

BRANCHENANALYSE

Branchenanalyse Bergbahnen - Für die Ausflugsbahnen geht es weiter aufwärts.



Bild: Schilthornbahn AG

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

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

Inhaltsverzeichnis

– Zusammenfassung.....	S. 2
– Teil 1: Die Bergbahnbranche - ein Überblick.....	ab S. 3
• 1.1 Wintersportgeschäft.....	S. 3
• 1.2 Ausflugsgeschäft.....	S. 9
– Teil 2: Die finanzielle Situation der Branche.....	ab S. 15
• 2.1 Stichprobe und Benchmark.....	S. 15
• 2.2 Entwicklung Verkehrsertrag.....	S. 15
• 2.3 Kosteneffizienz.....	S. 16
• 2.4 Kapitaleffizienz, Kapitalrendite und Selbstfinanzierungspotenzial.....	S. 18
• 2.5 Finanzierung.....	S. 22
• 2.6 Ausblick.....	S. 23
– Teil 3: Kennzahlen ausgewählter Bergbahnen.....	ab S. 27
• 3.1 Ausflugsbergbahnen.....	S. 27
• 3.2 Wintersportbahnen.....	S. 30

Zusammenfassung

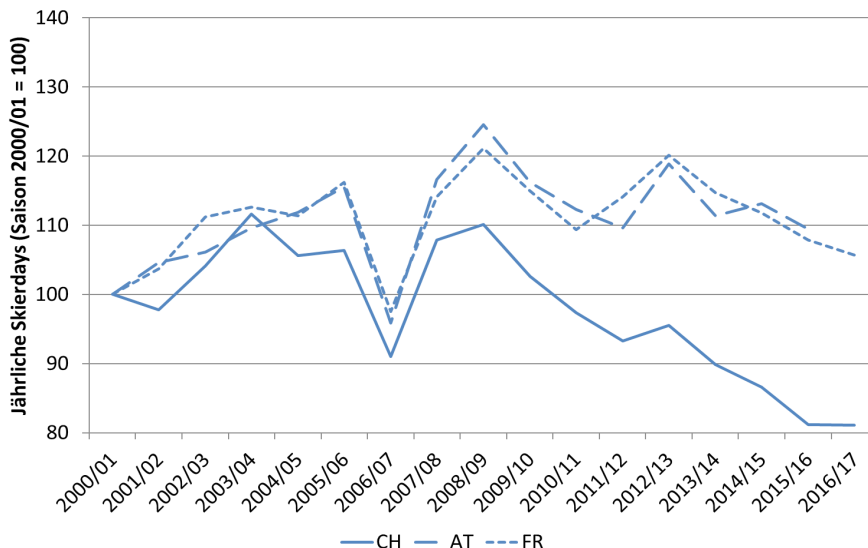
Die Lage der Schweizer Seilbahnbranche hat sich im Jahr 2016/17 auf tiefem Niveau stabilisiert. Die Winterersteintritte blieben gegenüber dem Vorjahr praktisch unverändert. Beim Verkehrsertrag resultierte ein Plus von 2%. Im Vergleich zum Durchschnitt der letzten fünf (zehn) Jahre liegen die Ersteintritte hingegen um 8% (14%) im Minus. Die Logiernächte über die Wintersaison 2016/17 sind in den beiden grössten Wintersportregionen Wallis und Graubünden im Vergleich zur Vorsaison sogar leicht gestiegen. Hoffnung für die nächsten Jahre machen der leicht erstarkte Euro sowie die Tatsache, dass die meteorologischen Bedingungen gegenüber den letzten zwei bis drei Jahren fast nicht mehr schlechter werden können.

Teil 1: Die Bergbahnbranche – ein Überblick

1.1 Wintersportgeschäft

Die Faktoren, welche das Wintersportgeschäft in den letzten Jahren negativ beeinflussten, sind vielfältig: späte Wintereinbrüche, warme Temperaturen, rückläufige Interessen für Schneesport, zunehmende Vielfalt an Freizeitmöglichkeiten, sinkende Flugpreise etc. Die in Abbildung 1 dargestellten Skierdays zeigen über die letzten vier Jahre nicht nur für die Schweiz einen rückläufigen Trend, sondern auch für Österreich und Frankreich. In Österreich und Frankreich erfolgt das Minus allerdings auf einem viel höheren Niveau. Es ist offensichtlich, dass die seit 2008/09 kontinuierliche Aufwertung des Schweizer Franks dazu geführt hat, dass die Schweiz nicht mehr mit den Nachbarländern mithalten kann.

