die treuesten Gäste sind.

Auch kleinere und mittlere Gebiete der Ostschweiz (z.B. Pizol, Atzmännig, Flumserberge, Toggenburg etc.) sind in einem Saisonpass- und Jahrespass-Verbund «Meilenweiss» zusammengeschlossen. Den Verbund ergänzen auch Gebiete aus Deutschland, Liechtenstein und Österreich (z.B. Diedamskopf, Malbun, Feldberg etc.). Für die betroffenen Gebiete sind allerdings nach wie vor auch regionale Saisonkarten zu kaufen.

Für eine Beurteilung der günstigen Saisonkarten ist es noch zu früh. Im ersten Jahr der Wintercard erreichten die Saastal Bergbahnen AG eine Zunahme der Skierdays um 50% sowie eine Zunahme des Winterverkehrsertrags um 20%.<sup>5</sup> Der Durchschnittsertrag pro Skierday muss daher um 20% gesunken sein. Das EBITDA stieg 2016/17 auf das deutlich höchste Niveau seit sieben Jahren. Angesichts des hohen Verkehrsertragsanteils von mehr als 90% und dem hohen Investitionsbedarf muss das EBITDA der Saastal Bergbahnen AG jedoch weiter zulegen. Für die Wintersaison 2017/18 war der Absatz der Wintercards etwas rückläufig, zudem haben sich die Bergbahnen Hohsaas erstmals daran beteiligt. Diese konnten die Ersteintritte 2017/18 deutlich steigern (+33%<sup>6</sup>), leider nicht die Einnahmen. Die Bergbahnen Hohsaas AG hat Liquiditätsprobleme und befindet sich in Nachlassstundung. Anlässlich der Medienkonferenz der Saastal Bergbahnen AG zum Einstieg der österreichischen Schröcksnadel Gruppe waren ungewohnt kritische Stimmen zur Zukunft der Wintercard zu vernehmen. Die Belalp Bahnen konnten dank der Lancierung ihres Familienabos (CHF 999) die Anzahl der Saison- und Jahresabos um 50% steigern.

Die im Magic Pass vereinten Bergbahnen konnten die Skierdays 2017/18 um 48% erhöhen.<sup>7</sup> Der Durchschnittspreis je Skierday ist um 15% gefallen. Gemäss Medienmitteilung hat der Verkauf von 85'000 Magic Pass zu einem Erlös von 29 Mio. geführt. Insgesamt konnte der Gesamtertrag der involvierten Bergbahnunternehmen jedoch gesteigert werden. Auch ohne Magic Pass wären die Einnahmen kräftig gestiegen. Die guten Schneeverhältnisse scheinen daher ertragsmässig mindestens so wichtig gewesen zu sein wie die Einführung vom Magic Pass. Angesichts der guten Schneeverhältnisse konnten sicherlich auch deutlich mehr Tageskarten verkauft werden, was ein stärkeres Absinken des Durchschnittsertrags verhindern konnte. Es ist davon auszugehen, dass vor allem die kleinen Gebiete profitiert haben. Bei einigen ist ja der Magic Pass günstiger als die bisherige Saisonkarte. Da es auch in tiefen Lagen Schnee gab, mussten die Magic-Pass-Besitzer nicht in die grossen, schneesichereren Skigebiete ausweichen. Per Ende April 2018 waren für die Saison 2018/19 schon wieder mehr als 91'000 Magic Pass verkauft. Neu ist der Pass bereits im Sommer 2018 gültig.

**«Sinkende Preise müssen vorwiegend über eine steigende Auslastung aufgefangen werden.»**

**«Für eine Beurteilung der günstigen Saisonkarten ist es noch zu früh.»**

**«Angesichts der guten Schneeverhältnisse konnten sicherlich auch deutlich mehr Tageskarten verkauft werden, was ein stärkeres Absinken des Durchschnittsertrags verhindern konnte.»**

Zudem sind fünf neue Gebiete enthalten. Die frühen Verkäufe reduzieren für die Bergbahnunternehmen das Schneerisiko und glätten den Ertrag. Für die Bergbahnunternehmen stellt sich die Frage, wie viel sie diese Ertragsglättung kosten darf. Der Vorverkaufs-Discount entspricht nämlich einer Art Versicherungsprämie.

Angenommen, in einem normalen Winter kaufen 5000 Gäste eine Saisonkarte für CHF 800 (Gesamteinnahmen: CHF 4 Mio.). In einem schlechten Winter kaufen hingegen nur zwei Drittel die Saisonkarte (Gesamteinnahmen CHF 2.7 Mio.). Der Schaden eines schlechten Winters beträgt somit CHF 1.3 Mio. Fallen zukünftig auf 3 gute Winter zwei schlechte, liegen die durchschnittlich erwarteten Einnahmen bei ca. CHF 3.5 Mio. Mit einem Vorverkaufsrabatt von 25% können die Einnahmen bei CHF 3 Mio. stabilisiert werden, falls alle 5000 Gäste die Saisonkarte erwerben. Mit dem Vorverkaufsrabatt kann in einem schlechten Winter ein Schaden von ca. CHF 0.3 Mio. versichert werden. Die Kosten der Versicherung sind allerdings sehr hoch. Die durchschnittlichen Einnahmen fallen um ca. CHF 0.5 Mio. (Versicherungsprämie). Das Verhältnis von versichertem Schaden und Versicherungsprämie ist damit sehr unbefriedigend. Etwas besser fällt das Verhältnis aus, falls zukünftig auf zwei gute Winter drei schlechte fallen. In diesem Fall sinkt der Durchschnittsertrag auf CHF 3.2 Mio. Die Versicherungsprämie ist dann «nur» noch CHF 0.2 Mio. Dies bedeutet, je höher die Wahrscheinlichkeit, dass ein Bergbahnunternehmen den Gästen keine gute Wintersaison bieten kann, umso höher sollte der Vorverkaufsrabatt gewählt werden. Selbstverständlich spielt auch der Risikoaversionsgrad der Entscheidungsträger eine Rolle bei der Wahl des Discounts. Die Erwartung bzw. die Hoffnung des Bergbahnunternehmens besteht nun natürlich darin, dass der tiefere Preis von CHF 600 Personen zum Kaufentscheid bringt, welche bei CHF 800 unabhängig von der Schneelage nicht kaufen würden. Zur Finanzierung des Discounts bzw. der Versicherungsprämie von CHF 0.5 Mio. (im ersten Szenario) wären 883 zusätzliche Saisonkarten notwendig. Dies entspricht einer Steigerung um 18%. Falls es sich bei den neuen Saisonabonnenten um bestehende Gäste handelt, welche zum Beispiel jährlich sowieso drei Tage im Gebiet Ski fahren und dafür CHF 180 ausgeben, steigt die Anzahl der zusätzlich erforderlichen Saisonkarten auf 1190 (+24%). Alternativ zu einer Erhöhung des Vorsaisonrabatts könnten die Bahnen auch dahingehend investieren (materiell und immateriell), dass das Gästeeerlebnis bei wenig Schnee verbessert wird und/oder dass die Saisonkarte allgemein werthaltiger wird.

Vorsaisonrabatte sind weit verbreitet. Zentral sind dabei zwei Fragen. Wie hoch soll der Discount sein? Und bis wann gilt der Discount? In der Jungfrauregion beträgt der Discount des BE Top4-Abos rund 30% auf den Saisonkartenpreis, verbunden mit dem Zusatznutzen, in anderen Gebieten Ski fahren zu können. Der Rabatt gilt bis ca. Mitte Dezember, was im Quervergleich spät angesetzt ist. Mitte Dezember kann die Schneesituation allgemein schon recht gut abgeschätzt werden. Die Topcard (Davos, Laax, Lenzerheide/Arosa) ist im Vorverkauf mit einem Discount von 15% zu kaufen. Das Angebot gilt bis am 30. April und inkludiert gerade noch die Sommersaison. Das Produkt scheint ebenfalls gefragt zu sein. Die Vorverkäufe für 2018/19 liegen beispielsweise in Davos um 10% bis 15% über dem Vorjahr (per Ende August 2018). Auch im Ausland sind Vorsaisonrabatte verbreitet. Der Kauf eines Mont Blanc Unlimited Pass (Chamonix, u.a.)

**«Die frühen Verkäufe reduzieren für die Bergbahnunternehmen das Schneerisiko und glätten den Ertrag.»**

**«Alternativ zu einer Erhöhung des Vorsaisonrabatts könnten die Bahnen auch dahingehend investieren, dass das Gästeeerlebnis bei wenig Schnee verbessert wird.»**

kostet beim Kauf vor Ende November 43% weniger als ab 1. Dezember. Zu berücksichtigen gilt es dabei jedoch den sehr hohen Preis der Karte. Ab dem 1. Dezember kostet die Saisonkarte € 1766. Mit Discount fällt der Preis auf € 1014.

Sowohl beim Magic Pass als auch bei der Wintercard tragen die Bergbahnunternehmen die Kosten dieser Rabattaktionen in Form von Marketing-Ausgaben und in Form eines absinkenden Durchschnittspreises. Zu den Profiteuren dieser Angebote gehören aber auch die übrigen Leistungsträger (Skischulen, Hotellerie, Gastronomie). Tabelle 3 zeigt die Veränderung der Logiernächte 2017/18 (gegenüber Vorjahr) für einige ausgewählte Walliser und Waadtländer Destinationen. Sämtliche aufgeführten Orte weisen ein Wachstum aus. Die guten Schneeverhältnisse und die leichte Erholung vom Euro-Kurs sind dafür sicherlich ein Grund. Zu berücksichtigen gilt es, dass ein hoher Zuwachs gegenüber der schneearmen Vorsaison 2016/17 nicht unbedingt nur ein positives Zeichen ist. Es kann nämlich auch bedeuten, dass die Destination nicht in der Lage ist, bei schneearmen Verhältnissen ein akzeptables Wintersportangebot bereitzustellen. Grundsätzlich zeichnet sich aber schon ab, dass Wintercard und Magic Pass einen starken Effekt auf die Logiernächte in der Hotellerie ausweisen. Von der Parahotellerie sind keine Daten bekannt. Geht man davon aus, dass die (neuen) Käufer von Wintercard und Magic-Pass eher preisbewusst sind, müsste der Effekt auf die Ferienwohnungen mindestens so positiv wie der Zuwachs in der Hotellerie ausfallen.

**Tab. 3: Entwicklung der Logiernächte in ausgewählten Walliser und Waadtländer Destinationen 2017/18**

Destination		Veränderung Logiernächte Hotellerie 2017/18
Saas-Fee	Wintercard	32.5% (2016/17)
Crans-Montana	Magic Pass	22.8%
Anniviers	Magic Pass	22.5%
Bellwald		20.1%
Champéry		18.5%
Bagnes		11.8%
Saas-Grund	Wintercard	10.8%
Nendaz		10.6%
Ayent	Magic Pass	10.3%
Leysin	Magic Pass	9.0%
Bettmeralp		7.3%
Grächen		5.8%
Fiesch		3.5%
Zermatt		3.3%
Riederalp		2.4%

Quelle: Bundesamt für Statistik (<https://www.pxweb.bfs.admin.ch>). Die Daten weichen teilweise von den publizierten Werten der lokalen Tourismusorganisationen ab. Es handelt sich um die Logiernächte (nur Hotellerie) der Monate Dezember bis und mit April. Für Saas Fee wurde die Veränderung von 2015/16 auf 2016/17 berücksichtigt. Es handelt sich dabei um das erste Jahr der Wintercard.

«Zu den Profiteuren von Discount-Angeboten gehören die übrigen Leistungsträger wie Skischulen, Hotellerie oder Gastronomie.»

Angenommen, ein Ehepaar kauft z.B. den Magic Pass und verbringt aufgrund dessen eine zusätzliche Nacht in einem Hotel und bezahlt für eine Übernachtung einen Zimmerpreis von CHF 220. Abzüglich von variablen Kosten (Zimmerreinigung, Frühstück, Strom etc.) verbleibt dem Hotel ein zusätzlicher «Cashflow» von zum Beispiel CHF 150. Falls das Hotel über 80 Zimmer verfügt und dank zusätzlicher Gäste die Auslastung über 120 Saisontage um 5 Prozentpunkte steigern kann (z.B. von 60% auf 65%), ist ein zusätzlicher Cashflow von ca. CHF 70'000 möglich. Entstehen sprunghaft zusätzliche Fixkosten, reduziert sich der Zuwachs. Die Cashflow-Steigerung könnte bis zu 6% vom Ertrag ausmachen und somit zu einer deutlichen Verbesserung der Marge beitragen. Falls sich stark rabattierte Skitickets in Zukunft etablieren, sind Bergbahnunternehmen mit integrierten Hotel- und auch Restaurationsbetrieben im Vorteil. Vertikal integrierte Geschäftsmodelle sollten daher in Zukunft weiter an Bedeutung gewinnen. Ansonsten müssen Bergbahnunternehmen versuchen, andere Leistungsträger zur Mitfinanzierung von «günstigen Tickets» zu gewinnen. Im Nachhinein dürfte dies schwierig sein, da alle Partner des Bergbahnunternehmens wissen, dass ein Entkommen aus der Tiefpreisstrategie äusserst schwierig wird.

Ebenfalls im Trend liegt die dynamische Preisfestsetzung für Tages- und Mehrtageskarten. Erfahrungen gesammelt haben 2017/18 unter anderem die Bergbahnen in Andermatt/Sedrun und in Arosa/Lenzerheide. Die Bergbahnen in Arosa und Lenzerheide haben ihren «First Minute Deal» über die Plattform der amerikanischen Unternehmung Liftoptia abgewickelt und bereits im ersten Jahr 25% der Verkäufe von Tages- und Mehrtageskarten darüber erzielt. Unter sonst gleichen Bedingungen gilt: je früher der Buchungszeitpunkt, desto günstiger der Preis. Am 11. September 2018 kostete ein Sechstages-Ticket ab 2. März 2019 (Luzerner Fastnachtsferien) CHF 271 statt CHF 342 (Discount 21%). Eine vierköpfige Familie mit zwei Kindern spart mit dem First Minute Deal somit rund CHF 150 ein. Das System arbeitet mit Kontingenten, deren Ausschöpfung zu einer Anhebung des Preises führt. Noch attraktiver wäre, wenn die Hotel- oder Ferienwohnungsübernachtung auch gerade mitgebucht werden könnte. Dies wäre für den Gast einerseits bequem, und andererseits könnte ein Frühbucherrabatt auf der Übernachtung die Attraktivität weiter steigern. Es ist davon auszugehen, dass die Ausgaben für den Skipass 10% bis höchstens 25% von den gesamten Winterferienausgaben ausmachen.

Im Geschäftsbericht 2017/18 schreibt die Lenzerheide Bergbahnen AG, dass die Mehrverkäufe durch den First Minute Deal vor allem im Bereich der Mehrtageskarten angefallen sind. Auch in Andermatt/Sedrun, welche 2017/18 ebenfalls ein dynamisches Preissystem einführten, waren die Erfahrungen ähnlich. Dies ist wenig überraschend. Zum einen sind die absoluten Einsparungen der Frühbuchung grösser. Zum anderen dürfte aber auch das Wetterrisiko kleiner sein. Wer den 6-Tagespass weit im Voraus bucht, kann erwarten, dass das Wetter zumindest an einigen Tagen gut sein wird. Hinzu kommt, dass gerade Ferienaufenthalte ohnehin frühzeitig geplant werden, insbesondere wenn die Hotelkapazitäten beschränkt sind. Ist letzteres der Fall, darf der Discount auf dem Skiticket allerdings nicht zu hoch sein. Die Vorausbuchung einer Tageskarte ist mit einem höheren Wetterrisiko verbunden. Skitage verlieren im Gegensatz zu beispielsweise einer Städtereise bei schlechtem Wetter deutlich stärker an Erlebnisqualität.

**«Falls sich stark rabattierte Skitickets in Zukunft etablieren, sind Bergbahnunternehmen mit integrierten Hotel- und Restaurationsbetrieben im Vorteil.»**

**«Ebenfalls im Trend liegt die dynamische Preisfestsetzung für Tages- und Mehrtageskarten.»**

Es ist fraglich, ob ein paar Franken an Discount reichen, um den Gast zur frühzeitigen Entscheidung zu bringen. Insbesondere, wenn es sich um einen Tag unter der Woche handelt und die Opportunitätskosten eines Ferientags eingerechnet werden. Ist eine Tageskarte im Voraus mit einem Discount von 25% zu kaufen und erwirbt der Gast Tickets für vier ausgewählte Tage, muss das Wetter an drei der vier Tage den Wünschen des Gastes entsprechen, so dass er im Vergleich zum Kauf an der Kasse nicht schlechter abschneidet. Die Belalp Bergbahnen AG und die Pizol Bahnen AG praktizieren seit zwei Jahren ein sogenanntes Meteo Pricing. Vereinfacht ausgedrückt gilt dabei: je schlechter die Wetterprognosen, umso günstiger das Ticket. Im zweiten Jahr haben die Belalp Bahnen 11% der Tageskarten über das Meteo Pricing verkauft. Am Gesamtumsatz ist der Anteil nur gering. Ab der Saison 2018/19 werden auch der Wochentag und die saisonale Auslastung in die Preisbestimmung einfließen.

Auf die Saison 2018/19 werden unter anderem auch die Bergbahnen Brigels, die Zermatt Bergbahnen und die Oberengadiner Bergbahnen mit neuen dynamischen Preismodellen auf den Markt gelangen. Ein Nebenziel bzw. ein Fernziel neuer, alternativer Preismodelle ist die Erhöhung des Online-Verkaufs zwecks Gewinnung von Informationen über die Kunden, welche für individualisierte Angebote nutzbar gemacht werden können. Zudem kann ein hoher Anteil von digitalen Verkäufen zu Kosteneinsparungen führen.

Schlussendlich gilt bei der Frühbuchung von Mehrtageskarten das Gleiche wie bei den Saisonkarten. Mit einem Discount wird das Wetter- und Schneerisiko auf den Gast überwältigt, was zu einer Ertragsglättung führen sollte. Die Frage ist, wie hoch denn der Discount sein soll. Bei einem Discount von weniger als 15-20% dürfen die Kunden kaum anbeissen. Angenommen, Gäste, welche 30% des Winterverkehrsertrags ausmachen, würden mit einem Discount von 20% buchen. In diesem Fall verliert das Bergbahnunternehmen 6% an Verkehrsertrag. Zu dessen Kompensation braucht es bei stabilen Preisen 6.5% mehr Gäste. Wichtig scheint daher, dass die neuen Preissysteme nicht nur nach unten flexibel sind, sondern auch nach oben. Vor allem in den Hauptsaisonzeiten, insbesondere in den Weihnachtsferien, scheint dafür Potenzial zu bestehen. Die Nachfrage nach Skifahren dürfte in den wichtigsten Ferienzeiten relativ preisunelastisch sein. Gerade Familien mit Kindern können terminlich gar nicht ausweichen. Die Weihnachtsferien sind eigentlich oft wenig attraktiv zum Ski fahren. Die Pisten sind voll, es liegt generell weniger Schnee als im Februar oder an Ostern, die Tage sind kurz und die Gebiete schattiger als später in der Saison. Nichtsdestotrotz wollen die Leute in den Weihnachtsferien auf die Pisten. Die meisten dürfte wohl eine (moderate) Preiserhöhung kaum davon abhalten. Für die wenigen sehr wichtigen Wochen sollten die Unternehmen auch vorsichtig sein mit grosszügigen Frühbucherrabatten. Die Gefahr besteht darin, dass dann vor allem Gäste rabattiert werden, welche ohnehin ins Gebiet kommen. Diesbezüglich könnten die zunehmende Digitalisierung und die daraus resultierenden digitalen Kommunikationsmöglichkeiten neues Potenzial bieten. Besser als im Januar die Tarife für die Tickets pauschal zu reduzieren wäre es nämlich, wenn Gästen, welche bisher nie im Januar gekommen sind, individualisierte, günstige Angebote unterbreitet werden. Die Gäste, welche im Januar ohnehin kommen und die (relativ) leeren Pisten zu schätzen wissen, zahlen hingegen nach wie vor den «höheren» Tarif.