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



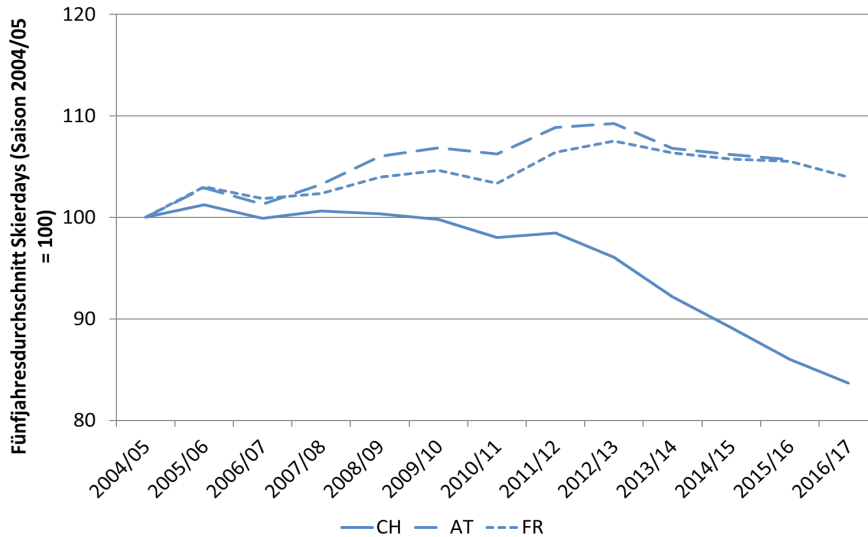
Quelle: Seilbahnen Schweiz, Domaine Skiable de France, Seilbahnen Österreich

Die Verläufe der Skierdays in den drei Ländern zeigen jedoch auch Gemeinsamkeiten. Der schneearme Winter 2006/07 hat allen Ländern einen massiven Einbruch an Skierdays beschert. Umgekehrt hat die schneereiche Vorsaison 2012/13 in den drei Wintersportländern ein Wachstum der Skierdays gebracht (CH: +2.5%). Leider hielten die starken Schneefälle über weite Teile der Saison 2012/13 an, so dass der Mangel an Sonnentagen ein besseres Resultat verhinderte. Falls sich die meteorologischen Bedingungen in der Saison 2017/18 wieder einmal von der guten Seite zeigen, ist eine deutliche Steigerung der Skierdays möglich. Abbildung 2 zeigt die Fünfjahresdurchschnitte der Skierdays seit 2004/05. Durch die Verwendung mehrjähriger Durchschnitte werden die meteorologischen Einflüsse etwas abgeschwächt.

«Vielfältige Faktoren beeinflussten das Wintersportgeschäft in den letzten Jahren negativ.»

«Falls sich die meteorologischen Bedingungen in der Saison 2017/18 wieder von der guten Seite zeigen, ist eine deutliche Steigerung der Skierdays möglich.»

Abb. 2: Fünfjahresdurchschnitte Skierdays/Winterersteintritte Schweiz, Österreich und Frankreich



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

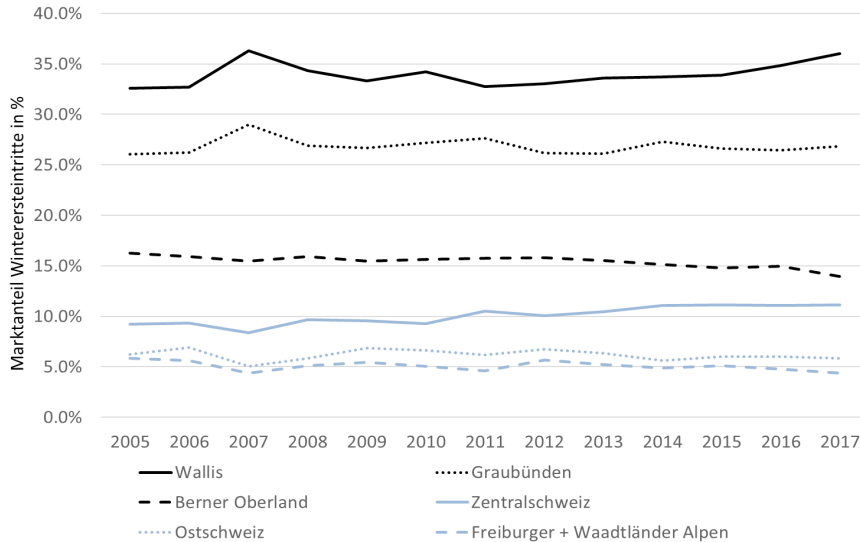
Das Wallis konnte im Winter 2016/17 um 2.3% an Ersteintritten zulegen. Am meisten verloren haben die Regionen Waadtland und Freiburg (-8.6%) sowie das Berner Oberland (-7.8%). Bereits im Vorjahr war zu beobachten, dass das Wallis deutlich besser abschnitt als die Westschweiz und das Berner Oberland. Eine mögliche Erklärung ist, dass die Walliser Destinationen höher über Meer liegen und damit als schneesicherer gelten. Bereits im schneearmen Winter 2006/07 war ein steigender Marktanteil für das Wallis (und auch für Graubünden) zu beobachten. 2016/17 dürfte auch die CHF 222 teure Wintercard (Saastaler Saisonabo) eine Rolle gespielt haben. Den Saastal Bergbahnen gelang mit der Wintercard eine Zunahme der Skierdays um 50%. Dies dürfte etwa einer Zunahme um 200'000 Skierdays entsprechen. Es ist davon auszugehen, dass der Grossteil der zusätzlichen Skierdays bei der Schweizer Konkurrenz abgeworben wurde. Aus geografischer Sicht wohl am stärksten in den Marktgebieten Wallis, Berner Oberland und Westschweiz. Zum Vergleich: Die absolute Zunahme der Walliser Skierdays betrug im Jahr 2016/17 173'000. Das Berner Oberland verlor um rund 250'000 Skierdays, die Westschweiz deren 88'000. Es wird sich in der nächsten Saison zeigen, ob die Berner Oberländer mit ihrem CHF 666 teuren Top4-Saisonabo (Adelboden/Lenk, Jungfrauregion, Gstaad, Hasliberg/Meiringen) dagegenhalten können. Auch die Waadtländer/Freiburger und Unterwalliser (insgesamt 25 Bergbahnunternehmen) setzen mit ihrem CHF 379 teuren Magic Pass ab der kommenden Saison auf ein Tiefpreisangebot.

Abbildung 3 zeigt, dass sich die Marktanteile der Schweizer Regionen seit 2010/11 nicht stark verschoben haben, mit Ausnahme der vorhin erwähnten leichten Zugewinne des Wallis. Dies wohl zulasten vom Berner Oberland und von der Westschweiz. Leicht zulegen konnte auch die Zentralschweiz, was wohl vor allem auf eine zunehmende Anzahl Nicht-Wintersportler zurückzuführen ist (z.B. Titlis), welche zunehmend auch im Winter Ausflugsberge frequentieren.

«2016/17 dürfte auch die CHF 222 Franken teure Wintercard (Saastaler Saisonabo) eine Rolle gespielt haben.»

«Es wird sich in der nächsten Saison zeigen, ob die Berner Oberländer mit ihrem CHF 666 teuren Top4-Saisonabo dagegenhalten können.»

Abb. 3: Marktanteil Winterersteintritte nach Regionen



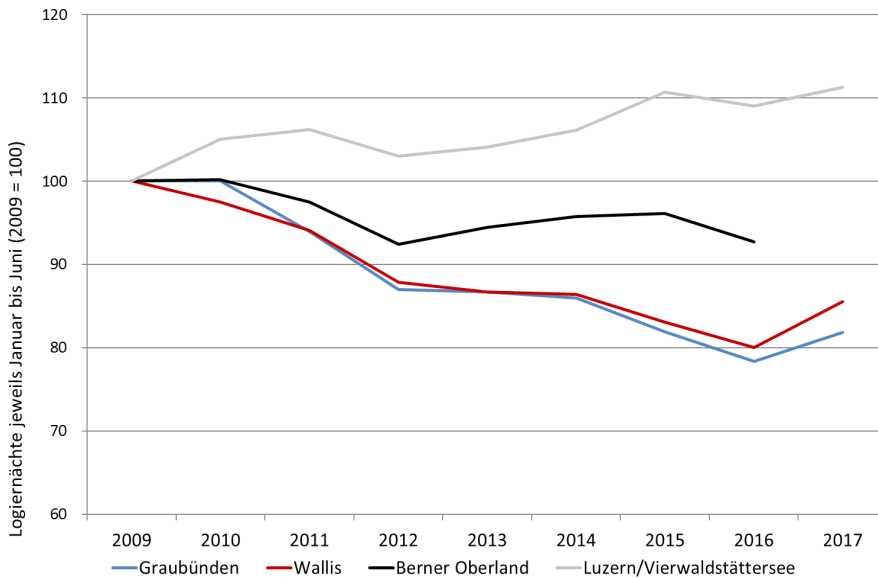
Quelle Daten bis 2015/16: Seilbahnen Schweiz. Es handelt sich um die Winterersteintritte von Bergbahnunternehmen, welche einen Pistenbetrieb unterhalten. Die Pilatus-Bahnen sind daher beispielsweise ausgeschlossen.

Die Zahlen für das Jahr 2016/17 wurden mit den am 30. Mai 2017 veröffentlichten Veränderungsdaten gegenüber der Vorsaison (Quelle: Seilbahnen Schweiz, Saison-Monitoring April 2017) berechnet. Nicht enthalten sind in der Abbildung die Regionen Jura und Tessin.

Eine leichte Erholung zeigt sich auch bei den Logiernächten. Wie bei den Skierdays konnte das Wallis im Jahr 2016/17 am stärksten zulegen. Auch an dieser Stelle dürfte der Saastaler Wintercard-Effekt eine Rolle spielen. Die Hotellerie in Saas Fee generierte im Winter 2016/17 gegenüber der Vorsaison rund 20'000 (+21%) Logiernächte mehr. Aber auch Zermatt erreichte ein beachtliches Wachstum von über 5% zusätzlichen Hotellogiernächten. Im Kanton Graubünden stiegen die Logiernächte 2016/17 um 1.9%. Deutlich zugelegt haben die Destinationen Davos (+5.2%) und Engadin/St. Moritz (+4%). Wobei in St. Moritz der Effekt der Ski-Weltmeisterschaft zu berücksichtigen ist. Im Januar und Februar stiegen die Logiernächte deutlich, im Rest der Saison waren sie jedoch rückläufig. Deutlich zweistellig an Logiernächten verloren haben die Regionen Surselva und Disentis/Sedrun. Diese sind im Quervergleich als wenig schneesicher bekannt. Zudem ist die Erreichbarkeit relativ schlecht. Die Probleme zeigen sich etwa im Geschäftsbericht der Bergbahnen Disentis und der Sportbahnen Vals. In den letzten beiden Geschäftsjahren resultierte bei beiden ein negatives EBITDA. In der Region Piz Mundaun/Obersaxen soll der Rückstau bei der technischen Beschneidung in den nächsten Jahren mit Investitionen von rund CHF 19 Mio. beseitigt werden. Zur Finanzierung will man eine Infrastrukturgesellschaft (Infra Mundaun AG) gründen, an welcher sich die Gemeinden finanziell beteiligen und für die aufzunehmenden Bankfinanzierungen bürgen.