**«Auf die Saison 2018/19 werden weitere Bergbahnen mit neuen dynamischen Preismodellen auf den Markt gelangen.»**

**«Wichtig scheint, dass die neuen Preissystem nicht nur nach unten flexibel sind, sondern auch nach oben.»**

Erfahrungen aus der Hotellerie zeigen, dass mit der Einführung von Dynamic Pricing Ertragssteigerungen im mittleren einstelligen Prozentbereich möglich sind. In den vorherigen Abschnitten wurden einige Aspekte erwähnt, wieso die Ertragssteigerung in der Bergbahnbranche wohl eher tiefer als höher ausfallen wird. Angesichts der geringen Margen der Branche wäre aber auch eine kleine Umsatzsteigerung sehr willkommen. Zu berücksichtigen gilt es jedoch die Kosten der Einführung der dynamischen Preissysteme. Allenfalls müssen Kommissionen an Plattformbetreiber bezahlt werden. Ins Gewicht fallen dürften auch die Marketingkosten zur Bekanntmachung der neuen Angebote. Umgekehrt kann von neuartigen Preissystemen auch ein Werbeeffect ausgehen. Bergbahnunternehmen mit digitalen Preismodellen können als modern und dynamisch betrachtet werden. Werden Kontingente für günstige Tickets tief gehalten, kann ein Unternehmen von diesem positiven Werbeeffect profitieren, ohne einen allzu starken Rückgang beim Durchschnittspreis verkraften zu müssen. Die Zukunft ist digital. Die Herausforderung ist daher, die Leute ohne zu hohen Discount auf die digitale Ebene zu bringen. Ein weiterer Vorteil der Einführung eines dynamischen Preismodells ist, dass die Preise diskreter erhöht werden können.

Wie bereits erwähnt, wäre eine preissystem-bedingte Ertragssteigerung sehr positiv für die Branche. Umgekehrt kann sich ein Teil der Branche eine preissystem-bedingte Ertragsreduktion kaum leisten. Es ist wie bei allen Systemwechseln zu erwarten, dass auch bei der Einführung dynamischer Preise Fehler gemacht werden. Aus Fehlern kann man lernen. Das Risiko, dass die öffentliche Hand das Lehrgeld bezahlt, ist jedoch hoch. Grösste Gefahr ist, dass die Dynamik vor allem nach unten wirkt, bzw. dass die Unternehmen die Preise in der Hochsaison nicht erhöhen können oder nicht erhöhen wollen. Es besteht dann nämlich die Gefahr, dass die Anbieter mit statischen Preisen in der so wichtigen Hauptsaison plötzlich die billigsten sind.

Mit günstigeren Preisen lassen sich besonders preissensitive Gäste bei der Konkurrenz abwerben. Zur Konkurrenz gehören jedoch nicht nur die benachbarten Skigebiete, sondern auch die Strände der kanarischen Inseln, Veloferien auf Mallorca oder Städtereisen nach Rom oder Barcelona. Über den Preis können die Bergbahnen diesen Wettbewerb kaum für sich entscheiden. Wichtig ist daher, dass die Bergbahnen einmalige Erlebnisse bieten können, welche sich über die sozialen Medien perfekt inszenieren lassen. Niemand, der gerne ans Rolling-Stones-Konzert gehen will, geht zur Schülerband, nur weil es billiger ist. So sollte es auch im Wintersport sein. Destinationen, in welche die Kinder unbedingt wieder hinwollen, Berge mit den besten Pulverschneehängen, den gemütlichsten Hütten oder den attraktivsten Ski-in-/ Ski-out-Wohnungen oder Hotels werden am Markt auch in Zukunft einen angemessenen Preis erzielen können. Das Ziel muss sein, den Aufenthalt für den Gast wertvoller zu machen und damit den Gast für das Bergbahnunternehmen wertvoller zu machen.<sup>8</sup> Was sich in den letzten Jahren jedoch deutlich gezeigt hat: Schneesicherheit ist zwar keine Garantie für wirtschaftlichen Erfolg, aber eine Grundvoraussetzung.

**«Erfahrungen aus der Hotellerie zeigen, dass mit der Einführung von Dynamic Pricing Ertragssteigerungen im mittleren einstelligen Prozentbereich möglich sind.»**

**«Die Herausforderung ist, die Leute ohne zu hohen Discount auf die digitale Ebene zu bringen.»**

**«Die Risiko, dass die öffentliche Hand das Lehrgeld bezahlt, ist hoch.»**

**«Schneesicherheit ist zwar keine Garantie für wirtschaftlichen Erfolg, aber eine Grundvoraussetzung.»**

## 1.2 Ausflugs-geschäft

Die gesamte Tourismusbranche betont stets die steigende Bedeutung des Sommergeschäfts. Im Gegensatz zum Skigeschäft sollte der Sommer von der drohenden Klimaerwärmung profitieren. Grundsätzlich können die Bergbahnen in drei Sommerkategorien eingeteilt werden.

Zur ersten Gruppe gehören Bergbahnunternehmen aus Destinationen, welche den Residenzgästen das Bergbahnticket im Hotelpreis inkludiert anbieten. Das Bergbahnunternehmen erhält für die Bereitstellung des Angebots eine fixe oder variable Entschädigung. Tagesgäste bezahlen reguläre Tickets, ihre Bedeutung ist jedoch sehr gering. In diesen Bergbahnunternehmenstypen liegt der Sommerertrag meist im einstelligen Prozentbereich des Jahresertrags. Die Tendenz ist in den letzten Jahren zwar leicht steigend. Dies ist aber zumindest teilweise auch die Folge von rückläufigen Wintererträgen. Zur zweiten Kategorie gehören Bergbahnunternehmen, welche geografisch bedingt vor allem Tagesausflügler ansprechen. Stimmen die Erfolgsfaktoren wie schöne Aussicht, grosses Einzugsgebiet und hoher Erlebnisgehalt, liegt der Sommerertragsanteil deutlich höher als in der ersten Kategorie. Grösstes Problem dieser Bergbahnunternehmen ist die hohe Wetter- und Wochenend/Ferien-Abhängigkeit. Unternehmen der dritten Kategorie konnten diese Abhängigkeiten dank internationalen Reisegästen, vor allem Gruppengästen aus Asien, deutlich reduzieren. Unternehmen dieser Kategorie zeichnen sich durch verschiedene Merkmale aus. Sie haben ein «einzigartiges» Ausflugsziel oder sind Teil einer «einzigartigen» Destination, für welche Gäste bereit sind, einen überdurchschnittlichen Preis zu bezahlen. Zudem sind diese Destinationen verkehrstechnisch gut erschlossen, und die Tourismusverantwortlichen haben frühzeitig mit der internationalen Vermarktung begonnen. Zu dieser Kategorie gehören etwa die Schilthorn- und Jungfraubahnen aus der Region Interlaken sowie die Pilatus-, Rigi- und Titlisbahnen aus der Region Luzern. Auch die Zermatt-Bergbahnen zählen dazu. Die Strahlkraft des Matterhorns kann die mühsamere Verkehrserschliessung (über)kompensieren. Betreffend Ertragskraft sind die Unternehmen der Kategorie 3 sehr gut aufgestellt. Die höchste Rendite auf dem eingesetzten Kapital erreichten in den letzten Jahren die Jungfrau-, Pilatus- und Titlisbahnen. Die Rigi- und Schilthornbahnen konnten zwischenzeitlich etwas aufholen.

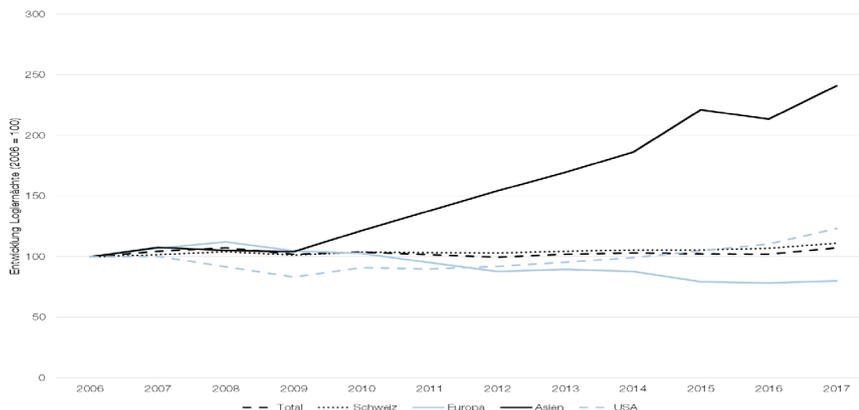
Es ist gut nachvollziehbar, dass mehr Bergbahnunternehmen am asiatischen Markt teilhaben wollen. Die Wettbewerbsintensität ist daher grösser geworden und wird auch weiter zunehmen. Ähnlich wie im Wintersportgeschäft könnte der Preiskampf stärker werden. Dies zeigt sich momentan am Beispiel des Swiss Travel Pass (STP). Der STP ist ein All-in-Ticket mit freier Fahrt in Zug, Schiff und Bus für eine Zeitperiode bis maximal 15 Tagen. Vor allem bei ausländischen Individualreisenden ist der STP sehr beliebt. Die Rigi-Bahnen, die auch das Generalabo (GA) zu 100% anrechnen, waren das erste Bergbahnunternehmen, welches Gäste mit dem STP kostenlos beförderte. Seit Beginn 2018 akzeptieren unter anderem auch die Schilthorn-Bahnen, die Stanserhornbahnen und die Brunni-Bahnen (Engelberg) den STP zu 100%. Die meisten übrigen Bahnunternehmen gewähren den STP-Inhabern einen Discount von 50%. Die Pilatus-Bahnen haben die 100%-Akzeptanz im Jahr 2017 ausprobiert. Erwartet haben sie eine Verdoppelung der STP-Gäste. Tatsächlich hat sich deren Anzahl vervier-

«Die gesamte Tourismusbranche betont stets die steigende Bedeutung des Sommergeschäfts.»

facht. Die Entschädigung aus dem STP-Erlöstopf je Ersteintritt und damit auch der Verkehrsertrag pro Gast sind daher deutlich tiefer als erwartet ausgefallen, weshalb man sich für eine Rückkehr zur 50% Ermässigung entschieden hat. Auf Antrag einiger Eisen- und Bergbahnunternehmen soll den touristischen Ausflugsbergbahnen die vollständige Akzeptanz des STP zukünftig untersagt werden. Die betroffenen Bergbahnen haben inzwischen den Rechtsweg bestritten und beim Bundesamt für Verkehr Beschwerde eingereicht.

Im Jahr 2017 stiegen die Logiernächte in der Schweizer Hotellerie um fast 1.9 Mio. bzw. um 5.2% gegenüber dem Vorjahr. Im Gegensatz zu den Vorjahren ist der Zuwachs breit auf alle Regionen (Städte und Berggebiete) abgestützt. Die volumenmässig wichtigsten Märkte Schweiz und Deutschland sind um 4.1% bzw. 1.1% gewachsen. Relativ haben die höchsten Zuwachsraten asiatische Länder wie Korea (+35%), Taiwan (+33%), Indien (+23%), China (+13%). Aber auch die Logiernächte aus dem volumenmässig drittbedeutendsten Markt USA sind mit 11.5% deutlich angestiegen.

**Abb. 4: Entwicklung Logiernächte Hotellerie Schweiz (Gesamtjahr)**



Quelle: Bundesamt für Statistik. Die Abbildung zeigt sämtliche in der Schweizer Hotellerie generierten Logiernächte. Somit sind touristisch und geschäftlich bedingte Logiernächte enthalten.

Im ersten Halbjahr 2018 setzte sich der positive Trend erfreulicherweise fort. Die Logiernächte der Schweizer Hotellerie stiegen gegenüber dem ersten Semester 2017 um 3.8%. Die wichtigen Märkte China, Korea und Indien stiegen um 5.5%, 4.2% und 10%. Auch die Golfstaaten erreichten mit 9% einen deutlichen Zuwachs. Insgesamt stieg die totale Anzahl Logiernächte im ersten Semester 2018 um 670'000. 40% davon fallen auf die Regionen Zürich und Luzern/Vierwaldstättersee. Selbstverständlich ist nicht die gesamte Steigerung touristisch bedingt. Nichtsdestotrotz ist die Anzahl Städtebesucher, welche für einen Bergausflug in Frage kommen, deutlich gewachsen. Dass Individualgäste neben den Gruppen Gästen immer mehr an Bedeutung erlangen, zeigen auch die Verkaufszahlen des Swiss Travel Pass (STP). Im Jahr 2017 sind die Verkäufe von STP-Produkten um 17.5% gegenüber dem Vorjahr gestiegen. In den ersten sechs Monaten 2018 resultierte ein weiteres Wachstum um 5%.

In der Hauptsaison, insbesondere im Sommer, wenn sich die Ferienzeiten der Schweizer (und Europäer) mit den Reisezeiten der asiatischen Gäste überschneiden, sind die bereits erwähnten Bergbahnunternehmen nahe an ihrer Kapazitätsgrenze.

«Im Jahr 2017 stiegen die Logiernächte in der Schweizer Hotellerie um fast 1.9 Mio. gegenüber dem Vorjahr.»

«In der Hauptsaison sind die erwähnten Bergbahnunternehmen nahe an ihrer Kapazitätsgrenze.»

grenze. Mit Kapazitätserweiterungen, mit der Schaffung von neuen Attraktionspunkten, welche die Gäste besser verteilen, oder mit der Verlängerung der Öffnungszeiten konnte das Fassungsvermögen der Berge in den letzten Jahren vergrößert werden. In Zukunft werden ähnliche Massnahmen wohl nur noch «moderates» Wachstum ermöglichen. Das Ziel muss vor allem sein, in der Nebensaison zu wachsen. Es stellt sich daher auch die Frage nach neuen Bergausflugszielen, welche die steigende Nachfrage bedienen können. Asiatische Gäste, welche zum ersten Mal nach Europa reisen, sind wohl kaum davon abzuhalten, die «Hotspots» wie Eiffelturm oder Jungfrauojoch zu besuchen. Für neue Destinationen sind sicherlich wiederkehrende Gäste eine Chance, welche weniger konkrete Vorstellungen haben und etwas Neues entdecken wollen. Voraussetzung ist, dass sie auf asiatische Gäste abgestimmte Attraktionen haben oder kreieren können.

Konkrete Ambitionen für den Ausflugstourismus weist die Weisse Arena Gruppe auf. Um im Ausflugsgeschäft Fuss zu fassen, ist eine Neuerschliessung des Cassons geplant. Der Plan ist, die Tektonikarena (UNESCO WeltNaturerbe) mit dem Bau zweier neuer Pendelbahnen zu erschliessen. Innovative Bahntechnik und Architektur sowie die Natur (mit z.B. Blick aufs Martinsloch) sollen für die notwendige «Instagramability» sorgen. Letztere dürfte in Zukunft noch wichtiger werden. Dies zeigt auch etwas das Beispiel vom «Äscher», von welchem die Luftseilbahn Wasserauen Ebenalp profitiert. Die Erreichbarkeit von Flims aus Zürich erfolgt grösstenteils auf der Autobahn und dauert knapp 100 Minuten, so dass durchaus Potenzial besteht, um vom Zürcher Tourismusboom zu profitieren. Landschaftlich haben sicherlich die Aletsch Arena, Saas Fee sowie St. Moritz Potenzial für mehr internationale Gäste. Mit dem Projekt «Alpine Crossing» wird Zermatt in einigen Jahren mit einem neuen USP auf den Markt kommen. Das Klein-Matterhorn wird dann auch für Fussgänger im Sommer von Italien aus erreichbar werden und die «höchste Alpen-Querung» möglich machen. Bei asiatischen Gästen wird die neue Verbindung sicherlich sehr gut ankommen und mehr Gäste ins Wallis bringen. Die Frage ist dann, ob sich Zweitausflüge auf den Märkten etablieren können. Für die Touristen in der Region Genfersee ist Chamonix ein attraktives Bergziel. Die Anreise dauert aus Genf rund eine Stunde. Die Bergbahnen in Chamonix verdienen etwas mehr als 30% des Ertrags im Sommer, und dies trotz starkem Wintergeschäft.

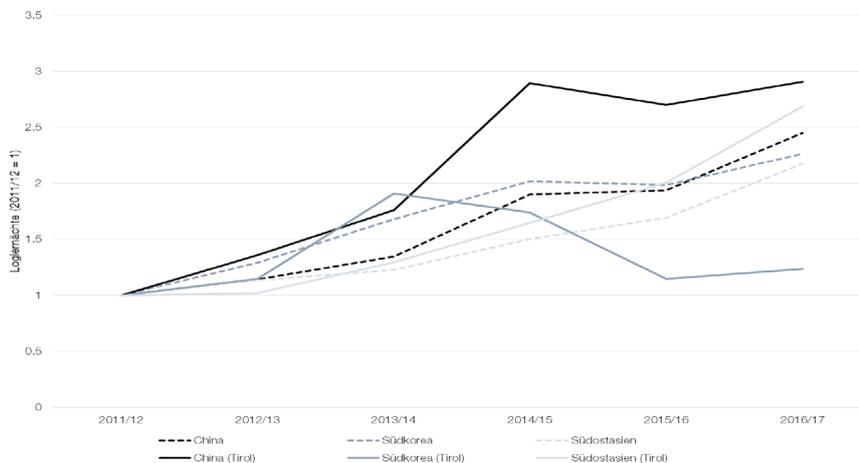
Zudem ist davon auszugehen, dass auch die Österreichischen Destinationen zunehmend um die asiatischen Gäste werben werden. So haben beispielsweise die Sölden Bergbahnen auf dem Gaislachkogel für eine zweistelligen Millionenbetrag eine James-Bond-Erlebniswelt gebaut. Sölden ist wie das Schliethorn Bond-Location. Unter anderem soll damit die Stellung auf den asiatischen Märkten gestärkt werden. Ziel ist, die Saisondauer von aktuell ca. 245-260 Tagen auf 300 Tage auszuweiten.<sup>9</sup> Auch in Österreich haben die Logiernächte asiatischer Gäste in den letzten Jahren massiv zugelegt. Abbildung 5 zeigt deren Entwicklung seit 2011/12. Die Logiernächte von Chinesen sind in (ganz) Österreich seit 2011/12 mit Faktor 2.5 gewachsen. Im Bundesland Tirol resultierte sogar eine Verdreifachung. Auch die südostasiatischen Gäste haben ein beinahe ähnliches Wachstum erreicht. Im Tourismusjahr 2016/17 verzeichnete die österreichische Hotellerie insgesamt rund 1.25 Millionen Logiernächte chinesischer

**«Das Ziel muss es vor allem sein, in der Nebensaison zu wachsen.»**

**«Die Instagramability dürfte in Zukunft noch wichtiger werden.»**

Gäste (inkl. Hongkong und Taiwan). Zum Vergleich: in der Schweiz lag der Wert im Kalenderjahr 2017 bei 1.63 Millionen. In den letzten Jahren verzeichnete Österreich jedoch das höhere Wachstum. Rund ein Drittel der chinesischen Logiernächte fällt in Wien an. Die Anzahl der koreanischen, japanischen und US-amerikanischen Logiernächte ist in Österreich und der Schweiz in etwa gleichauf. Bei den indischen Gästen verzeichnet die Schweiz hingegen mehr als doppelt so viele Logiernächte als Österreich.