«Eine leichte Erholung zeigt sich auch bei den Logiernächten.»

Abb. 4: Logiernächteentwicklung Hotellerie nach Regionen (jeweils Januar bis Juni)



Quelle: Bundesamt für Statistik

Ein Blick auf die einzelnen Monate der Wintersaison 2016/17 zeigt, dass der praktisch «naturschneefreie» Dezember sehr schlecht war. Aufgrund der schlechten Weihnachten und der unbeliebten späten Ostertage ist es eigentlich noch erstaunlich, dass sich die Logiernächte derart positiv entwickelten. Der Winter 2016/17 war einer der trockensten aller Zeiten, was den Bergbahnen natürlich in Form vieler Sonnentage zugute kam.

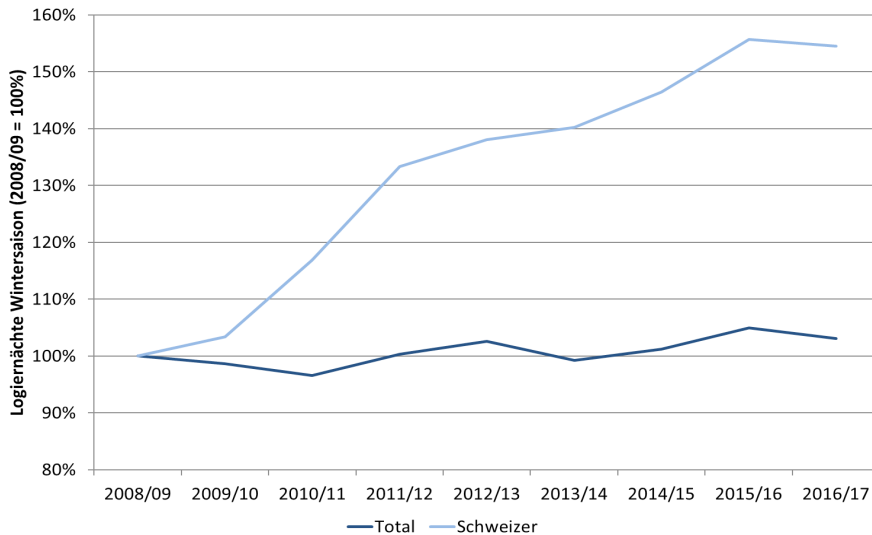
Dass sich die Zentralschweiz über die letzten Jahre derart gut entwickelt hat, dürfte in erster Linie an der zunehmenden Anzahl interkontinentaler Gäste in Luzern und Engelberg liegen. Zum anderen spielt aber auch eine Rolle, dass die Zentralschweizer Bergbahnen im Vergleich zu den übrigen Regionen deutlich stärker von Tagesgästen abhängig sind. Die Euro-Problematik schlägt daher etwas weniger stark durch. Im Berner Oberland ist der Effekt ähnlich. Nur konnten interkontinentale Ausflugs Gäste, welche Interlaken oder beispielsweise Grindelwald besuchen, das Minus der Wintersportler nicht auffangen.

In den letzten Jahren hat eine bedeutende Gästeabwanderung von der Schweiz in Richtung Österreich stattgefunden. Abbildung 5 zeigt die Entwicklung der Logiernächte in den Bundesländern Tirol und Vorarlberg. Die Anzahl der gesamten Logiernächte (nur Wintersaison) ist in den beiden österreichischen Bundesländern seit 2008/09 leicht angestiegen. Die zwei höchsten Werte wurden in den letzten beiden Wintersaisons 2015/16 und 2016/17 erreicht. Kräftig gewachsen sind über die letzten 10 Jahre die von Schweizern im Tirol und Vorarlberg generierten Logiernächte (+54%). 2016/17 resultierte zum ersten Mal kein weiteres Wachstum. Der Rückgang fiel allerdings mit 0.5% (Vorarlberg) bzw. 1% (Tirol) sehr gering aus.

«Der Winter 2016/17 war einer der trockensten aller Zeiten, was den Bergbahnen natürlich in Form vieler Sonnentage zugute kam.»

«In den letzten Jahren hat eine bedeutende Gästeabwanderung von der Schweiz in Richtung Österreich stattgefunden.»