**Abb. 5: Entwicklung Logiernächte in Österreich und Tirol (Tourismusjahre)**



Quelle: Statistik Austria und Tirol Tourism Research.

Die Anzahl der Auslandsreisen von Chinesen soll von derzeit rund 140 Mio. bis ins Jahr 2030 auf über 400 Mio. steigen.<sup>10</sup> Unter den aktuellen Top-10-Destinationen der Chinesen, von welchen nur gerade 7% der Bevölkerung einen Pass besitzen, liegen nur zwei nicht asiatische Länder (USA Platz 9, Italien Platz 10). Dass das Wachstum chinesischer und auch anderer asiatischer Touristen zukünftig anhält, dürfte sicher sein. Die Frage ist jedoch, wie Europa und insbesondere die Schweiz von diesem Wachstum betroffen sind. Beispielsweise ist unklar, wie viele zusätzliche Gäste die europäische Infrastruktur (z.B. Flughäfen) überhaupt noch absorbieren kann. Die Overtourism-Diskussion, welche in der Schweiz vor allem in der Stadt Luzern und auf der Rigi geführt wird, gewinnt mit zunehmendem Wachstum an Bedeutung. In den Städten sind Massnahmen wie Begrenzung der Gäste, Erhebung von Gebühren zwecks Umleitung der Gästeströme etc. wohl wahrscheinlicher als in den Berggebieten. Dies, weil die Tourismus-Abhängigkeit in den Städten geringer ist und vor allem als deutlich weniger ausgeprägt wahrgenommen wird. Einer Umfrage zufolge ist die «Freundlichkeit der lokalen Bevölkerung» der viertwichtigste Faktor bei der Wahl des Auslandsreiseziels.<sup>11</sup> Gewinnt die Overtourism-Bewegung weiter (medienwirksam) an Bedeutung, könnte das beispielsweise in China negativ aufgenommen werden. Der gleichen Umfrage zufolge ist die «Sicherheit» der zweitwichtigste Faktor. Gegen Europa spricht diesbezüglich die Terroranfälligkeit. Grössere Anschläge waren in der letzten Zeit glücklicherweise nicht mehr zu verzeichnen, können aber nicht ausgeschlossen werden. Je nach Ausmass könnten terroristische Anschläge die Reiseströme etwas weg von Europa lenken.

«Das Wachstum chinesischer und auch anderer asiatischer Touristen dürfte anhalten.»

«Die Overtourism-Diskussion gewinnt mit zunehmendem Wachstum an Bedeutung.»

## Teil 2: Die finanzielle Situation der Branche

Die Mehrheit der Schweizer Bergbahnunternehmen beendet das Geschäftsjahr im Frühling. Die Publikation der Zahlen erfolgt dann in der Periode August bis November. Für einen Teil davon liegen die Geschäftsberichte aktuell bereits vor. Eine Minderheit von Bergbahnunternehmen schliesst das Rechnungsjahr im Herbst oder per Ende Jahr ab. Für diese Unternehmen liegen noch keine Zahlen für die Wintersaison 2017/18 vor. Da der Winter 2017/18 deutlich besser als das Vorjahr verlief, ist eine Vermischung von Abschlüssen 2017/18 und 2016/17 etwas problematisch in Bezug auf die Vergleichbarkeit. Daher werden in einem ersten Abschnitt nur die Abschlüsse 2017/18 analysiert. Danach folgt im nächsten Abschnitt eine Analyse sämtlicher aktuell verfügbarer Abschlüsse. Der letzte Abschnitt enthält einen Ausblick.

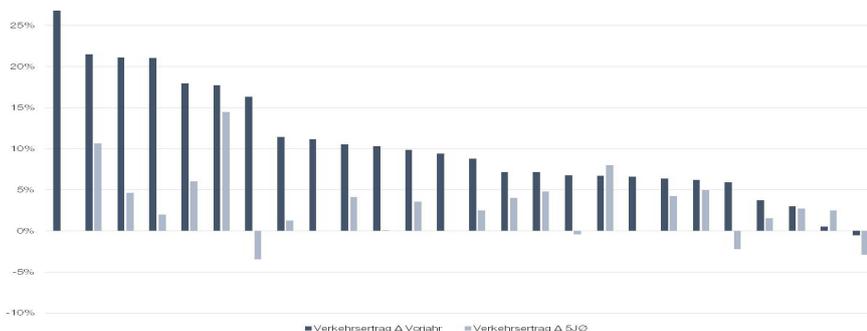
### 2.1 Analyse der Jahresabschlüsse 2017/18

Bis zum aktuellen Stand (4. Oktober 2018) liegen 26 Geschäftsberichte mit Jahresabschluss 2017/18 vor. In diesem Abschnitt werden die Zahlen dieser Abschlüsse analysiert. Die 26 Unternehmen erwirtschafteten zusammen einen Gesamtertrag von rund CHF 470 Mio. sowie einen Verkehrsertrag von rund CHF 300 Mio. Letzteres entspricht wohl rund 30% der Schweizer Bergbahnbranche. Es gilt zu berücksichtigen, dass die meisten Ausflugsbergbahnen (Jungfrau, Titlis, Pilatus, Rigi, Schilthorn etc.) nicht in der Stichprobe vertreten sind, da diese ihr Geschäftsjahr per Ende Dezember oder im Herbst abschliessen. Die vorliegende Stichprobe besteht daher vorwiegend aus zumeist stark wintersportlastigen Unternehmen.

#### Verkehrsertrag

Wie bereits erwähnt hat die Wintersaison 2017/18 bei fast allen Unternehmen zu einer deutlichen Steigerung der Erträge geführt. Von 26 analysierten Jahresabschlüssen weist nur einer einen tieferen Verkehrsertrag gegenüber 2016/17 auf. Abbildung 6 zeigt, dass die Abweichung gegenüber dem aktuellen Fünfjahresdurchschnitt (13/14 bis 17/18) für die meisten Bahnen geringer ausfällt als die Abweichung gegenüber dem Vorjahr.

**Abb. 6: Veränderung Verkehrsertrag Geschäftsjahr 2017/18 gegenüber Vorjahr und 5JØ (geordnet nach Grösse)**

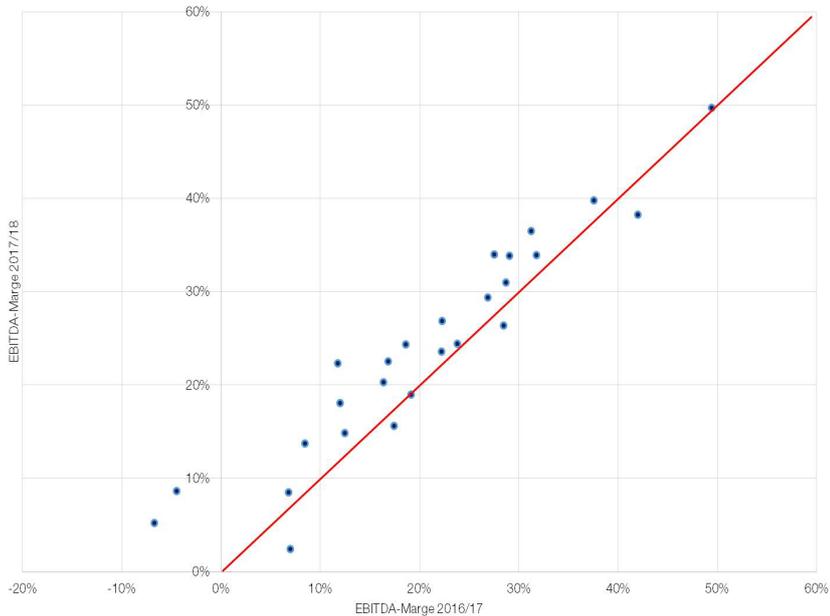


Quelle: Berechnungen IFZ Zug, basierend auf Geschäftsberichten. N=26. Nicht von allen analysierten Bergbahnunternehmen liegen Zahlen für fünf Jahre vor. Für einige Unternehmen ist daher keine Abweichung vom Fünfjahresdurchschnitt aufgeführt.

«Bei fast allen Unternehmen hat die Wintersaison 2017/18 zu einer deutlichen Steigerung der Erträge geführt.»



Abb. 8: EBITDA-Marge 2016/17 und 2017/18



Quelle: Berechnungen IFZ Zug, basierend auf Geschäftsberichten. N=26.

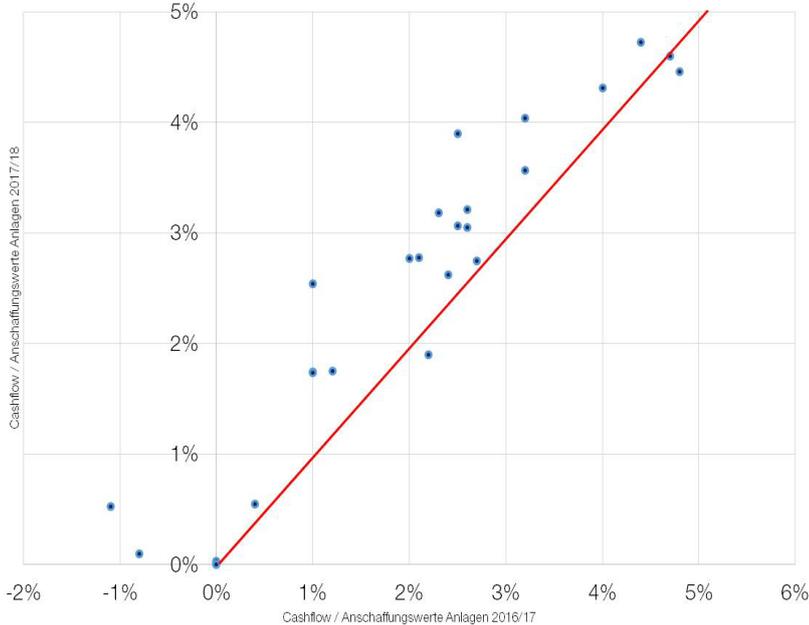
### Kapitalrentabilität

Mit Ausnahme dreier Bergbahnunternehmen hat die Kapitalrentabilität, gemessen als Verhältnis von Cashflow und Anschaffungswerten der Anlagen, im Jahr 2017/18 gegenüber dem Vorjahr zugenommen. Wie Abbildung 9 zeigt, hat sich die Kapitalrendite einiger Unternehmen deutlich verbessert. Sämtliche Unternehmen oberhalb der diagonalen Linie in Abbildung 9 weisen für das Jahr 2017/18 eine höhere Kapitalrendite auf als für das Jahr 2016/17. Die grössten Steigerungen erreichten die Bergbahnen in Disentis, Bergün und Klewenalp-Emmetten. Alle drei hatten ein sehr schlechtes Jahr 2016/17. Den Benchmark «genügend», welcher in etwa bei 3.5% bis 3.8% liegt, übertrafen im Jahr 2016/17 gerade mal vier der analysierten Unternehmen. Im Jahr 2017/18 übertreffen diese Schwelle immerhin sieben Unternehmen. An der Tatsache, dass viele Bergbahnunternehmen in Zukunft Mühe haben werden, die anstehenden Investitionen zu verdienen, ändert daher auch der Winter 2017/18 nur wenig. Der Mittelwert ist von 2.1% (2016/17) auf 2.7% (2017/18) gestiegen. Es sei nochmals erwähnt, dass die meisten Ausflugsbergbahnen nicht in der Stichprobe enthalten sind. Sonst wäre der Durchschnittswert höher.

«Die Kapitalrendite einiger Unternehmen hat sich deutlich verbessert.»

«An der Tatsache, dass viele Bergbahnunternehmen in Zukunft Mühe haben werden, die anstehenden Investitionen zu verdienen, ändert daher auch der Winter 2017/18 nur wenig.»

**Abb. 9: Cashflow / Anschaffungswerte Anlagen 2016/17 und 2017/18**



Quelle: Berechnungen IFZ Zug, basierend auf Geschäftsberichten. N=24. Nicht von allen analysierten Bergbahnunternehmen liegen Zahlen für die Anschaffungswerte der Anlagen vor.

Wie nachhaltig die Verbesserung der Kapitalrentabilität ist, muss sich in den nächsten Jahren zeigen. Entscheidend sind die Faktoren Schnee, Wetter und Wechselkurs CHF/EUR. Es ist davon auszugehen, dass die in den nächsten Jahren im Durchschnitt zu erwartende Kapitalrentabilität zwischen dem Niveau 2016/17 und 2017/18 liegen wird.

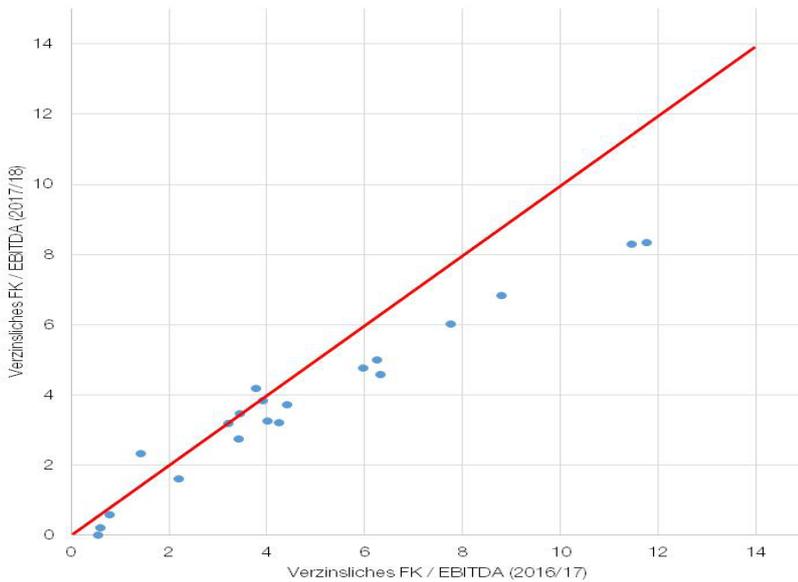
## Verschuldung

Per Ende 2017/18 weisen die 26 analysierten Unternehmen zusammen ein verzinsliches Fremdkapital von rund CHF 550 Mio. auf. Ein Jahr zuvor betrug das verzinsliche Fremdkapital CHF 554 Mio. Elf der 26 Unternehmen (42%) weisen 2017/18 mehr verzinsliche Schulden als im Jahr zuvor aus. Abbildung 10 zeigt, dass das Verhältnis «Verzinsliches FK / EBITDA» für die Mehrheit der Bergbahnen abgenommen hat. Bei einem abnehmenden Verhältnis liegen die Unternehmen unter der diagonalen roten Linie in Abbildung 10. Der Hauptgrund für die Verbesserung der Verschuldungssituation ist der steigende EBITDA. 22 der 26 analysierten Bergbahnunternehmen konnten das EBITDA im Jahr 2017/18 erhöhen.

«Wie nachhaltig die Verbesserung der Kapitalrentabilität ist, muss sich in den nächsten Jahren zeigen.»

«Der Hauptgrund für die Verbesserung der Verschuldungssituation ist das steigende EBITDA.»

**Abb. 10: Verzinsliches FK / EBITDA 2016/17 und 2017/18**



Quelle: Berechnungen IFZ Zug, basierend auf Geschäftsberichten. N=26. Fünf Bergbahnunternehmen (mit Extremwerten) sind in der Abbildung nicht dargestellt. Diese weisen in mindestens einem der beiden analysierten Jahre Werte zwischen -42 (negativer EBITDA) und 43 auf.

## 2.2 Analyse der Jahresabschlüsse 2017/18 (Frühling), 2017 sowie 2016/17 (Herbst)

In diesem Abschnitt werden neben den 26 bereits im vorherigen Abschnitt analysierten Bergbahnunternehmen (Abschluss Frühling 2018) 18 weitere berücksichtigt. Deren 12 mit Jahresabschluss per Ende Dezember 2017. Dabei handelt es sich nicht nur, aber vor allem um schwergewichtig Ausflugsbergbahnen. Zudem werden sechs Bergbahnunternehmen mit Abschluss im Herbst 2017 analysiert. Unternehmen mit dem letzten verfügbaren Jahresabschluss im Frühling 2017 werden nicht berücksichtigt. Die Unternehmen der Stichprobe haben im letzten Jahr einen Gesamtertrag von CHF 1.1 Mrd. und einen Verkehrsertrag von CHF 730 Mio. erwirtschaftet. Dies entspricht wohl mehr als 90% der Schweizer Seilbahnbranche. Mit einem Wert von CHF 194 Mio. weist die Jungfraubahn Gruppe den höchsten Gesamtertrag auf. Weniger als zwei Millionen Gesamtertrag erwirtschafteten die Sportbahnen Vals, die Sportbahnen Bergün und die Bergbahnen Rosswald. Der Median liegt bei einem Gesamtertrag von CHF 13 Mio. und bei einem Verkehrsertrag von CHF 9 Mio. Die Anschaffungswerte der Anlagen betragen für die gesamte Stichprobe CHF 7.2 Mrd. Insgesamt betreiben die analysierten Bergbahnunternehmen 550 Transportanlagen.

### Verkehrsertrag

Abbildung 11 zeigt die Abweichung des Verkehrsertrags vom Fünfjahresdurchschnitt. Auf der horizontalen Achse ist die Abweichung vom aktuellen Fünfjahresdurchschnitt (2013/14 bis 2017/18 Frühling, 2013 bis 2017 oder 2012/13 bis 2016/17 Herbst) dargestellt. Erfreulicherweise liegen fast 80% der Bergbahnun-

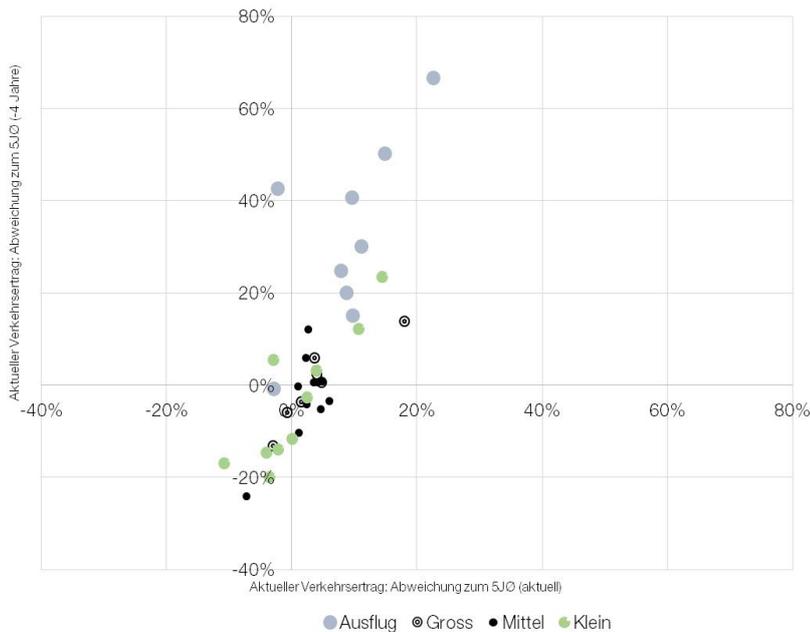
«Die Unternehmen der Stichprobe haben im letzten Jahr einen Gesamtertrag von CHF 1.1 Mrd erwirtschaftet.»

«Der Median liegt beim Gesamtertrag bei CHF 13 Mio.»

«Erfreulicherweise liegen fast 80% der Bergbahnunternehmen über dem aktuellen Fünfjahresdurchschnitt.»

ternehmen über dem aktuellen Fünfjahresdurchschnitt. Wie Abbildung 11 zeigt, sind es sehr viele Ausflugsbergbahnen, welche über dem Mehrjahresschnitt liegen. Ohne Berücksichtigung der Ausflugsbergbahnen sind «nur» 70% über dem aktuellen Fünfjahresdurchschnitt.

**Abb. 11: Aktueller Verkehrsertrag: Abweichung zum Fünfjahresdurchschnitt**



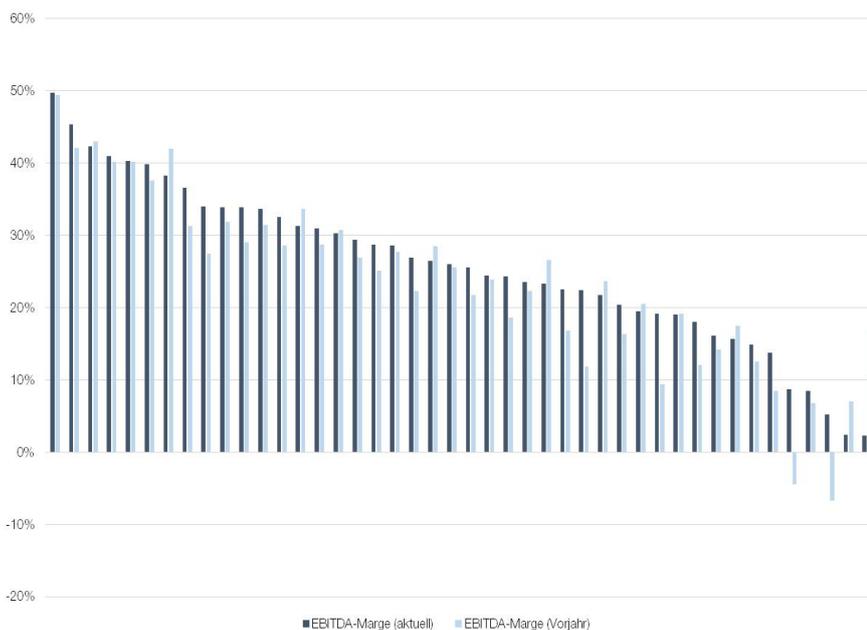
Quelle: Berechnungen IFZ Zug, basierend auf Geschäftsberichten. N=44. Fünf Bergbahnunternehmen mussten von der Untersuchung ausgeschlossen werden, da keine genügend lange Datenreihe verfügbar ist. Der Fünfjahresdurchschnitt (-4 Jahre) entspricht für ein Bergbahnunternehmen mit Jahresabschluss im Frühling der Periode 2009/10 bis 2013/14. Die kleinen Bergbahnunternehmen haben einen Verkehrsertrag von weniger als CHF 8 Mio. Die mittleren Unternehmen erreichen einen Verkehrsertrag zwischen CHF 8 und 20 Mio. Zu den Ausflugsbergbahnen zählen alle Unternehmen, welche mit Nicht-Wintersportlern mindestens so viel wie mit Skifahrern verdienen, unabhängig von der Höhe des Verkehrsertrags.

Zu berücksichtigen gilt es, dass die aktuelle Fünfjahresperiode drei sehr schwache Wintersaisons umfasst. Aus diesem Grund ist auf der vertikalen Achse die Abweichung des aktuellen Verkehrsertrags gegenüber dem Fünfjahresdurchschnitt (-4 Jahre) ersichtlich. Dies bedeutet, dass die aktuellsten 4 Jahre nicht im Durchschnitt berücksichtigt sind. Für ein Unternehmen mit Abschluss im Frühling entspricht der Fünfjahresdurchschnitt (-4 Jahre) der Periode 2009/10 bis 2013/14. Wie Abbildung 11 zeigt, ist diese Hürde höher. 57% der analysierten Unternehmen liegen 2017/18 über dem Fünfjahresdurchschnitt (-4 Jahre). Bei vielen dieser Unternehmen handelt es sich um Ausflugsbergbahnen. Unter Ausklammerung der Ausflugsbergbahnen liegt der Anteil der über dem Durchschnitt (-4 Jahre) liegenden Unternehmen «nur» bei 43%. Ebenfalls im Plus liegen beispielsweise die Bergbahnen aus Zermatt, Saas Fee<sup>12</sup>, Belalp, Leysin, Melchsee Frutt und Grimentz/Zinal. Zu den Unternehmen, welche am meisten im Minus liegen, gehören vor allem die kleinen.

## Kosteneffizienz

Abbildung 12 zeigt die aktuellen EBITDA-Margen im Vergleich zum Vorjahr. Es zeigt sich, dass die Mehrheit der Bergbahnunternehmen im letzten Jahr eine Steigerung der Marge erreicht hat. Aufgrund des Ertragswachstums, welches zu einer besseren Auslastung der Anlagen geführt hat, überrascht eine Erhöhung der EBITDA-Marge nicht. Vor allem die Unternehmen mit eher schwacher Marge konnten sich teilweise stark verbessern. Die Bergbahnen in Disentis und Vals schafften den Sprung von einem negativen zu einem positiven Wert. Deutlich reduziert hat sich die EBITDA-Marge in Crans Montana und Splügen. Die Bergbahnen in Crans Montana schliessen das Rechnungsjahr per Ende Dezember. Im neusten verfügbaren Jahresabschluss ist daher nur der Dezember der Saison 2017/18 enthalten. Für das Jahr 2018 ist wohl mit einer Verbesserung zu rechnen. Die Bergbahnen in Splügen haben gerade einen Turnaround hinter sich. Die Skierdays konnten um 28% gesteigert werden, die Anzahl Saisonabos sogar um 81%. Einem leider «nur» um 10% gestiegenen Betriebsertrag steht eine Erhöhung des Betriebsaufwands um 18% gegenüber.

**Abb. 12: EBITDA-Margen aktuell und im Vorjahr (geordnet nach Grösse)**



Quelle: Berechnungen IFZ Zug, basierend auf Geschäftsberichten. N=44.

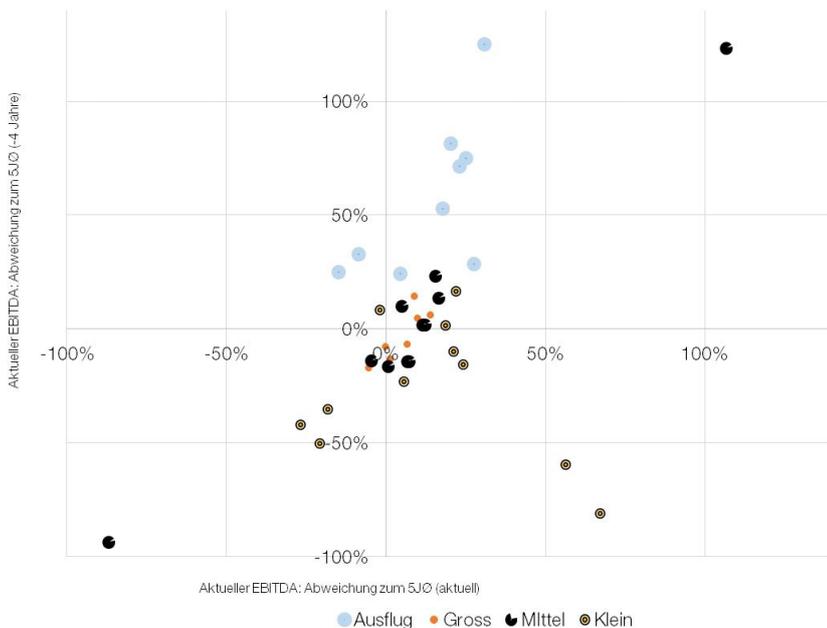
Abbildung 13 zeigt die Abweichung des aktuellen EBITDA vom Fünfjahresdurchschnitt. Gegenüber dem aktuellen Fünfjahresdurchschnitts-EBITDA liegen 77% der Unternehmen im Plus. Gegenüber dem Fünfjahresdurchschnitt (-4 Jahre) fällt das aktuelle EBITDA für 57% der Unternehmen höher aus. Wie schon beim Verkehrsertrag sind es vor allem die Ausflugsbergbahnen, welche aktuell ein EBITDA über dem Fünfjahresdurchschnitt (-4 Jahre) erreichen. Unter Ausklammerung der Ausflugsbergbahnen erreichen «nur» 43% der Bergbahnunternehmen eine EBITDA-Marge über dem Fünfjahresdurchschnitt (-4 Jahre). Beim Bergbahnunternehmen ganz rechts oben (Abbildung 13) handelt es sich um die Bergbah-

«Aufgrund der besseren Auslastung der Anlagen überrascht die Erhöhung der EBITDA-Margen nicht.»

«Gegenüber dem aktuellen Fünfjahresdurchschnitts-EBITDA liegen 77% der Unternehmen im Plus.»

nen Destination Gstaad, welche eine grössere Restrukturierung hinter sich haben. Zu berücksichtigen gilt es dabei, dass die Betriebsbeiträge der Gemeinde massiv zugenommen haben. In den Jahren 2011/12 und 2012/13 lag der Betriebsbeitrag bei je CHF 375'000, 2016/17 und 2017/18 bei CHF 3.9 Mio. Für das Jahr 2017/18 entspricht dieser Betrag über der Hälfte vom ausgewiesenen EBITDA.

**Abb. 13: Aktueller EBITDA: Abweichung zum Fünfjahresdurchschnitt**



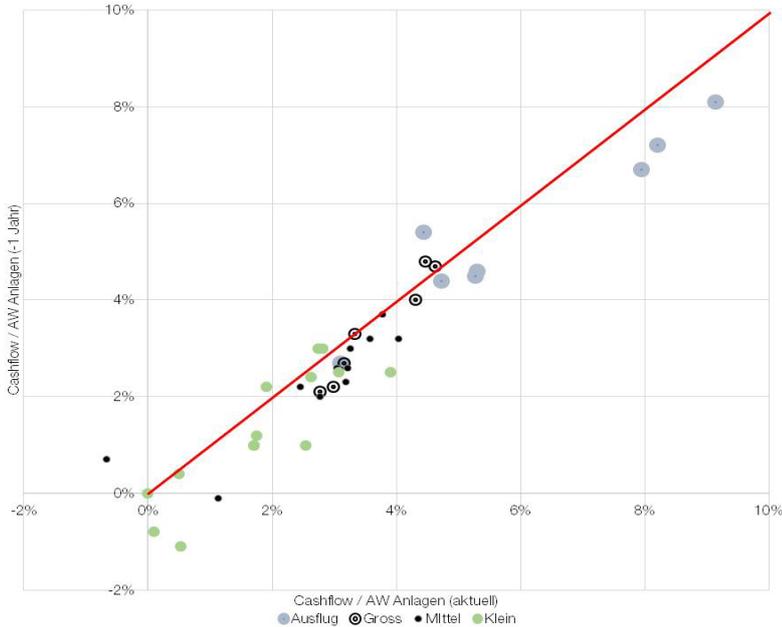
Quelle: Berechnungen IFZ Zug, basierend auf Geschäftsberichten. N=37. Sechs Bergbahnunternehmen mussten von der Untersuchung ausgeschlossen werden, da keine genügend lange Datenreihe verfügbar ist. Der Fünfjahresdurchschnitt (-4 Jahre) entspricht für ein Bergbahnunternehmen mit Jahresabschluss im Frühling die Periode 2009/10 bis 2013/14. Die kleinen Bergbahnunternehmen haben einen Verkehrsertrag von weniger als CHF 8 Mio. Die mittleren Unternehmen erreichen einen Verkehrsertrag zwischen CHF 8 und 20 Mio. Zu den Ausflugsbergbahnen zählen alle Unternehmen, welche mit Nicht-Wintersportlern mindestens so viel wie mit Skifahrern verdienen, unabhängig von der Höhe des Verkehrsertrags. Ein (negativer) Extremwert ist in der Abbildung nicht ersichtlich.

Die höchste EBITDA-Marge weisen die Zermatt Bergbahnen aus. Danach folgen mit Jungfrau, Hoher Kasten und Titlis drei Ausflugsbergbahnen. Von den Wintersportbahnen sind die Bergbahnen in Lenk, Davos und Belalp ganz vorne. Zu berücksichtigen gilt es dabei, dass Unternehmen mit einem hohen Anteil der personal- und warenintensiven Gastronomie am Betriebsertrag auf Stufe EBITDA-Marge im Nachteil sind. Ein Benchmark muss daher immer in Abhängigkeit der Geschäftsfelder erfolgen.

## Kapitalrentabilität

Die EBITDA-Marge vermag keine Angabe zur Kapitaleffizienz zu machen. Wie viel Kapital zur Erreichung vom Betriebsertrag eingesetzt werden muss (Kapitalumschlag), bleibt unberücksichtigt. Die Kapitalrendite, welche als Verhältnis von Cashflow zu den Anschaffungswerten der Anlagen gemessen wird, ist das Produkt von Kapitalumschlag und Marge und berücksichtigt daher sowohl die betriebliche Kosteneffizienz als auch die Effizienz des Kapitals.

**Abb. 14: Kapitalrendite aktuell und vor einem Jahr**



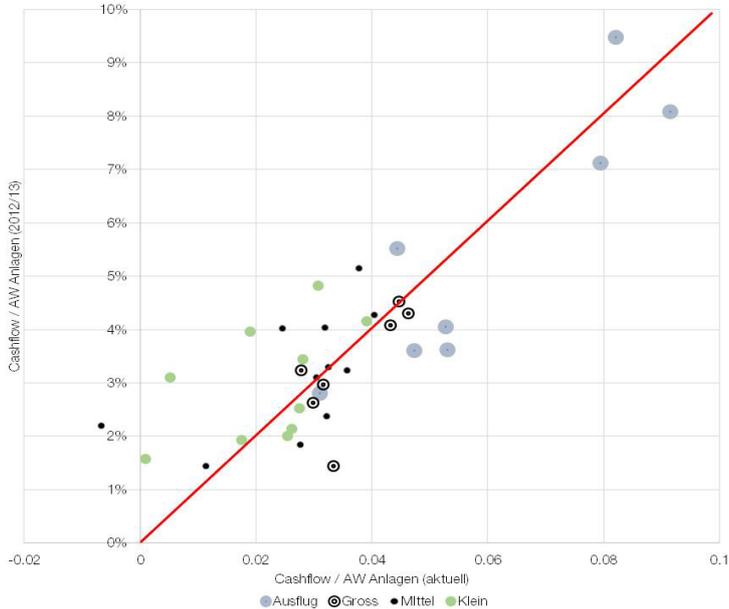
Quelle: Berechnungen IFZ Zug, basierend auf Geschäftsberichten. N=40. Vier Unternehmen publizieren keine Anschaffungswerte der Anlagen.

Abbildung 14 zeigt die Kapitalrendite für die letzten beiden Jahre. Unternehmen unterhalb der roten Diagonalen konnten ihre Rendite im letzten Jahr steigern. Nur gerade sieben Bergbahnunternehmen realisierten eine Verschlechterung. Es zeigt sich, dass die grossen Bergbahnunternehmen tendenziell deutlich kapitalrentabler sind als die kleinen. Zu berücksichtigen gilt es auch an dieser Stelle, dass die Messlatte des Vorjahres nicht sonderlich hoch liegt. Daher zeigt Abbildung 15 einen Vergleich des aktuellen Jahres mit dem von den meteorologischen Bedingungen gut vergleichbaren Jahr 2012/13. Gegenüber Abbildung 14 zeigt sich ein deutlich schlechteres Bild. Etwas mehr als die Hälfte der analysierten Bergbahnunternehmen weist gegenüber 2012/13 eine tiefere Rentabilität aus (oberhalb der roten Diagonale in Abbildung 15). Für einige wenige erfolgte der Rückgang auf hohem Niveau. Für die Mehrheit bedeutet die Verschlechterung jedoch eine ungenügende Situation. Zu den Unternehmen mit der höchsten Kapitalrendite gehören vor allem die Ausflugsbergbahnen.

«Es zeigt sich, dass die grossen Bergbahnunternehmen tendenziell deutlich kapitalrentabler sind als die kleinen.»

«Etwas mehr als die Hälfte der analysierten Bergbahnunternehmen weist gegenüber 2012/13 eine tiefere Rentabilität aus.»

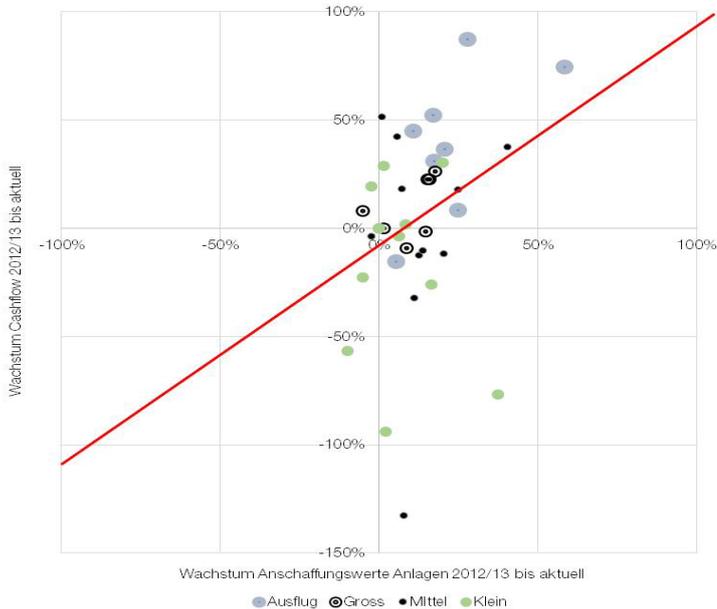
**Abb. 15: Kapitalrendite aktuell und 2012/13**



Quelle: Berechnungen IFZ Zug, basierend auf Geschäftsberichten. N=36. Vier Unternehmen publizieren keine Anschaffungswerte der Anlagen. Für weitere vier liegen keine Zahlen für 2012/13 vor. Für Unternehmen mit Jahresabschluss Ende Dezember wurde das Jahr 2013 (anstelle 2012/13) verwendet.

Die Gründe für eine Senkung der Kapitalrendite sind unterschiedlich. Zum einen kann ein sinkender Cashflow bei steigender oder konstanter Infrastruktur dazu führen. Zum anderen kann es sein, dass die Infrastruktur schneller wächst als der Cashflow. Abbildung 16 zeigt das Wachstum von Cashflow und Infrastruktur (Anschaffungswerte Anlagen) seit 2012/13. Bei Unternehmen unter der roten Diagonalen ist die Infrastruktur stärker gewachsen als der Cashflow. Oberhalb der roten Linie liegen nicht nur Ausflugsbergbahnen sondern auch wintersportlastige Bergbahnunternehmen aller Grössen. Im Einzelfall ist diesbezüglich zu klären, ob die betreffenden Unternehmen einen Investitionsrückstau aufweisen. In diesem Fall dürfte der aktuelle Cashflow zukünftig nur haltbar sein, wenn die anstehenden Investitionen nachgeholt werden.