Abb. 5: Entwicklung der Logiernächte im Tirol und Vorarlberg (Wintersai-



Quelle: Tirol Tourism Research, Landesstelle für Statistik Vorarlberg

Ob die leichten Zugewinne in der Schweizer Hotellerie in Verbindung stehen mit den leicht rückläufigen Übernachtungen in Österreich, und ob ein Trendwechsel in Sicht ist, wird sich in den folgenden Jahren zeigen müssen. Für einen Schweizer Franken zahlt beispielsweise ein deutscher Gast aktuell (27. September 2017) 88 Euro-Cents. Vor einem Jahr kostete der Franken noch 91.7 Euro-Cents. Die Sechstageskarte in St. Moritz (CHF 376) ist damit innert einem Jahr um 16 Euro bzw. um 4% günstiger geworden. Nichtsdestotrotz sind die Sechstagespässe in St. Anton oder Serfaus immer noch um fast 20% günstiger als in St. Moritz. Weiter gilt es zu bedenken, dass die Ausgaben für den Skipass in Relation zu den Gesamtkosten von Skiferien relativ tief sind. Tabelle 1 zeigt für ein ausgewähltes Beispiel, dass der Anteil des Skipasses an den Gesamtkosten rund 20% beträgt. Bei Übernachtung in einem Viersternehotel würde der Anteil um rund 3 Prozentpunkte fallen. In der Übersicht ist auch der Preis für die Skimiete enthalten. Es gilt zu berücksichtigen, dass die Skiausrüstung auch bei der Verwendung von eigenem Material einen bedeutenden Kostenfaktor darstellen kann. Sehr stark zu Buche schlagen die Kosten für Essen und Trinken. Und gerade in diesem Bereich dürften die Preisunterschiede zum Ausland am grössten sein. Dies zeigt sich beispielsweise am sogenannten Big-Mac-Index. Im Juli 2017 kostete ein Big-Mac in der Schweiz im Durchschnitt 6.74 US-Dollar, in Frankreich 4.68 US-Dollar und in Österreich 3.88 US-Dollar.

«Ob die leichten Zugewinne in der Schweizer Hotellerie in Verbindung stehen mit den leicht rückläufigen Übernachtungen in Österreich, und ob ein Trendwechsel in Sicht ist, wird sich in den folgenden Jahren zeigen.»

Tabelle 1: Kosten pro Person für Ski-Kurzferien in einem Drei-Sterne-Hotel (im Doppelzimmer) in Mürren/Schilthorn

Freitag 16. Februar - Samstag 18. Februar 2018					
Drei Tage Skifahren / Zwei Übernachtungen				Discount Skiticket	30.0%
	Gesamt	Ein Tag p.p	In %	Anteil Skipass am Total	14.6%
Skipass	169.0	56.3	19.6%		
Verpflegung	330.0	110.0	38.2%		
Anreise	70.0	23.3	8.1%		
Hotel ***	199.0	66.3	23.1%		
Skimiete Basic	95.0	31.7	11.0%		
Total	768.0	287.7	100.0%	Reduktion Total Kosten	-5.9%

Quelle: Preise online abgefragt am 10. Mai 2017

Wie bereits erwähnt, setzen einige Bergbahnen zur Gewinnung von neuen Gästen auf Tiefpreisstrategien. Dazu gehören bspw. Saas Fee mit der Wintercard (CHF 222) oder 25 Walliser- und Westschweizer Destinationen mit dem Magic Pass für CHF 379 (u.a. Crans Montana, Grimentz/Zinal, Leysin, Villars-Gryon). Angenommen, diese Aktionen rabattieren den Skipass mit ca. 30%. In diesem Fall würde der Anteil des Skipasses an den Gesamtkosten im Beispiel aus Tabelle 1 von rund 20% auf 15% fallen. Die Gesamtkosten des Aufenthalts würden mit dem günstigeren Ticket gerade mal um 6% fallen. Der Effekt einer Rabattierung des Skipasses dürfte daher zur Abwerbung von Skigästen der ausländischen Konkurrenz eher gering sein. Effektiver sind die Angebote sicherlich zur Abwerbung von Gästen bei der Schweizer Konkurrenz.

Ob sich der Euro gegenüber dem Schweizer Franken weiter aufwerten kann, ist unklar. Neben der konjunkturellen Entwicklung im Euroraum dürfte auch der EUR/USD Wechselkurs und damit die US-Politik rund um Donald Trump von Bedeutung sein. Zudem können geopolitische Konfliktherde wie etwa in Nordkorea oder in ex-sowjetischen Ländern die Bedeutung des Frankens als Fluchtwährung wieder verstärken. Die jüngste Aufwertung des Euro ist sicherlich ein positives Signal und wird der Schweiz einige zusätzliche Gäste bringen. Insbesondere Schweizer könnten wieder vermehrt in der Schweiz Wintersportferien machen. Für eine Erholung im grösseren Stil bzw. für eine Rückkehr vieler deutscher Gäste müsste sich der Schweizer Franken jedoch sicherlich noch mehr abwerten.

Neben dem Wechselkurs sind Wetter und der Schnee sehr entscheidend für Ertrag und Cashflow der Bergbahnen. In den letzten zwei Jahren hat es «Frau Holle» nicht sehr gut mit den Bergbahnen gemeint. Im sehr wichtigen Weihnachtsgeschäft war die Naturschneelage äusserst prekär. 2016/17 war das Timing der Schneefälle sehr schlecht. In tiefen Lagen des Alpennordhanges fielen zwei der grössten Niederschlagsmengen Mitte November und Ende April. Föhn und Regen liessen den eigentlich optimalen frühen Wintereinbruch bis in Höhen deutlich über 2000 Meter innert Kürze verschwinden. Die Niederschläge Ende April waren für fast alle Bergbahnen und auch für die meisten Wintersportler zu spät. Da Wetterlagen (Föhn, Bise, Nordweststaulagen etc.) im Winter mehr oder weniger zufällig anfallen sollten, ist etwas Wetterglück notwendig. Es hat sich nämlich in den Vorjahren schon gezeigt, dass das Weihnachtsgeschäft stark von einzelnen Wetterereignissen (Kälteperiode, Grossniederschlag) abhängig ist.

«Die Gesamtkosten des Aufenthalts würden mit dem günstigeren Ticket gerade mal um 6% fallen.»

«Die jüngste Aufwertung des Euros ist sicherlich ein positives Signal und wird der Schweiz einige zusätzliche Gäste bringen.»