**Abb. 16: Wachstum Cashflow und Infrastruktur**



Quelle: Berechnungen IFZ Zug, basierend auf Geschäftsberichten. N=36. Vier Unternehmen publizieren keine Anschaffungswerte der Anlagen. Für weitere vier liegen keine Zahlen für 2012/13 vor. Für Unternehmen mit Jahresabschluss Ende Dezember wurde das Jahr 2013 (anstelle 2012/13) verwendet.

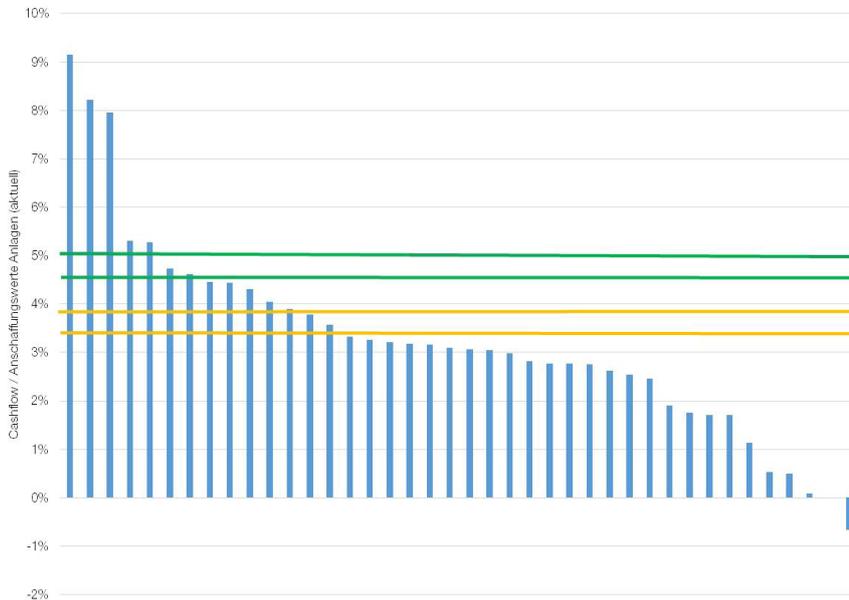
Ein Wert von 5% gilt als gut bis sehr gut, in dem Sinne dass ein Unternehmen neben den Ersatzinvestitionen auch noch (substanzielle) Neuinvestitionen aus eigener Kraft tätigen kann. Mit Neuinvestitionen ist beispielsweise ein Ausbau der Beschneigung oder der Ersatz eines Skilifts durch eine Sesselbahn gemeint. Die Schwelle genügend liegt wohl bei ca. 3.5 bis 3.8%. In diesem Fall sollten immerhin die Ersatzinvestitionen aus eigener Kraft finanziert werden können.

Abbildung 17 zeigt die aktuellen Kapitalrenditen von 40 Bergbahnunternehmen. Den Benchmark «gut bis sehr gut» übertreffen die fünf Unternehmen über der oberen grünen Linie. Die zwei Unternehmen zwischen den beiden grünen könnten ebenfalls einen guten bis sehr guten Wert aufweisen. Weitere zwei Unternehmen verpassen die untere grüne Linie ganz knapp. Insgesamt kann daher davon ausgegangen werden, dass bis zu 9 Unternehmen bzw. bis zu einem Viertel der Stichprobe eine mindestens gute Kapitalrendite aufweisen. Da die grossen Bergbahnunternehmen in der vorliegenden Stichprobe übervertreten sind, dürfte der Anteil für die gesamte Branche deutlich tiefer sein. Den Benchmark «genügend» erreichen insgesamt 13 Unternehmen bzw. fast ein Drittel (obere orange Linie). Ein weiteres Unternehmen liegt zwischen den beiden orangen Linien und kann unter Umständen ebenfalls als genügend bezeichnet werden. Der Median liegt bei 3.1%. Gegenüber dem Vorjahr ist dieser um 0.5 Prozentpunkte angestiegen, was erfreulich ist. Die Anzahl Unternehmen, welche dem Benchmark «genügend» einigermaßen nahekommmt, ist deutlich gestiegen. Wie Abbildung 17 zeigt, sind jedoch einige Bergbahnen nach wie vor sehr deutlich im ungenügenden Bereich.

«Den Benchmark 'genügend' erreicht fast ein Drittel der Bergbahnunternehmen.»

«Die Anzahl Unternehmen, welche dem Benchmark 'genügend' einigermaßen nahekommmt, ist deutlich gestiegen.»

**Abb. 17: Kapitalrendite aktuell (nach Grösse geordnet)**



Quelle: Berechnungen IFZ Zug, basierend auf Geschäftsberichten. N=40. Vier Unternehmen publizieren keine Anschaffungswerte der Anlagen.

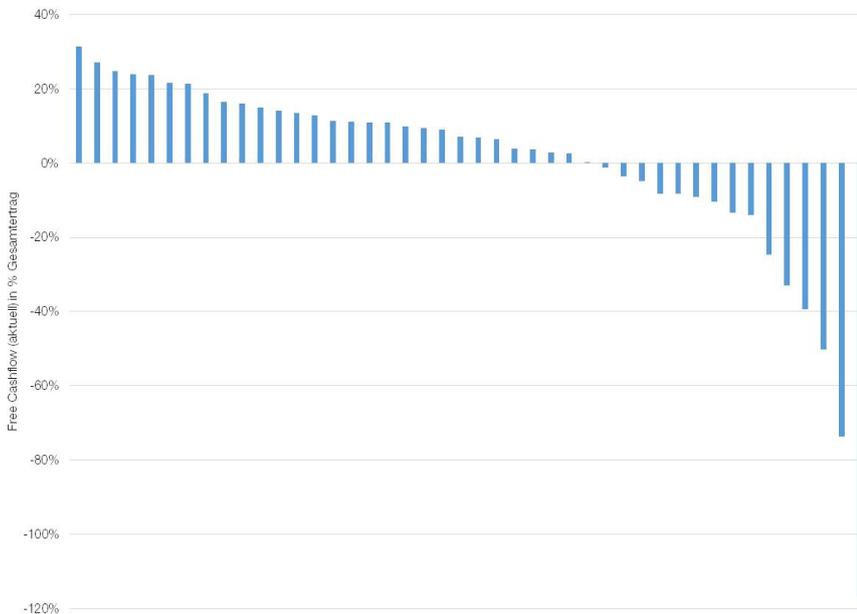
### Free Cashflow

Im letzten Jahr haben die 44 analysierten Bergbahnunternehmen CHF 266 Mio. investiert (brutto). Diesen Investitionen steht ein kumulierter Cashflow von CHF 316 Mio. gegenüber. Somit haben die Unternehmen einen Free Cashflow von rund CHF 50 Mio. generiert bzw. CHF 50 Mio. mehr verdient als für Investitionen ausgegeben. Dieser Wert ist jedoch nicht breit abgestützt. Alleine die Jungfrau-bahn hat einen Free Cashflow von CHF 46 Mio. erreicht, die Titlis- und Pilatus-Bahnen jeweils rund CHF 10 Mio. Ohne diese drei Unternehmen wäre der Free Cashflow der Branche deutlich negativ gewesen. Abbildung 18 zeigt den Free Cashflow in Relation zum Gesamtertrag für die Unternehmen der Stichprobe. Knapp zwei Drittel haben im letzten Jahr mehr verdient als investiert.

«Im letzten Jahr haben die 44 analysierten Bergbahnunternehmen CHF 266 Mio. investiert.»

«Knapp zwei Drittel haben im letzten Jahr mehr verdient als investiert.»

**Abb. 18: Free Cashflow in % Gesamtertrag aktuell (nach Grösse geordnet)**

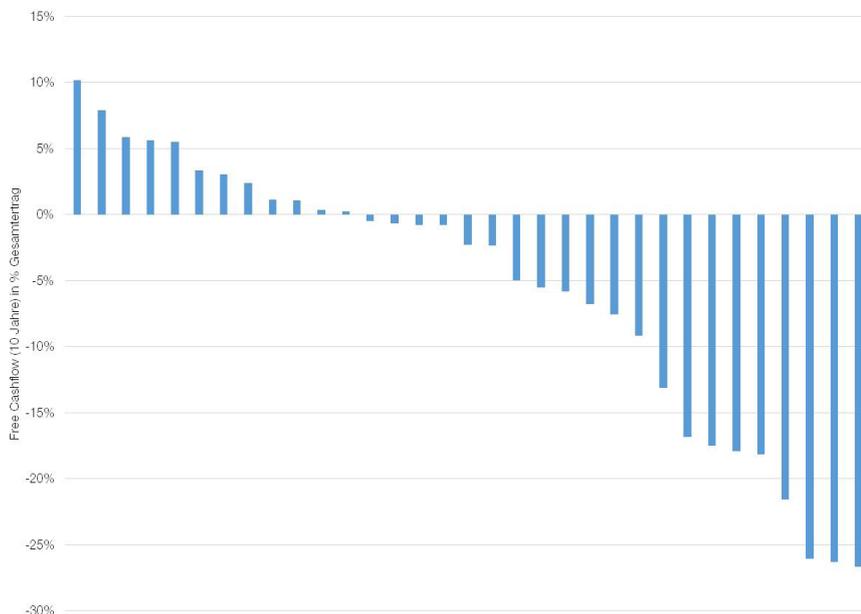


Quelle: Berechnungen IFZ Zug, basierend auf Geschäftsberichten. N=44.

Free Cashflows eines Einzeljahres sind wenig aussagekräftig. Je nachdem, ob grössere Investitionsprojekte anfallen oder nicht, schwankt der Free Cashflow. Die letzten schlechten Jahre haben bei einigen Bergbahnunternehmen zu Zurückhaltung betreffend Investitionen geführt. Die Folge sind rückläufige Investitionen und ein unter sonst gleichen Bedingungen steigender Free Cashflow. Genau dies war im letzten Jahr der Fall. Die Schweizer Bergbahnunternehmen haben im letzten Jahr das zweittiefste Investitionsvolumen der letzten 10 Jahre getätigt. Aus diesem Grund wird der Free Cashflow auch über eine 10-Jahresperiode erhoben. Über die letzten 10 Jahre haben 33 analysierte Bergbahnunternehmen insgesamt CHF 2.8 Mrd. investiert. Der Cashflow beträgt für die gleiche Periode CHF 2.65 Mrd., womit ein negativer Free Cashflow von CHF 150 Mio. resultiert.<sup>13</sup> Abbildung 19 zeigt den über die letzten 10 Jahre im Durchschnitt erreichten jährlichen Free Cashflow in Prozent vom aktuellen Gesamtertrag. Es zeigt sich dabei, dass zwei Drittel der beobachteten Unternehmen mehr investiert als verdient haben. Auch an dieser Stelle ist zu berücksichtigen, dass grosse Unternehmen in der Stichprobe übervertreten sind. Der Anteil negativer Free Cashflows dürfte daher für die Gesamtbranche wohl noch etwas höher liegen.

**«Die Schweizer Bergbahnunternehmen haben im letzten Jahr das zweittiefste Investitionsvolumen der letzten 10 Jahre getätigt.»**

**Abb. 19: Free Cashflow in % Gesamtertrag 10 Jahre (nach Grösse geordnet)**



Quelle: Berechnungen IFZ Zug, basierend auf Geschäftsberichten. N=33. Für 11 Unternehmen sind keine Daten zu Investitionen über die letzten 10 Jahre verfügbar.

## Verschuldung

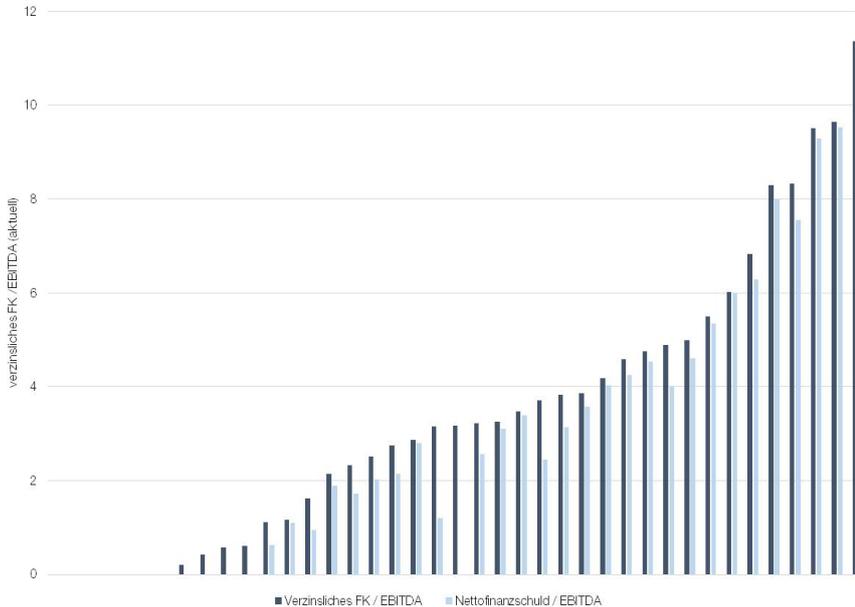
Die 44 Unternehmen der Stichprobe tragen zusammen ein verzinsliches Fremdkapital von CHF 882 Mio. Demgegenüber stehen flüssige Mittel von CHF 220 Mio., so dass eine Nettofinanzverschuldung von CHF 662 Mio. besteht. Das kumulierte EBITDA der Stichprobe beträgt für das letzte Jahr CHF 352 Mio. Somit macht die Finanzverschuldung das 2.5fache des EBITDA aus. Die Nettofinanzverschuldung entspricht dem 1.9fachen des EBITDA. Da die meisten Bergbahnunternehmen ihre flüssigen Mittel investieren werden, sind diese nur in seltenen Fällen als überschüssig zu qualifizieren. Die Berechnung auf Basis der Finanzverschuldung ist daher aussagekräftiger als auf Basis der Nettofinanzverschuldung. Auf den ersten Blick scheint die Branche wenig verschuldet zu sein. Abbildung 20 zeigt jedoch, dass das Niveau der Verschuldung sehr stark variiert. Sechs Unternehmen haben entweder keine Finanzschulden oder diese sind geringer als das aktuelle EBITDA. Diese Unternehmen sind mit einem Wert von null in Abbildung 20 aufgeführt. Das Verhältnis Nettofinanzschulden/EBITDA ist bei diesen und einigen weiteren Unternehmen negativ. Negative Werte sind in Abbildung 20 ausgeblendet. Ebenfalls ausgeblendet sind fünf Unternehmen mit einem Verhältnis verzinsliches FK / EBITDA von mehr als 20. Diese Unternehmen sind gemessen an der aktuellen Leistungskraft extrem hoch verschuldet. Auch einige weitere Bergbahnen sind mit Werten von sechs oder höher sehr stark verschuldet und profitieren dabei sicherlich von einem «too big to fail-Bonus» innerhalb der Destination. Wie Abbildung 10 bereits veranschaulicht hat, haben die im letzten Jahr tendenziell gestiegenen EBITDAs die Tragbarkeit der Schuldenlast etwas verbessert.

«Die Finanzverschuldung beträgt das 2.5fache des EBITDA.»

«Auf den ersten Blick scheint die Branche wenig verschuldet zu sein.»

«Auch einige weitere Bergbahnen sind mit Werten von sechs oder höher stark verschuldet und profitieren dabei sicherlich von einem «too big to fail-Bonus» innerhalb der Destination.»

**Abb. 20: Verzinsliches FK / EBITDA aktuell (nach Grösse geordnet)**



Quelle: Berechnungen IFZ Zug, basierend auf Geschäftsberichten. N=44. 5 Extremwerte mit Verhältnissen zwischen 20 und 130 sind in der Abbildung ausgeblendet. Negative Werte sind ebenfalls ausgeblendet.

### 2.3 Ausblick

Die letzten beiden Wintersaisons machen die Abhängigkeit der Schweizer Bergbahnen von der Schneesituation zum Saisonstart bzw. über die Weihnachtsferien deutlich. Zur Einschätzung der Zukunftsaussichten ist die Schneesituation absolut entscheidend. Dies zeigt sich beispielsweise an der Ertragsentwicklung der Telemorgins SA. Im durchschnittlichen Winter 2013/14 resultierte über Weihnachten/Neujahr ein Umsatz von rund CHF 1.1 Mio., was in etwa 15% vom Jahresbetriebsvertrag ausmacht. In der Saison 2016/17 lag der Umsatz über die Weihnachtsferien nur noch bei rund CHF 140'000. In der Saison 2014/15, in welcher am 26. Dezember starke Schneefälle einsetzten, konnte der Schaden einigermaßen in Grenzen gehalten werden, wie Tabelle 4 zeigt.

**Tab. 4: Umsatz Telemorgins SA in den Weihnachtsferien**

Chiffre d'affaires semaine		
Année	Noël	Jour de l'an
2012	Fr. 599'152.00	Fr. 896'543.50
2013	Fr. 409'473.50	Fr. 730'744.00
2014	Fr. 62'778.20	Fr. 556'431.90
2015	Fr. 48'374.50	Fr. 98'482.50
2016	Fr. 50'645.40	Fr. 88'769.60

Quelle: Rapport de Gestion 2016/17. Die Zahlen 2017/18 sind noch nicht veröffentlicht.

«Die letzten beiden Wintersaisons machen die Abhängigkeit der Bergbahnen von der Schneesituation zum Saisonstart deutlich.»

Abbildung 21 zeigt eine Schätzung des Skierdays-Potenzials der nächsten Jahre. Mit «nächsten Jahren» ist eine mittlere Frist von ca. 5 bis 10 Jahren gemeint. Es wird dabei davon ausgegangen, dass der Wechselkurs CHF/EUR in etwa konstant auf einem Niveau von 1.13 bis 1.16 verbleibt. Die Wintersaison 2017/18 brachte rund 22.7 Mio. Skierdays. In Abbildung 21 entspricht die Saison 2017/18 der Kombination «Schneesituation sehr gut» und «Sonnenschein selten». In diesem Szenario sollten in den nächsten Jahren etwa 23 Mio. Skierdays möglich sein. Es wurde ein geringes Wachstum von ca. 1% gegenüber 2017/18 eingerechnet, welches die ausserordentlichen Januar-Schneestürme einbezieht. Das Jahr 2016/17 entspricht der Kombination «Schneesituation schlecht» und «Sonnenschein häufig». Die Skierdays lagen bei 21.2 Mio. Allerdings lag der Wechselkurs zu Beginn der Saison deutlich tiefer. Es ist davon auszugehen, dass im aktuellen Marktumfeld bei gleichen meteorologischen Bedingungen mehr Skierdays anfallen würden.

**Abb. 21: Schätzung Skierdays für die nächsten Jahre (konstanter WK) in Mio.**

Euro (ca. 1.13 bis 1.16)		Sonnenschein		
		häufig	mittel	selten
Schneesituation Saisonbeginn	Sehr gut	24.2	23.7	23.0
	mittel	23.1	22.7	22.2
	schlecht	22.1	21.6	21.3

33%      33%      33%  
unverändert  
25%      50%      25%

Quelle: Berechnungen IFZ Zug

Die Wahrscheinlichkeit von häufigem, mittlerem und seltenem Sonnenschein wird mit je einem Drittel eingeschätzt. Die Wahrscheinlichkeit einer Schneesituation à la 2016/17 wird mit 25% eingeschätzt. In 50% der Jahre wird mit einer mittleren Schneesituation gerechnet. Der Wechselkurs CHF/EUR verbleibt wie bereits erwähnt auf ungefähr konstantem Niveau. Auf Basis dieser Wahrscheinlichkeiten wurde mit Hilfe einer Monte-Carlo-Simulation ein in den nächsten Jahren zu erwartender Fünfjahresdurchschnitt ermittelt. Der geschätzte Fünfjahresdurchschnittswert von CHF 22.6 Mio. (vgl. Abbildung 22) basiert auf 1000 Simulationen. Die Standardabweichung liegt bei rund 400'000 Skierdays. Dies bedeutet vereinfacht, dass die Anzahl Skierdays in zwei Dritteln der Fälle bzw. der Simulationen zwischen CHF 22.2 und CHF 23 Mio. liegt (+/- 400'000 von 22.6 Mio.). Angesichts der drohenden Klimaerwärmung mögen die Wahrscheinlichkeiten für die Schneelage etwas optimistisch sein. Die letzten Jahre zeigen jedoch, dass Zufälligkeiten und einzelne Wetterlagen einen sehr grossen Einfluss haben. Dies wird auch in nächster Zukunft so bleiben. Werden die Wahrscheinlichkeiten derart angepasst, dass die Chance einer sehr guten Schneelage von 25% auf 15% fällt, die Wahrscheinlichkeit einer schlechten Schneelage hingegen von 25% auf 35% steigt, sinkt der erwartete Durchschnittswert von 22.6 Mio. auf 22.2 Mio. Skierdays.

«Es ist davon auszugehen, dass im aktuellen Marktumfeld bei gleichen meteorologischen Bedingungen mehr Skierdays anfallen würden.»

Abb. 22: Schätzung zukünftiger Fünfjahresdurchschnitt Skierdays<sup>14</sup>

Skierdays	CHF/EUR stabil	CHF/EUR ca. 1.20 bis 1.25	CHF/EUR ca. < 1.10
Mittelwert (5JØ)	22.6 Mio.	24.1 Mio.	21.9 Mio.
Standard-abw.	Ca. 350'-400'000	Ca. 350'-400'000	Ca. 350'-400'000
Min.	21.6 Mio.	23.0 Mio.	20.7 Mio.
Max.	23.9 Mio.	25.2 Mio.	23.1 Mio.


Quelle: Berechnungen IFZ Zug

Falls sich der Euro gegenüber dem Schweizer Franken etwas aufwerten würde (ca. CHF/EUR 1.20 bis 1.25), wäre im Fünfjahresschnitt unter sonst gleichen Bedingungen eine Anzahl an Skierdays von rund 24 Mio. möglich. Gegenüber dem Szenario mit unverändertem Wechselkurs wäre dies eine Steigerung von 7%. Im Falle einer erneuten Abwertung des Euros auf ein Niveau von weniger als CHF/EUR 1.10 wäre mit einem Rückgang der Skierdays zu rechnen. Für den Fünfjahresdurchschnitt könnte mit einem Minus von ca. 3% gerechnet werden. Es ist davon auszugehen, dass eine Abwertung des Euros eine weniger starke Veränderung der Skierdays bewirkt als eine vergleichbare Aufwertung des Euros. Dies weil die «noch in der Schweiz verbliebenen» Euro-Gäste unterdurchschnittlich preissensitiv sein dürften. Wie sich der CHF/EUR Kurs entwickeln wird, ist unsicher. Gemäss der Kaufkraftparitätentheorie müsste sich der Euro tendenziell verteuern.

Es ist nicht nur die Entwicklung der schweizweiten Skierdays massgeblich, sondern auch deren Verteilung auf die Regionen und die einzelnen Unternehmen. Wer nicht imstande ist, bei schlechten Schneebedingungen ein akzeptables Pistenangebot bereit zu stellen, wird in den nächsten Jahren weitere Marktanteile an die Konkurrenz verlieren. Weitere Schlüsselfaktoren sind attraktive Betten, gute Erreichbarkeit, attraktive Angebote und die Fähigkeit, die Kunden an sich zu binden. Bezüglich letzterem Aspekt und auch ansonsten könnte die Digitalkompetenz ebenfalls an Bedeutung gewinnen.

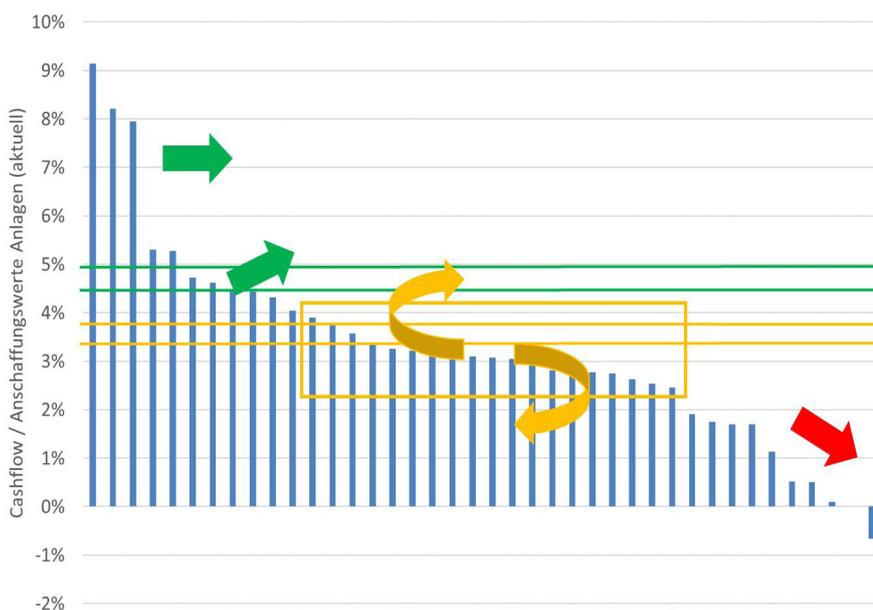
Im Falle eines unveränderten Wechselkurses werden die Kapitalrenditen in den nächsten Jahren im Durchschnitt etwas unter dem Niveau 2017/18 zu erwarten sein. Mit einem geringfügig ansteigenden Wechselkurs könnte das Niveau 2017/18 in den nächsten Jahren im Durchschnitt haltbar sein. Voraussetzung dafür ist aber, dass die Durchschnittspreise nicht zu stark absinken und dass neue Preismodelle ein leichtes zusätzliches Wachstum bewirken. Nur dann überträgt sich das Skierdays-Wachstum auf den Ertrag.

«Es ist davon auszugehen, dass eine Abwertung des Euros eine weniger starke Veränderung der Skierdays bewirkt als eine vergleichbare Aufwertung des Euros.»

«Wer bei schlechten Schneebedingungen kein akzeptables Pistenangebot bereitstellen kann, wird in den nächsten Jahren weitere Marktanteile an die Konkurrenz verlieren.»

Es ist tendenziell davon auszugehen, dass die rentabelsten Ausflugsbergbahnen ihre Kapitalrendite halten können. Leichtes Wachstum ist möglich. Es wird viel investiert, was auf die Kapitalrenditen drückt. Hinzu kommt, dass das Sommerwetter in den letzten Jahren gut bis sehr gut war. Weiter dürfen die hohen Kapitalrenditen nicht als Benchmark für zukünftige Investitionen dienen, denn sonst kann gar nichts mehr investiert werden. Die momentan erfolgreichsten Wintersportbahnen könnten sich zukünftig weiter verbessern. Wenn die Bedingungen anspruchsvoll bleiben, könnte im Mittelfeld mit Kapitalrenditen zwischen 2.5% und 3% eine Schere aufgehen. Verlieren wird, wer sich nicht gut positionieren kann, nicht schneesicher ist und/oder sich nicht im Sommer etablieren kann. Können die notwendigen Investitionen nicht getätigt werden, gehen die Gäste verloren. Lassen sich die Investitionen finanzieren und kommen dennoch zu wenig Gäste, fällt die Rendite. Bei den Unternehmen mit jetzt schon viel zu tiefer Kapitalrendite besteht wenig Anlass auf Hoffnung. Nur einzelne Betriebe werden den Aufstieg schaffen. Chancen sind etwa Skigebietsverbindungen, einmalige Angebote oder attraktive Beherbergungsformen.

**Abb. 23: Ausblick Veränderung Kapitalrenditen**



Quelle: Die Renditen sind aus Abbildung 17 übernommen. Die grünen Linien markieren den Benchmark «gut bis sehr gut», die orangenen Linien den Benchmark «genügend». Die Pfeile geben an, wie sich die Werte in Zukunft entwickeln könnten.

Der relativ gute Winter 2017/18 mag zwar die finanzielle Situation der Schweizer Bergbahnen etwas beruhigen. Für einige Bergbahnunternehmen bleibt die finanzielle Lage jedoch angespannt. Zu Problemen kommt es, falls mittlere und grössere Infrastrukturprojekte finanziert werden müssen. Ohne die öffentliche Hand als Helfer sowie ohne regionale Nutzniesser, welche von der Bahninfrastruktur profitieren, sind Projekte immer schwieriger zu finanzieren. Im Kanton Glarus hat die Landsgemeinde einen Rahmenkredit von CHF 12.5 Mio. Franken zur Mitfinanzierung von touristischen Kerninfrastrukturen (Braunwald und Elm)

«Verlieren wird, wer sich nicht gut positionieren kann, nicht schneesicher ist und/oder sich nicht im Sommer etablieren kann.»

«Nur einzelne Betriebe werden den Aufstieg schaffen.»

«Der relativ gute Winter 2017/18 vermochte die finanzielle Situation der Schweizer Bergbahnen etwas zu beruhigen.»

bewilligt. Dazu soll eine Finanzinfrastrukturgesellschaft (ähnlich der Finanzinfra AG in Flims/Laax/Falera) gegründet werden. Grund für das Engagement des Kantons ist die Systemrelevanz der Glarner Bergbahnen. Sind die Glarner Bergbahnen systemrelevant, dürften praktisch alle Schweizer Bergbahnen ebenfalls systemrelevant sein. Auch in Obersaxen/Mundaun ist die Errichtung einer Finanzinfrastrukturgesellschaft geplant. Diese sollte unter anderem Investitionen von fast CHF 20 Mio. in die technische Beschneidung sowie Investitionen in Sommerangebote ermöglichen.<sup>15</sup> Die Bürger der Gemeinde Obersaxen/Mundaun stimmten sowohl einer Gemeindefinanzierung als auch einer Garantie für die Aufnahme von Fremdkapital zu. Die Bürger von Illanz haben eine Mitfinanzierung jedoch abgelehnt. Im Walliser Teil des Portes-du-Soleil-Skigebiets soll ebenfalls eine Infrastrukturgesellschaft gegründet werden. An der Chablais Invest SA sollen sich neben den Bergbahnunternehmen auch Gemeinden und Dritte beteiligen.<sup>16</sup>

Ein Sanierungsfall sind die Sportbahnen Vals. Der Generalversammlung wird zunächst ein Kapitalschnitt beantragt. Zukünftig soll die Gemeinde einen jährlichen Betriebsbeitrag von CHF 900'000 leisten. Zum Vergleich: Der Fünfjahres-Durchschnittsverkehrsertrag beträgt rund CHF 1.2 Mio. Die Benutzung der Zubringergondelbahn soll zukünftig für die Gäste gratis werden. Skitickets werden deutlich günstiger sein. Da der Gemeindebeitrag über die Erhöhung der Liegenschaftssteuer sowie über neue Abgaben finanziert werden soll, muss die Stimmbevölkerung ja dazu sagen.<sup>17</sup> Betriebsbeiträge der Gemeinden sind nichts Neues. Die Bergbahnen Gstaad haben für das Jahr 2017/18 insgesamt CHF 3.9 Mio. an Beiträgen erhalten. Dieser Betrag macht rund 15% vom Gesamtertrag aus und entspricht über der Hälfte vom ausgewiesenen EBITDA. Die (teilweise) Finanzierung des Leistungsangebots der Bergbahnen im Sinne von Service Public könnte in Zukunft weiter an Bedeutung gewinnen.

**«Die (teilweise) Finanzierung des Leistungsangebots der Bergbahnen im Sinne von Service Public könnte in Zukunft weiter an Bedeutung gewinnen.»**

## Teil 3: Kennzahlen ausgewählter Bergbahnen

### 3.1 Ausflugsbergbahnen

Tabelle 5 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. Die Zermatt Bergbahnen AG könnte auch zu den Ausflugsbergbahnen gezählt werden. Aufgrund der noch deutlich stärkeren Bedeutung des Wintersportgeschäfts ist die Zermatt Bergbahnen AG jedoch unter den Wintersportbahnen aufgeführt. Es handelt sich in Tabelle 5 um die gemessen am Ertrag grössten Ausflugsbergbahnen.

Mit Ausnahme der Säntis-Schwebebahn AG haben sämtliche aufgeführten Bergbahnunternehmen gemeinsam, dass EBITDA und Verkehrsertrag im Jahr 2017 kräftig gewachsen sind. Wichtigster Grund dafür ist anhaltendes Wachstum in den asiatischen Märkten. Aber auch der US-Markt und die Anzahl der Gäste aus dem arabischen Raum nehmen zu. Zudem war der Gesamteindruck des Sommerwetters 2017 sehr gut, was sich positiv auf die Gäste aus den Nahmärkten ausgewirkt hat. Die deutlich höchste Rendite auf dem eingesetzten Kapital (Cashflow / Anschaffungswerte der Anlagen) erreichen die Jungfrau-, Pilatus- und Titlisbahnen mit Werten von rund 8% bis 9%. Das heisst, mit dem aktuellen Cashflow könnten die drei Unternehmen die Infrastruktur (bei konstanten Anschaffungswerten) in 11-13 Jahren aus eigener Kraft erneuern. Ein Wert von 5% bzw. 20 Jahren gilt in der Branche als sehr gut. Da die Annahme konstanter Anschaffungswerte nicht realistisch ist, wird die effektive Wiederbeschaffungsfrist effektiv einige Jahre länger dauern, jedoch mit Sicherheit deutlich unter den Anlagezyklen der Infrastruktur liegen. Für die Jungfraubahnen, mit dem hohen Anteil an schienengebundenen Bahnen, welche deutlich kapitalintensiver als Luftseilbahnen sind, ist die hohe Rendite besonders bemerkenswert. Wenig vergleichbar ist die BVZ-Holding, welche schwergewichtig im öffentlichen Verkehr tätig ist. Die Gornergratbahn, welche zur BVZ gehört, realisierte im Jahr 2017 gemäss im Geschäftsbericht ausgewiesener Segmentrechnung eine sehr hohe Jahresgewinnmarge von 31% (Vorjahr: 26%).

Die Rigi- und Schilthornbahnen haben sich in puncto Ertragskraft in den letzten Jahren deutlich verbessert. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2017 erreichten beide eine Kapitalrendite von sehr guten 5.3%. Es ist davon auszugehen, dass für 2018 eine nochmalige Verbesserung resultieren wird, denn die Geschäfte der Ausflugsbergbahnen laufen auch im Jahr 2018 sehr gut. Das Sommerwetter ist noch deutlich besser als im Vorjahr, und die Anzahl der interkontinentalen Gäste steigt weiter. Pilatus- und Rigi-Bahnen konnten die Frequenzen bis Ende August 2018 um 5% bzw. 8% steigern. Die Jungfraubahnen brachten im ersten Halbjahr 2018 0.4% mehr Gäste als in der Vorjahresperiode aufs Jungfraujoch. Da der Ertrag je Gast gesteigert werden konnte, stieg der Verkehrsertrag sogar um 2.4%. Die Erlebnisberge (First, Harder etc.) verzeichneten im ersten Semester 2018 gar eine Verkehrsertragssteigerung um 24.8%. Und nach einigen rückläufigen Jahren konnten auch die Skierdays im ersten Halbjahr 2018 wieder einmal gesteigert (Ertrag + 9.9%) werden. Das gleiche trifft auch für die Schilthornbahnen zu, welche die Skierdays über die Gesamtsaison 2017/18 sogar um 22% steigern

**«Mit einer Ausnahme haben sämtliche aufgeführten Ausflugsbergbahnen gemeinsam, dass EBITDA und Verkehrsertrag im Jahr 2017 kräftig gewachsen sind.»**

**«Es ist davon auszugehen, dass für 2018 eine nochmalige Verbesserung resultieren wird.»**

konnten. Das Ausflugsgeschäft läuft ebenfalls bestens. Per Ende August 2018 liegen die Frequenzen um 16% über dem Vorjahr. Die sehr stark im Gruppengeschäft positionierten Titlisbahnen werden 2018 einen neuen Rekordwert bei den Eintritten von Einzelreisenden erzielen. Bei den Skierdays resultierte 2017/18 ein Zuwachs um 6%.

**Tab. 5: Kennzahlen ausgewählter Ausflugsbergbahnen**

in TCHF	BB Titlis Rotair	Pilatus- Bahnen	Jungfrau- bahnen	Rigi Bahnen	Schilthorn Bahn	Säntis- Schwebe- bahn	BVZ
Rechnungslegung	FER	OR	FER	OR	OR	OR	FER
Handelsplatz	SIX	OTC	SIX	OTC	OTC	OTC	SIX
Letzter Abschluss (H= Herbst)	2016/17 H	2017	2017	2017	2017	2017	2017
Gesamtertrag (GE)	73'232	33'365	193'770	27'110	28'633	17'326	151'541
Verkehrsertrag (VE)	50'120	21'208	143'799	21'174	19'971	5'029	90'289
Anteil VE am GE	68.4%	63.6%	74.2%	78.1%	69.7%	29.0%	59.6%
Anteil Gastro/Beherb. am GE	25.2%	24.7%	0.3%	8.1%	19.5%	68.4%	0.0%
EBITDA	29'962	11'220	87'743	7'050	9'321	2'785	40'166
Anschaffungswerte (AW) Anlagen	342'230	114'532	985'258	130'768	155'272	85'958	815'247
Nettofinanzschuld (NFS)	-8'603	-22'156	-45'113	-1'314	10'276	11'184	144'345
EBITDA-Marge	40.9%	33.6%	45.3%	26.0%	32.6%	16.1%	26.5%
GE / AW	21.4%	29.1%	19.7%	20.7%	18.4%	20.2%	18.6%
Cashflow / AW	8.2%	9.1%	8.0%	5.3%	5.3%	3.1%	4.2%
NFS / EBITDA	-0.3	-2.0	-0.5	-0.2	1.1	4.0	3.6
<b>Kennzahlen auf Basis Fünfjahresdurchschnittsertragskraft</b>							
Verkehrsertrag	45'672	18'449	129'359	17'252	18'353	5'172	80'891
EBITDA	27'453	9'096	74'395	5'380	7'734	2'178	33'827
EBITDA-Marge	40.9%	29.8%	42.6%	25.1%	29.3%	14.2%	24.0%
GE / AW	19.4%	26.5%	17.7%	16.3%	17.0%	17.7%	17.2%
Cashflow / AW	6.8%	7.6%	6.7%	4.0%	4.4%	2.5%	3.0%
NFS / EBITDA	-0.3	-2.4	-0.6	-0.2	1.3	5.1	4.3
<b>Wachstum über die letzten zehn Jahre</b>							
Verkehrsertrag	86.0%	60.0%	42.4%	75.2%	19.8%	-2.9%	32.9%
EBITDA	106.6%	66.5%	84.2%	127.4%	76.1%	5.3%	63.9%
Verkehrsertrag (10JØ)	6.4%	4.8%	3.6%	5.8%	1.8%	-0.3%	2.9%
EBITDA (10JØ)	7.5%	5.2%	6.3%	8.6%	5.8%	0.5%	5.1%
<b>Kennzahlen zur Aktienbewertung</b>							
Aktienkurs	400.0	3'230.0	134.0	9.6	2'147.0	857.0	805.0
Anzahl Aktien	672'000	26'400	5'835'000	3'600'000	35'000	48'000	197'278
Verzinsliches FK + zinslose Darlehen	0	0	37'171	8'118	10'919	13'625	182'020
Enterprise Value (EV)	268'800	85'272	819'061	42'678	86'064	54'761	340'829
EV / EBITDA	9.0	7.6	9.3	6.1	9.2	19.7	8.5
EV / EBITDA (5JØ)	9.8	9.4	11.0	7.9	11.1	25.1	10.1
Ausschüttung	8.4	40.0	2.4	0.12	40.0	-	14.0
Ausschüttungsrendite	2.1%	1.2%	1.8%	1.3%	1.9%	0.0%	1.7%

Quelle: Geschäftsberichte der Unternehmen. Die Aktienkurse sind per 5. Oktober erhoben. Für die börsenkotierten Gesellschaften wurde der letzte bezahlte Kurs gewählt, für die ausserbörslich gehandelten Gesellschaften ein volumengewichteter Durchschnitt aus den letzten 10 Transaktionen. Falls Transaktionen zu lange her sind, kann der Durchschnitt aus weniger als 10 Transaktionen basieren. Die Zahlen der Bergbahnen Titlis Rotair wurden in der Rubrik «Kennzahlen auf Basis Fünfjahresdurchschnittsertrag» um Sondereffekte bzw. um Gewinne aus Immobilienverkäufen bereinigt. Von der Ausschüttung der Pilatus-Bahnen sind 7.5 als Sonderdividende deklariert, bei der BVZ Holding 2 Franken. Bei der BVZ Holding ist unter dem Verkehrsertrag nur der Personenverkehrsertrag aufgeführt.