2006/07 war ebenfalls ein sehr schneearmer, milder Winter mit spätem Wintereinbruch. Ein Vergleich der Winterverkehrserträge 2006/07 vs. 2016/17 zeigt, dass nicht nur, aber insbesondere Bergbahnen mit etwas tiefer gelegenen Gebieten (z.B. Lenk, Wildhaus, Sattel Hochstuckli etc.) 2016/17 deutlich höhere Erträge generieren konnten. Dafür ist wohl der Ausbau der technischen Beschneigung verantwortlich. Hohe Temperaturen setzen dem Beschneien zwar Grenzen, teilweise reichen jedoch wenige kalte Tage zur Öffnung von Pisten. Gerade in tief gelegenen, schattigen Lagen, welche von Kaltluftseen profitieren, kann die technische Beschneigung wirkungsvoll sein. Insbesondere zwischen Weihnachten und Neujahr kann es finanziell sehr entscheidend sein, ob eine Piste drei oder vier Tage früher oder später in Betrieb genommen werden kann. Ein weiterer Unterschied zu 2006/07 könnte sein, dass die Bergbahnunternehmen vermehrt in Sommerattraktionen investieren, welche dann auch in schneefreien Winterzeiten in Betrieb genommen werden können. Eine hohe Anziehungskraft für Ausflugs-gäste kann daher auch im Winter von Vorteil sein. Das Gute daran ist, dass schneearme Perioden in der Regel viele Sonnentage aufweisen.

1.2 Ausflugs-geschäft

Das Geschäft mit interkontinentalen Gästen, insbesondere aus Asien, ist in den letzten Jahren massiv gewachsen. Am meisten profitiert haben davon die Region Interlaken mit den Jungfrau- und Schilthornbahnen sowie die Region Luzern mit den Pilatus-, Rigi- und Titlisbahnen. Die erwähnten Bergbahnunternehmen konnten den rückläufigen Trend bei den europäischen Gästen mit interkontinentalen Besuchern mehr als kompensieren. Die Ausflugs-touristen verbessern die Auslastung, was zu steigenden Erträgen und aufgrund der hohen Fixkosten zu stark überproportionalen Gewinnsteigerungen geführt hat. Ebenfalls stark im Geschäft mit asiatischen Gästen ist Zermatt (Gornergrat und Klein Matterhorn), welches jedoch mehr auf den Individual- als auf den Gruppengast setzt. Im Vergleich zum Wintersportgeschäft ist das Ausflugs-geschäft in Zermatt in einer relativen Betrachtung noch deutlich weniger bedeutend als im Berner Oberland oder in der Zentralschweiz. Dies liegt aber auch daran, dass Zermatt nach wie vor sehr stark im europäischen Wintersportmarkt positioniert ist.

Abbildung 6 zeigt die Entwicklung der Logiernächte in der Schweizer Hotellerie. Die Anzahl der asiatischen Gäste hat sich seit 2006 mehr als verdoppelt. Die Anzahl der von Japanern generierten Logiernächte ist deutlich zurückgegangen. Die chinesischen Gäste haben ein Wachstum von 450% erreicht. Die Logiernächte europäischer Gäste (ohne Schweiz) ist seit 2006 um rund 22% gefallen. Die Märkte Deutschland und Niederlande haben überdurchschnittlich verloren. Die Verluste aus dem Markt Grossbritannien sind leicht unterdurchschnittlich.

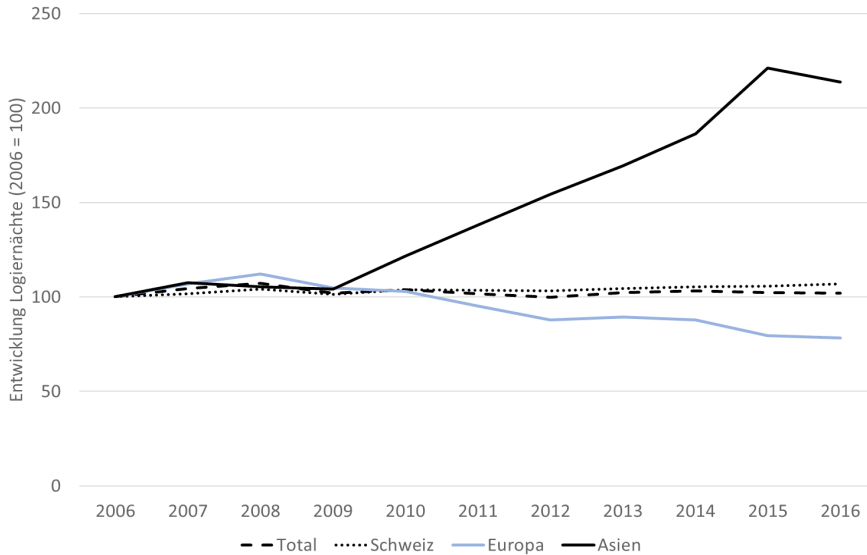
«Hohe Temperaturen setzen dem Beschneien zwar Grenzen, teilweise reichen jedoch wenige kalte Tage zur Öffnung von Pisten.»

«Ein weiterer Unterschied zu 2006/07 könnte sein, dass die Bergbahnunternehmen vermehrt in Sommerattraktionen investieren, welche dann auch in schneefreien Winterzeiten in Betrieb genommen werden können.»