Die gute Geschäftsentwicklung hat sich positiv auf die Ausschüttungen ausgewirkt. Titlis- (+5%), Jungfrau- (+14%) und Rigi-Bahnen (+20%) haben die ordentliche Dividende erhöht. Die BVZ-Holding schüttet ebenfalls mehr aus (+17%), die Erhöhung ist jedoch als Sonderdividende deklariert. Die Sonderdividende erhöhen haben die Pilatusbahnen. Die Ausschüttung steigt gegenüber dem Vorjahr um 7%. Bei den Schilthornbahnen fällt gegenüber dem letzten Jahr die Jubiläums-Sonderdividende von CHF 14 weg. Dafür wird die mehr als ein Jahrzehnt konstante Dividende von CHF 36 auf CHF 40 erhöht (11%). Die Aktionäre der Säntis-Schwebebahn erhalten seit Jahren keine Barausschüttung.

Der aktuelle Geschäftsgang 2018 könnte weitere Erhöhungen der Ausschüttungen zulassen. Allerdings gilt es zu berücksichtigen, dass die meisten aufgeführten Bahnunternehmen grössere Infrastrukturprojekte planen. Die Rigi-Bahnen planen innert 5 bis 7 Jahren Investitionen von CHF 75 bis 90 Mio. in unter anderem neues Rollmaterial, in eine neue Seilbahn nach Rigi-Kaltbad sowie in eine Modernisierung der Infrastruktur auf Rigi-Kulm. Das Projektvolumen entspricht in etwa dem 10- bis 12fachen vom aktuellen EBITDA. Die Schilthornbahnen planen bis in einigen Jahren (altershalber) eine Neuerschliessung des Bergs mit drei neuen Pendelbahnsektionen für maximal CHF 90 Mio. Dies entspricht knapp dem 10fachen des aktuellen EBITDA. Ziele sind die Verkürzung der Reisezeit, das Bereitstellen von Kapazitäten für weiteres Wachstum, eine 365tägige Erreichbarkeit des Schilthorns sowie die Steigerung der Aufenthaltsqualität für den Gast. Die Verbesserung der Aufenthaltsqualität sowie die Steigerung des Fassungsvermögens sind auch die Ziele, welche die Titlisbahnen mit dem Neubau des Gipfelgebäudes mit Einbezug und Inszenierung des Richtstrahlturns planen. Die Grössenordnung des Projekts ist nicht kommuniziert. Im Vergleich zu den Investitionen von Schilthorn und Rigi dürften die anstehenden Investitionen relativ zur Ertragskraft jedoch geringer ausfallen. Für das Jahr 2019 ist zudem noch der Ersatz einer Sesselbahnanlage geplant. Die Jungfraubahnen haben ein 470 Millionen Franken teures Projekt gestartet (= fünfmal aktuelles EBITDA, teilweise schon investiert). Kern des Projekts ist die Erschliessung von Eigergletscher und Männlichen mit der V-Bahn. Weitere Elemente sind Parkhaus, ÖV-Anschluss sowie neues Rollmaterial, welches bereits im Einsatz ist. Mit der V-Bahn soll der Komfort für die Gäste erhöht werden. Zudem reduziert sich die Reisezeit sowohl für den Top-of-Europe-Besucher als auch für den Skifahrer. Neues Rollmaterial werden auch die Pilatus-Bahnen bis 2022 anschaffen müssen. Es ist davon auszugehen, dass diese Investition aus selbst erarbeiteten Mitteln finanziert werden können. Schilthorn- und Rigi-Bahnen werden ihre Verschuldung zukünftig deutlich ausbauen müssen. Die Schilthornbahnen haben zudem den Aktionären auch eine Aktienkapitalerhöhung in Aussicht gestellt. Die aktuell finanzschuldenfreien Titlisbahnen sowie die netto ebenfalls unverschuldeten Jungfraubahnen könnten punktuell ebenfalls verzinsliches Fremdkapital aufnehmen. Dividendenerhöhungen sind auch im nächsten Jahr möglich. Für die Pilatus-, Titlis-, Jungfrau- und BVZ-Aktien dürfte die Wahrscheinlichkeit eher etwas höher sein.

Die grossen Investitionsprojekte werden vorübergehend auf die Kapitalrendite der Ausflugsbergbahnen drücken. Aufgrund der ausgezeichneten Rentabilität ist dies kein Problem. Wichtig ist, dass die Bahnunternehmen die Voraussetzungen

**«Die gute Geschäftsentwicklung hat sich positiv auf die Ausschüttungen ausgewirkt.»**

**«Die grossen Investitionsprojekte werden vorübergehend auf die Kapitalrendite der Ausflugsbahnen drücken.»**

schaffen, um auch in Zukunft ein möglichst werthaltiges, zu einem guten Preis zu verkaufendes Ausflugserlebnis anbieten zu können, und auch um am zukünftigen Wachstum des Marktes partizipieren zu können. Aus Eigentümer- bzw. aus Aktionärssicht ist eigentlich nicht unbedingt die Kapitalrendite zu maximieren. Wichtig ist, dass der definierte Mindestwert übertroffen wird. Angenommen, die Eigentümer setzen eine Mindestersparnis an die Kapitalrendite von 5%, zum Beispiel, weil diese Rendite zur Finanzierung von Investitionen, zum Schuldendienst und zur Auszahlung der gewünschten Dividende erforderlich ist. In diesem Fall sind Investitionen, welche mit mehr als 5% rentieren, wertsteigernd. Je mehr Mittel zu mehr als 5% investiert werden, desto höher sind Cashflow und «Gewinn» und damit auch die Marktkapitalisierung.

Ein Blick auf die in Tabelle 5 dargestellten Wachstumsraten von Verkehrsertrag und EBITDA verdeutlicht die sehr positive Entwicklung der Ausflugsbergbahnen. Es ist mit weiterem Wachstum zu rechnen, jedoch werden sich die Zuwächse deutlich verlangsamen. Dafür sprechen vor allem die beschränkten Kapazitäten; aber auch der zunehmende Missmut in der Bevölkerung bezüglich «Overtourism» muss im Auge behalten werden. Zudem werden mit Sicherheit auch wieder Sommermonate mit häufig schlechtem Wetter kommen. Die guten Ausflugsbergbahnunternehmen haben die Witterungsabhängigkeit zwar deutlich reduziert, allerdings bleibt das Wetter vor allem für die inländischen Gäste ein wichtiger Einflussfaktor. Grösstes Rückschlagsrisiko sind Ereignisse, welche die Reiselust der internationalen Gäste (insbesondere Asien) beeinträchtigen. Dazu gehören etwa grössere Terroranschläge oder globale Seuchen/Epidemien wie SARS etc. Die starke Ertragskraft der meisten Unternehmen könnte jedoch auch grössere Rückschläge verkraften. Die Anfälligkeit der Unternehmen steigt jedoch mit der zunehmenden Investitionstätigkeit, insbesondere, wenn Investitionen alleine im Hinblick auf die asiatischen Märkte getätigt werden. Es gilt jedoch beispielsweise zu berücksichtigen, dass sowohl die Pilatus- als auch die Rigi-Bahnen ihr Rollmaterial altershalber ersetzen müssen, unabhängig vom Aufkommen asiatischer Gäste.

### 3.2 Wintersportbahnen

Tabelle 6 und Tabelle 7 zeigen Kennzahlen einiger ausgewählter wintersportlastiger Bergbahnunternehmen. Es handelt sich dabei vor allem um mittelgrosse und grosse Wintersportgebiete. Zu berücksichtigen gilt es, dass einige in Tabelle 7 aufgeführte Unternehmen ihr Geschäftsjahr im Herbst oder per Ende Dezember abschliessen. Von diesen sind keine Zahlen zum Winter 2017/18 publiziert.

Von den Bergbahnen mit Abschluss im Frühling 2017/18 liegen alle aktuellen EBITDA-Margen über dem Fünfjahresdurchschnitt. Hauptsächlich ist das ein Abbild der guten Wintersaison 2017/18. Zumindest teilweise ist dies aber auch die Folge von Kostenoptimierungen. Dies zeigt sich beispielsweise bei den Davos Klosters Bergbahnen. Gegenüber der mit 2017/18 sehr gut vergleichbaren Saison 2012/13 liegt der Verkehrsertrag 2017/18 leicht höher. Das EBITDA liegt jedoch gegenüber 2012/13 deutlich im Plus. Die höchsten EBITDA-Margen erreichen üblicherweise die reinen Transportunternehmen. Spitzenreiter sind die Zermatt Bergbahnen mit fast 50%. Die Lenk Bergbahnen konnten 2017 die Marke von

**«Es ist mit weiterem Wachstum zu rechnen, jedoch werden sich die Zuwächse deutlich verlangsamen.»**

**«Grösstes Rückschlagsrisiko sind Ereignisse, welche die Reiselust der internationalen Gäste beeinträchtigt.»**

40% übertreffen. Die Davos Klosters Bergbahnen, welche die Gastronomiebetriebe verpachten, aber eigene Hotels führen, erreichen mit fast 40% ebenfalls einen Spitzenwert. Die Weisse Arena Gruppe mit einem Verkehrsertragsanteil von «nur» 40% fällt mit einer EBITDA-Marge von 26.4% deutlich ab. Dafür kann die Weisse Arena Gruppe mit dem höchsten Kapitalumschlag von 18.2% trumpfen. Mit 15.3% erreichen auch die Bergbahnen Grimentz/Zinal einen hohen Wert. Sie haben einen Gastro- und Beherbergungsanteil von 46%.

Der Hauptgrund, wieso der Grossteil der wintersportlastigen Bergbahnen gegenüber den Ausflugsbergbahnen in puncto Kapitalrentabilität deutlich zurückliegt, ist ein schlechtes Verhältnis zwischen Anlagenwert und Betriebsertrag. Die teure Infrastruktur kann über das Gesamtjahr zu wenig ausgelastet werden. Hilfreich ist ein erfolgreiches Sommergeschäft, wie es beispielsweise die Zermatt Bergbahnen haben. Der Sommeranteil am Gesamtverkehrsertrag steigt kontinuierlich und betrug 2017/18 25%. Die Zermatt Bergbahnen konnten in den letzten Jahren aber auch ihre Wintersportanlagen relativ unabhängig von Wechselkurs und Schneesituation gut auslasten. Tabelle 6 enthält Daten zum 10-Jahreswachstum von EBITDA und Verkehrsertrag. Gegenüber der Saison 2007/08 liegen Verkehrsertrag und EBITDA 2017/18 der Zermatt Bergbahnen in etwa gleichauf. Bei einem Vergleich mit 2006/07 oder 2008/09 würde allerdings ein EBITDA-Wachstum von 5% bzw. 7% resultieren. Das Jahr 2007/08 war damals ein positiver Ausreisser. Aktuell scheint das Ertragsniveau gut abgesichert zu sein.

**«Der Hauptgrund, wieso der Grossteil der wintersportlastigen Bergbahnen gegenüber den Ausflugsbergbahnen in puncto Kapitalrentabilität deutlich zurückliegt, ist ein schlechtes Verhältnis zwischen Anlagenwert und Betriebsertrag. Die teure Infrastruktur kann über das Gesamtjahr zu wenig ausgelastet werden.»**

**Tab. 6: Kennzahlen ausgewählter Wintersportbahnen (Teil 1)**

in TCHF	Davos Klosters BB	Weisse Arena	Zermatt BB	Arosa BB	Lenzer- heide BB	BB Samnaun	BB Adelboden
Rechnungslegung	OR	OR	OR	OR	OR	OR	OR
Handelsplatz	OTC	OTC	OTC	OTC	OTC	OTC	OTC
Letzter Abschluss (H= Herbst)	2017/18	2017/18	2017/18	2017/18	2017/18	2017/18	2017/18
Gesamtertrag (GE)	55'983	86'380	69'630	26'949	29'564	26'918	15'910
Verkehrsertrag (VE)	35'086	34'078	64'947	16'682	24'755	18'258	11'867
Anteil VE am GE	62.7%	39.5%	93.3%	61.9%	83.7%	68.0%	74.6%
Anteil Gastro/Beherb. am GE	26.4%	29.0%	1.8%	29.6%	0.0%	32.0%	15.0%
EBITDA	22'272	22'803	34'616	7'918	10'018	8'338	5'809
Anschaffungswerte (AW)	491'973	473'439	663'805	214'312	313'666	220'382	133'274
Anlagen							
Nettofinanzschuld (NFS)	21'171	92'090	117'381	36'390	63'089	20'360	14'868
EBITDA-Marge	39.8%	26.4%	49.7%	29.4%	33.9%	31.0%	36.5%
GE / AW	11.4%	18.2%	10.5%	12.6%	9.4%	12.2%	11.9%
Cashflow / AW	4.3%	4.5%	4.6%	3.2%	2.8%	3.6%	4.0%
NFS / EBITDA	1.0	4.0	3.4	4.6	6.3	2.4	2.6
<b>Kennzahlen auf Basis Fünfjahresdurchschnittsertragskraft</b>							
Verkehrsertrag	34'558	32'528	63'342	16'109	23'782	25'842	11'384
EBITDA	20'255	19'353	32'564	7'093	9'398	7'409	4'975
EBITDA-Marge	36.8%	23.2%	48.4%	26.6%	33.6%	28.6%	32.1%
GE / AW	11.2%	17.6%	10.2%	12.4%	8.9%	11.7%	11.6%
Cashflow / AW	3.9%	3.8%	4.3%	2.7%	2.6%	2.9%	3.4%
NFS / EBITDA	1.0	4.8	3.6	5.1	6.7	2.7	3.0
<b>Wachstum über die letzten zehn Jahre</b>							
Verkehrsertrag	-12.0%	-5.0%	0.6%	-4.3%	-3.3%	-17.7%	-11.5%
EBITDA	-14.4%	-1.5%	-1.2%	-18.4%	-22.3%	-43.1%	-4.2%
Verkehrsertrag (10JØ)	-1.3%	-0.5%	0.1%	-0.4%	-0.3%	-1.9%	-1.2%
EBITDA (10JØ)	-1.5%	-0.2%	-0.1%	-2.0%	-2.5%	-5.5%	-0.4%
<b>Kennzahlen zur Aktienbewertung</b>							
Aktienkurs	227.0	132.0	388.0	91	17.0	575.0	1.8
Anzahl Aktien	386'000	550'000	629'200	125'000	1'940'789	18'000	1'655'000
Verzinsliches FK + zinslose Darlehen	35'962	95'378	120'150	39'540	68'434	30'941	22'478
Enterprise Value (EV)	123'584	167'978	364'280	50'915	101'427	41'291	25'374
EV / EBITDA	5.5	7.4	10.5	6.4	10.1	5.0	4.4
EV / EBITDA (5JØ)	6.1	8.7	11.2	7.2	10.8	5.6	5.1
Ausschüttung	3.6	4.0	4.0	0	-	-	-
Ausschüttungsrendite	1.6%	3.0%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Quelle: Geschäftsberichte der Unternehmen. Die Aktienkurse sind per Mitte September erhoben (Zermatt Anfang Oktober). Für die börsenkotierten Gesellschaften wurde der letzte bezahlte Kurs gewählt, für die ausserbörslich gehandelten Gesellschaften ein volumengewichteter Durchschnitt aus den letzten 10 Transaktionen. Falls Transaktionen zu lange her sind, kann der Durchschnitt aus weniger als 10 Transaktionen basieren. Die Zahlen der Weissen Arena Gruppe wurden in der Rubrik «Kennzahlen auf Basis Fünfjahresdurchschnittsertrag» um Sondereffekte bzw. um Gewinne aus Immobilienverkäufen bereinigt, soweit dies möglich war.

Ein Verkehrsertragswachstum erreichten über die letzten 10 Jahre auch die Saastal Bergbahnen sowie die Bergbahnen in Grimentz/Zinal. In ersterem Fall sind die Gründe dafür die Wintercard sowie die Fusion der Saas Fee und Saas Almagell Bergbahnen zur Saastal Bergbahnen AG. Die Bergbahnunternehmen aus Grimentz und Zinal haben ebenfalls fusioniert und ihre Skigebiete miteinander verbunden. Auch die Lenzerheide und Arosa Bergbahnen haben ihre Skigebiete in der Zwischenzeit fusioniert. Ihre Verkehrserträge sind gegenüber denjenigen von vor 10 Jahren zwar nicht gestiegen, der Rückgang ist jedoch unterdurchschnittlich ausgefallen. Auf der Lenzerheide ist zusätzlich noch zu berücksichtigen, dass neue attraktive Betten geschaffen wurden. Die Kapitalrendite der Lenzerheide und Arosa Bergbahnen liegt aktuell auf einem unterdurchschnittlichen Niveau. Für eine Verbesserung müssen die beiden Unternehmen eine höhere Auslastung ihrer Anlagen erreichen. Vor allem die Lenzerheide Bergbahnen haben in den letzten Jahren sehr viel investiert, Cashflow und EBITDA konnten jedoch mit dem Wachstum nicht Schritt halten. Das Gebiet darf sicherlich als schneesicher bezeichnet werden, in den schwachen Wintersaisons 2016/17 und 2015/16 erwiesen sich jedoch andere Gebiete als schneesicherer.