«Das Geschäft mit interkontinentalen Gästen ist in den letzten Jahren massiv gewachsen.»

«Die Anzahl der asiatischen Gäste hat sich seit 2006 mehr als verdoppelt.»

Abb. 6: 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.

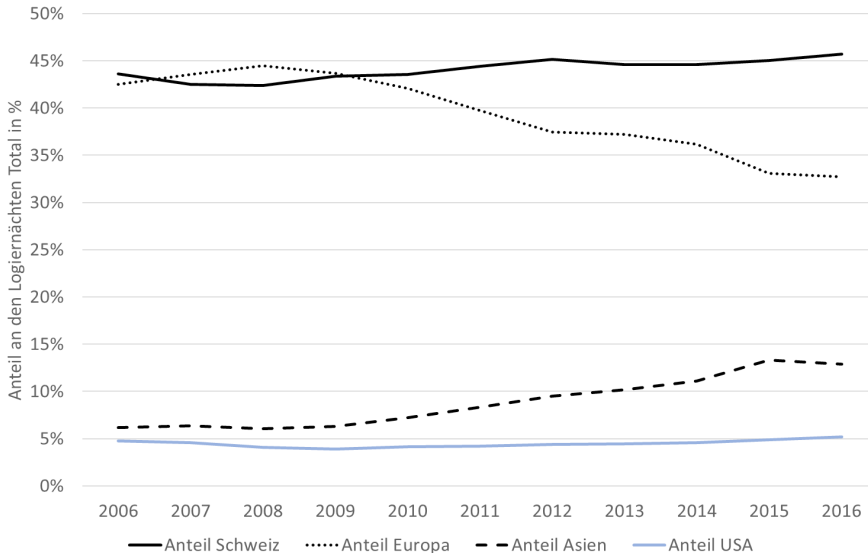
Der Höchstwert an Logiernächten resultierte im Jahr 2008 (37.3 Mio.). Seither sind die Logiernächte kontinuierlich gefallen, insgesamt um ca. 1.8 Mio. bzw. um 5%. Der Zuwachs der asiatischen Gäste konnte den Rückgang europäischer Gäste leider bei weitem nicht kompensieren. Gegenüber 2006 gingen insgesamt 5 Mio. Übernachtungen von europäischen Gästen verloren. Dem stehen die folgenden Zugewinne gegenüber: Asien (2.3 Mio.), Schweiz (0.4 Mio.), USA (0.3 Mio.), übrige (0.2 Mio.). Mit rund 40% machen die Chinesen den grössten Anteil am asiatischen Zuwachs aus. Ebenfalls sehr bedeutend sind die Golfstaaten (24%), Indien (12%) und Korea (9%). Zunehmend wichtig werden auch bspw. Thailand oder Indonesien.

Abbildung 7 zeigt die Verteilung der Marktanteile in der Schweizer Hotellerie. Vor zehn Jahren machten Schweizer und Europäer je knapp 45% der Logiernächte aus. Der Marktanteil der Schweizer ist leicht angestiegen. Der Anteil der Europäer ist auf 33% gefallen. Die Asiaten haben ihren Anteil verdoppelt. Trotzdem liegt der Marktanteil «nur» bei 14%. Europäische Gäste waren und sind relativ gut über die Schweiz verteilt. Die asiatischen Gäste sind jedoch stark auf einige Hotspots konzentriert. Bei den indischen Gästen dürften deutlich mehr als die Hälfte der Logiernächte in den Regionen Zürich, Interlaken und Luzern/Vierwaldstättersee/Engelberg anfallen, wobei letztere einen Marktanteil von ca. 25% aufweist. Von den Koreanern fallen 25% der Logiernächte in Interlaken an. Jene Regionen, welche am meisten unter den Verlusten europäischer Gäste leiden (z.B. Graubünden), profitieren kaum vom asiatischen Boom.

«Die asiatischen Gäste sind stark auf einige Hotspots konzentriert.»

«Jene Regionen, welche am meisten unter den Verlusten europäischer Gäste leiden, profitieren kaum vom asiatischen Boom.»

Abb. 7: Marktanteile Schweizer Hotellerie (Gesamtjahr)



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

Das Jahr 2016 hat den Bergbahnen nun bei den asiatischen Gästen, insbesondere bei den Chinesen, einen Dämpfer gebracht. Im Segment «Jungfrauoch» hat die Jungfraubahn 2016 einen Rückgang des Verkehrsertrags um 7.6% hinnehmen müssen. Bei den Titlisbahnen führte ein um 22% rückläufiger Ertrag aus Gruppenreisen zu einer Abnahme des Gesamtverkehrsertrags 2015/16 um 11.5%. Diese Rückgänge sind allerdings etwas zu relativieren. Zum einen sind die Erträge der beiden Unternehmen in den Vorjahren kräftig gestiegen. Zum anderen erzielten 2016 beide den zweithöchsten Verkehrsertrag ihrer Geschichte. Auch die Pilatus-Bahnen verzeichneten 2016 bei den Gruppenreisen ein Minus von rund 20%. Es gelang jedoch, diese Einbussen mit Individualreisenden aus der Schweiz, Europa und Amerika zu kompensieren. Geholfen hat dabei das schöne Wetter. Zur Kompensation des Rückgangs an chinesischen Gruppengästen waren etwa vier bis fünf Schönwetter-Spitzentage notwendig. Die Schilthornbahn konnte die Anzahl der chinesischen Gäste im Jahr 2016 sogar halten. Gegenüber den bereits erwähnten Konkurrenten hat die Schilthornbahn auf dem chinesischen Markt noch eine deutlich schwächere Marktdurchdringung. Entsprechend war es 2016 möglich, die generell schwächere Nachfrage von bestehenden Kunden aus China durch Neukunden aus China zu kompensieren. Das heisst, bestehende Kunden bzw. Reiseveranstalter brachten weniger Gäste als 2015, was jedoch mit der Akquisition von neuen Kunden kompensiert werden konnte.