Eine hohe Rendite auf dem Kapital erreichen die Davos Klosters Bergbahnen und die Weisse Arena Gruppe. Auch die beiden Berner Bergbahnunternehmen Adelboden und Lenk schneiden über dem Durchschnitt ab. Bei den Bergbahnen Engadin Mountains St. Moritz und Televerbier ist zu berücksichtigen, dass das Geschäftsjahr im Herbst endet. Der aktuellste öffentlich verfügbare Jahresbericht umfasst daher die Wintersaison 2016/17. Gemäss Halbjahresberichterstattung haben die Bergbahnen in Verbier den Betriebsertrag im Winter 2017/18 um 5% gesteigert. Im Oberengadin ist der Verkehrsertrag gegenüber dem Vorjahr 2016/17 um 1.6% gestiegen.<sup>18</sup> Beide Unternehmen dürften daher 2017/18 etwas besser abschneiden als in Tabelle 7 dargestellt. Auch die Zahlen der Saastal Bergbahnen umfassen die Wintersaison 2016/17. Zur Wintersaison 2017/18 sind keine Zahlen öffentlich verfügbar. Die etwas rückläufige Anzahl an verkauften Wintercards sowie schneefallbedingte Ausfälle im Januar 2018 und die verbreitet gute Schneesituation auch in tieferen Lagen sprechen tendenziell für einen eher rückläufigen Betriebsertrag. Die Bergbahnen aus der Lenk und Crans Montana schliessen das Rechnungsjahr per Ende Dezember. Die aktuellste öffentlich verfügbare Jahresrechnung umfasst den Dezember der Saisons 2017/18 sowie die Monate Januar bis April der Saison 2016/17, was eigentlich keine schlechte Kombination ist: schneereiche Weihnachtszeit und viel Sonne in den Monaten Januar bis März.

In einer schwierigen Situation befinden sich die Bergbahnen in Crans Montana. Per 31.12.2017 liegt eine echte Unterbilanz vor. Der Bilanzverlust übersteigt die Hälfte von Aktienkapital und gesetzlichen Reserven. Diese Situation ist vor allem die Folge auf einer Wertberichtigung an der Beteiligung an der CMA Immobilier SA. Aber auch die operative EBITDA-Marge von 2.3% ist sehr tief. Das Jahr 2018 dürfte sicherlich eine operative Verbesserung bringen.

**Tab. 7: Kennzahlen ausgewählter Wintersportbahnen (Teil 2)**

in TCHF	Saastal BB	Lenk BB	Engadin Mountains	Televerbier	RM Crans Montana	BB Scuol	RM Grimentz / Zinal
Rechnungslegung	OR	OR/FER	OR	IFRS	OR	OR	OR
Handelsplatz	-	OTC	OTC	Paris	-	OTC	OTC
Letzter Abschluss (H= Herbst)	2016/17H	2017	2016/17H	2016/17H	2017	2017/18	2017/18
Gesamtertrag (GE)	29'012	13'033	48'332	50'262	17'570	13'432	20'916
Verkehrsertrag (VE)	26'399	12'139	31'215	36'056	15'531	9'039	11'285
Anteil VE am GE	91.0%	93.1%	64.6%	71.7%	88.4%	67.3%	54.0%
Anteil Gastro/Beherb. am GE	2.4%	0.0%	23.9%	9.0%	0.0%	23.8%	46.0%
EBITDA	9'071	5'250	12'359	14'366	405	4'565	4'927
Anschaffungswerte (AW)	250'764	134'076	367'148	405'205	-	123'297	137'131
Anlagen							
Nettofinanzschuld (NFS)	18'380	14'727	66'046	9'070	49'508	22'249	22'329
EBITDA-Marge	31.3%	40.3%	25.6%	28.6%	2.3%	34.0%	23.6%
GE / AW	11.6%	9.7%	13.2%	12.4%	<0	10.9%	15.3%
Cashflow / AW	3.2%	3.8%	3.0%	3.3%	-0.7%	3.2%	3.0%
NFS / EBITDA	2.0	2.81	5.30	0.60	122.2	4.9	4.53
<b>Kennzahlen auf Basis Fünfjahresdurchschnittsertragskraft</b>							
Verkehrsertrag	22'370	12'017	32'170	36'304	16'739	8'930	10'989
EBITDA	7'960	5'497	12'197	15'205	3'047	4'249	4'261
EBITDA-Marge	33.4%	42.5%	24.3%	29.4%	14.9%	31.6%	23.4%
GE / AW	9.5%	9.6%	13.7%	12.8%	9.0%	10.8%	13.3%
Cashflow / AW	2.8%	3.9%	2.9%	3.6%	0.8%	2.9%	2.6%
NFS / EBITDA	2.3	2.7	5.4	0.6	16.2	5.2	5.2
<b>Wachstum über die letzten zehn Jahre</b>							
Verkehrsertrag	3.0%	12.0%	-7.0%	-7.0%	-10.0%	-10.0%	20.0%
EBITDA	-11.9%	-2.5%	2.3%	-20.1%	-90.6%	-5.4%	7.3%
Verkehrsertrag (10JØ)	0.3%	1.1%	-0.7%	-0.7%	-1.0%	-1.0%	1.8%
EBITDA (10JØ)	-1.3%	-0.3%	0.2%	-2.2%	-21.1%	-0.6%	0.7%
<b>Kennzahlen zur Aktienbewertung</b>							
Aktienkurs		260.0	5.1	54.3		175.0	
Anzahl Aktien		18'400	1'945'990	1'400'000		27'000	
Verzinsliches FK + zinslose Darlehen		20'225	68'000	16'019		22'547	
Enterprise Value (EV)		25'009	77'925	92'039		27'272	
EV / EBITDA		4.8	6.3	6.4		6.0	
EV / EBITDA (5JØ)		4.5	6.4	6.1		6.4	
Ausschüttung		-	-	0.25		-	-
Ausschüttungsrendite		0.0%	0.0%	0.5%		0.0%	0.0%

Quelle: Geschäftsberichte der Unternehmen. Die Aktienkurse sind per Anfang Oktober 2018 erhoben. Für die börsenkotierten Gesellschaften wurde der letzte bezahlte Kurs gewählt, für die ausserbörslich gehandelten Gesellschaften ein volumengewichteter Durchschnitt aus den letzten 10 Transaktionen. Falls Transaktionen zu lange her sind, kann der Durchschnitt aus weniger als 10 Transaktionen basieren.

Dividendenausschüttungen erhalten aktuell die Aktionäre der Zermatt Bergbahnen, der Davos Klosters Bergbahnen, der Weissen Arena Gruppe und der Televerbier. Davos und Zermatt schütten die gleiche Dividende wie im Vorjahr aus. Die Weisse Arena Gruppe hat die Dividendenausschüttung gegenüber dem Vorjahr verdoppelt. Die Dividende der Televerbier ist von CHF 0.10 auf CHF 0.25 gestiegen. Vor 10 Jahren hat Televerbier jedoch noch eine Dividende von CHF 1.40 ausgeschüttet. Bei verbessertem Geschäftsgang ist bei Televerbier eine Erhöhung der Dividende zu erwarten. Bei den übrigen Unternehmen sind Erhöhungen in kurzer Frist eher nicht zu erwarten, aber auch nicht ausgeschlossen.

Die Davos Klosters Bergbahnen sind zusammen mit Televerbier am solidesten finanziert und planen die Nettofinanzverschuldung bis in drei Jahren auf null zu reduzieren. Bei anhaltend gutem Geschäftsgang könnte je nach Investitionsplänen die Ausschüttung erhöht werden. Die Weisse Arena AG will mittelfristig mit der Neuerschliessung des Cassons im Ausflugsgeschäft Fuss fassen. Zudem soll die Infrastruktur in dem Sinne vereinfacht werden, dass weniger Anlagen notwendig sind. Weiter sollen neue Zubringerbahnen über Public-Private-Partnerships finanziert werden. Mit der Erweiterung des rocksresort und den daraus resultierenden Verkaufserlösen wird der Cashflow zusätzlich gestärkt. Die erwähnten Punkte führen im Erfolgsfall zu einem höheren Cashflow und einer geringeren Kapitalbindung. Auf lange Frist könnten höhere Ausschüttungen erfolgen. Die Zermatt Bergbahnen haben die Ausschüttung in den letzten Jahren an den Cashflow gekoppelt. Zu einer Steigerung des Cashflows können besseres Wetter als 2017/18 sowie das Wachstumspotenzial im Sommer und die geplante «Alpine Crossing»-Verbindung nach Italien führen. Die Investitionstätigkeit bleibt hoch, und die Verschuldung ist eher am oberen vom Unternehmen definierten Zielband. Mittelfristig sind aber höhere Ausschüttungen durchaus denkbar.

Die Arosa Bergbahnen gehörten bis ins Jahr 2012 zu den regelmässigen Dividendenzahlern, die Lenzerheide Bergbahnen bis ins Jahr 2016. Kurzfristig ist eine Aufnahme von Ausschüttungen wenig wahrscheinlich. Schuldenabbau dürfte bei beiden ein Thema sein. Bei den Arosa Bergbahnen läuft zudem bis September 2018 eine Aktienkapitalerhöhung zwecks Finanzierung einer neuen Sesselbahn. Auch die Bergbahnen Engadin Mountains St. Moritz schütten seit einigen Jahren keine Dividende mehr aus. Die letzte Ausschüttung war 2010. Der anstehende Bau einer neuen Zubringerbahn und eine hohe Verschuldung sprechen gegen eine Aufnahme von Dividenden. Die Bergbahnen Adelboden und Lenk haben in den letzten zehn Jahren nie ausgeschüttet. Auch die Bergbahnen Samnaun und Scuol schütten seit längerem keine Dividenden aus. In Samnaun stehen hohe Investitionen an. Der Bau einer Ersatzanlage sowie zwei neue Seilbahnen sind geplant, welche das Dorf Samnaun besser an die Pisten anschliessen sollen und neue Pistenflächen erschliessen.

Auch unter den nicht in Tabelle 6 und Tabelle 7 aufgeführten Bergbahnunternehmen finden sich wenige Dividendenausschütter. Dazu gehören beispielsweise die Brunni-Bahnen aus Engelberg, die Sportbahnen Atzmännig und die Bettmeralp-Bahnen. Letzere haben mit den Aletsch Riederalp-Bahnen und der Luftseilbahn Fiesch Eggishorn zur Aletsch Bahnen AG fusioniert. Ob die fusionierte Gesellschaft für das Jahr 2017/18 eine Dividende bezahlt, ist noch nicht bekannt, da die Zahlen 2017/18 noch nicht publiziert sind.

**«Davos Klosters und Televerbier planen die Nettofinanzverschuldung bis in drei Jahren auf null zu reduzieren.»**

**«Bei den meisten Unternehmen sind in der kurzen Frist keine Erhöhungen der Dividenden zu erwarten.»**

Der Investitionsbedarf der Branche wird auch in Zukunft hoch bleiben. Es ist daher grundsätzlich nicht mit deutlich mehr Dividendenausschüttungen zu rechnen. Insbesondere die österreichischen Gesellschaften investieren kontinuierlich in die Erneuerung (und teilweise auch in den Ausbau) der Infrastruktur. Einer internationalen Studie zur Folge wurden seit 1998/99 weltweit 34 Skigebietsverbindungen gezählt.<sup>19</sup> Die Hälfte davon erfolgte in Österreich, in der Schweiz lediglich deren vier. Eine Auflistung aktueller Seilbahnprojekte zeigt ein ähnliches Bild.<sup>20</sup> In Österreich und Italien werden mehr neue Seilbahnanlagen erstellt. Im Gegensatz zu Österreich und der Schweiz scheinen die Gäste in den USA und auch in Frankreich geringere Ansprüche an die Modernisierung der Transportanlagen zu stellen. Unter sonst gleichen Bedingungen können einfachere bzw. ältere Transportanlagen das Erreichen einer guten Kapitalrendite begünstigen. Mit 6.2% erreicht die Compagnie du Mont Blanc Chamonix (2016/17) eine ausgezeichnete Kapitalrendite (Cashflow / Anschaffungswerte der Anlagen). Zum Vorteil des Unternehmens ist jedoch auch ein hoher Sommerverkehrsertragsanteil von 31%.

Die Compagnie des Alpes erreichte 2016/17 gar eine Kapitalrendite von 7.3%. In diesem Wert sind beide Geschäftsfelder (Ski mit Umsatzanteil 56% und Freizeitparks) inkludiert. Für das Segment Ski, welches ca. drei Viertel vom Unternehmens-EBITDA generiert, dürfte die Kapitalrendite schätzungsweise knapp 7% betragen. Noch eine deutlich höhere Rendite erreicht die Vail Gruppe. Für das Geschäftsjahr 2016/17 resultiert ein Wert von mindestens 12.5%.<sup>21</sup> Vom Geschäftsmodell ist die Vail Gruppe her einigermassen vergleichbar mit der Weisse Arena-Gruppe. Der Anlagenwert der Vail Gruppe ist mit USD 3.2 Mrd. etwa knapp siebenmal höher als in der Weissen Arena. Der Betriebsertrag beträgt jedoch mehr als das 20fache. Der analog zu Tabelle 6 und Tabelle 7 berechnete Kapitalumschlag beträgt für die Vail Gruppe 58%. Der im Vergleich zu den Schweizer Bergbahnunternehmen extrem hohe Wert hat verschiedene Gründe. Zum einen ist die Infrastruktur günstiger. Die Anlagen sind günstiger in der Erstellung, und sie sind wohl im Durchschnitt älter. Zum anderen können die amerikanischen Gebiete höhere Preise durchsetzen. Der Durchschnittsertrag je Skierday der Vail Gruppe lag 2016/17 bei USD 68. Zum Vergleich: in Davos führt die Division von Winterverkehrsertrag durch Skierdays im Winter 2017/18 zu einem Wert von CHF 38. Wie bereits in Teil 1.1 erwähnt, sind die amerikanischen und schweizerischen Verhältnisse nicht direkt vergleichbar. Nichtsdestotrotz zeigt das Beispiel der Vail Gruppe die Voraussetzungen für den (finanziellen) Erfolg sehr gut auf.

Erfolgsfaktoren sind ein gesundes Verhältnis von Infrastruktur und Ertrag, eine möglichst ganzjährig hohe Auslastung sowie ein hoher Durchschnittspreis je Gast. Eine sehr hohe Kapitalrendite erreicht auch die skandinavische Ski Star Gruppe. Der Cashflow beträgt 10% an den Anschaffungswerten der Anlagen (2016/17). Die Tatry Mountains Group aus Osteuropa erreicht für das Jahr 2016/17 eine Rendite von 5.7%. Beide Unternehmen bieten ein touristisches Gesamtangebot aus einer Hand an.

**«Der Investitionsbedarf der Branche wird auch in Zukunft hoch bleiben.»**

**«Erfolgsfaktoren sind ein gesundes Verhältnis von Infrastruktur und Ertrag, eine möglichst ganzjährig hohe Auslastung sowie ein hoher Durchschnittspreis je Gast.»**

## Quellenverzeichnis

<sup>1</sup>Bei den österreichischen Skierdays handelt es sich um eine Schätzung. Quelle: Österreichische Seilbahntagung 2018, Aussage Franz Hörl, Fachverbandsobmann. Zitiert in [www.tai.at](http://www.tai.at), 4. Mai 2018. Für das Bundesland Tirol wurde beispielsweise gar eine Steigerung von 11% verzeichnet.

<sup>2</sup>Quelle: Laurent Vanat, 2018 International Report on Snow & Mountain Tourism. Seite 155.

<sup>3</sup>Quelle: Baspo, Sport Schweiz 2014, Seite 19.

<sup>4</sup>Quelle: Ryanair, Investor Presentation, May 2018.

<sup>5</sup>Quelle: Interview mit CEO Rainer Flaig anlässlich des TFA Tourismus Forum Alpenregionen im März 2017. Im Jahresabschluss 2016/17 ist der Wintersportertag Winter und Sommer nicht separat, sondern als Sammelposition ausgewiesen. Zum Winter 2017/18 gibt es noch keine publizierten Daten.

<sup>6</sup>Quelle: Mitteilungen aus dem Infostamm Saas Fee, 3. April 2018.

<sup>7</sup>Quelle: Medienmitteilung Magic Pass vom 25. April 2018.

<sup>8</sup>Aussage von Reto Gurtner, VR Präsident und CEO der Weisse Arena Gruppe. Zitiert in OTC-X Research by BEKB, Studie Weisse Arena Gruppe, 2018.

<sup>9</sup>Quelle: Zitat Jakob Falkner, Geschäftsführer und Miteigentümer der Söldener Bergbahnen, in: [www.derstandard.at](http://www.derstandard.at) vom 12. Juni 2018.

<sup>10</sup>Quelle: China Outbound Tourism Research Institute (COTRI).

<sup>11</sup>Quelle: 2017 Outbound Chinese Tourism and Consumption Trends, Nielson plc. Die Umfrage wurde bei über 2000 Chinesen durchgeführt, welche in den letzten 12 Monaten ins Ausland gereist sind.

<sup>12</sup>Das Wachstum in Saas Fee hängt nicht nur mit der Wintercard zusammen. Zu berücksichtigen ist auch, dass die Saas Fee Bergbahnen AG und die Saas Almagell Bergbahnen AG zur Saastal Bergbahnen AG fusioniert haben.

<sup>13</sup>Auch an dieser Stelle muss berücksichtigt werden, dass Bruttoinvestitionen in die Berechnung einfließen. Einige Bergbahnunternehmen haben Wohnungen gebaut und veräußert. Desinvestitionserlöse sind in den Berechnungen nicht enthalten bzw. nicht vollständig. Gewinnanteile sind unter Umständen im (betrieblichen) Cashflow enthalten. Der Free Cashflow wäre daher etwas höher als ausgewiesen. Betroffen sind insbesondere die beiden grossen Unternehmen Weisse Arena und Titlisbahnen.

<sup>14</sup>Den Szenarien «Aufwertung Euro» und «Abwertung Euro» liegen ähnliche Szenariorechnungen wie für den Fall «konstanter Euro» (Abbildung 21) zugrunde. Basis für die Einschätzungen der Werte ist eine Analyse der Entwicklung von Wechselkursen, Wetter, Schnee und Skierdays in den letzten rund 10 Jahren. Die Wetter- und Schneewahrscheinlichkeiten sind gegenüber dem Szenario «konstanter Euro» unverändert.

<sup>15</sup>Quelle: Masterplan «Rund um den Mundaun», Grischconsulta, 20. Juni 2017.

<sup>16</sup>Quelle: STV Schweizer Tourismusverband, Veranstaltung: Alpiner Tourismus in der Krise – Wie weiter?, 25. Januar 2018, Kooperationen als Ausweg aus der Krise, Urs Keiser, Mila Trombitas.

<sup>17</sup>Die Generalversammlung wird am 20. Oktober 2018 stattfinden. Die Gemeindeversammlung am 12. Oktober 2018.

<sup>18</sup>Quelle: Saison Monitoring 2017/18, Bergbahnen Graubünden.

<sup>19</sup>Quelle: Montenius Consult, Die Liste der 100 grössten Skigebiete der Welt – Ergebnisbericht 2016/17, Seite 56ff.

<sup>20</sup>Quellen: zum Beispiel aktuelle Projekte auf [www.seilbahn.net](http://www.seilbahn.net), oder Neuheiten auf Saison 2018/19 <https://www.skiresort.de/lifte-bahnen/neue-lifte/>

<sup>21</sup>Es wurde dabei nur der Cashflow (Mountain) verwendet. Die Anschaffungswerte der Anlagen beziehen sich jedoch auf das Gesamtunternehmen (Mountain, Lodging, Real Estate). Effektiv wäre der Wert daher noch höher.

## 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 Repräsentanzen, 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 ist 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 übernimmt 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 Dokuments 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.