Verantwortlich für die rückläufige Anzahl chinesischer Gäste war in erster Linie die Terrorgefahr. Hinzu kam 2016 die Knappheit an Visa-Centern, welche die ab 2016 für den Eintritt in den Schengen-Raum benötigten biometrischen Visa ausstellen konnten. Es zeigte sich, dass Terroranschläge dazu führen, dass Reisepläne innert Wochenfrist geändert werden und es zu Annullationen kommt. Umgekehrt erfolgt eine Beruhigung der Lage erst, wenn es wieder vier bis fünf Monate ruhig bleibt. Der chinesische Markt war 2016 weitaus am stärksten

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

«Es zeigte sich, dass Terroranschläge dazu führen, dass Reisepläne innert Wochenfrist geändert werden und es schnell zu Annullationen kommt.»

betroffen. Die Logiernächte chinesischer Gäste fielen in der Schweiz um 18%. Indische, koreanische und thailändische Gästezahlen stiegen hingegen um 1%, 7% bzw. 15%. Dies zeigt, dass die Diversifikation der Gästegruppen auch innerhalb der asiatischen Märkte von hoher Bedeutung ist.

Im Vergleich zum Vorjahr 2016 ist die Problematik der beschränkten Verfügbarkeit von Centern zur Ausstellung von Schengen-Visa weitgehend entschärft. Die Bedrohung bzw. Gefahr durch Terrorismus ist zwar unverändert. Was sich für das Reiseverhalten der asiatischen Gruppen jedoch positiv auswirken könnte, ist, dass Frankreich gegenüber 2015 und 2016 etwas weniger im Fokus liegt. Sehr viele Gruppen sind auf der Route Italien-Schweiz-Paris unterwegs. Wahrscheinlich kann man auch davon ausgehen, dass sich Reisende langsam an die Terrorbedrohung gewöhnen werden. Für das Jahr 2017 zeichnet sich ab, dass die «Mini-Krise» bei den chinesischen Gästen (zumindest vorübergehend) wieder vorbei ist. Im ersten Halbjahr sind die Logiernächte der Chinesen schweizweit wieder um 12% gestiegen. Sie haben fast wieder das Niveau des bisherigen Rekordjahres 2015 erreicht. Noch deutlich stärker zugelegt haben im ersten Semester 2017 die folgenden Nationen: Indien (+24%), Indonesien (+38%), Thailand (+24%) sowie Korea (+35%). Diese Entwicklung beflügelt auch die Ausflugsbergbahnen. Die Titlisbahnen erreichten im ersten Semester 2017 einen neuen Besucherrekord sowie eine Ertragssteigerung um 10%, in den Monaten Mai und Juni gar eine Steigerung um 18%. Auf dem Jungfrauoch stiegen die Ankünfte im ersten Halbjahr sogar um 23.5%, der Verkehrsertrag stieg um 16.8%. Die BVZ Holding erreichte mit der Gornergratbahn ebenfalls ein hohes Ertragswachstum von 20%. Im Glacier Express stieg die Anzahl der Reisenden um 15% an. Auf Rekordkurs per Ende Sommer sind auch die Pilatus-Bahnen sowie die Schilthornbahn. Die Rigi-Bahnen weisen per Ende August einen gegenüber dem Rekordjahr 2015 um rund 12% höheren Ertrag aus.

Für Aufsehen sorgte 2016 die UBS-Bergaktion «für 10 Franken auf den Berg». UBS-Kunden konnten 35 Ausflugsberge für je CHF 10 besuchen. Mit Ausnahme des Jungfrauoch und des Titlis waren die meisten der bekannten Ausflugsberge in die Aktion der UBS integriert. Der Schilthornbahn hat die Aktion beispielsweise 37'000 Ersteintritte gebracht. Der Durchschnittsertrag pro UBS-Eintritt auf der Luftseilbahn lag bei ca. CHF 40 und entsprach somit etwa dem Halbtax-Tarif. Damit übt die Promotion sicherlich einen negativen Einfluss auf den Verkehrsertrag je Eintritt aus. Es gilt jedoch auch, die Ausgaben der UBS-Kunden in den Shops und Gastronomiebetrieben zu berücksichtigen. Auch die Pilatusbahnen waren zufrieden mit der UBS-Aktion. Dank der Aktion sind wohl einige Gäste auf Pilatus-Kulm gereist, welche sonst nur bis zur Mittelstation gefahren wären. Negative Auswirkungen auf den Ertrag je Gast werden dadurch abgeschwächt.

Die letzten Wintersaisons waren, wie bereits erwähnt, nicht so vom Wetter begünstigt. Für die letzten Sommersaisons (2015, 2016 und auch 2017) trifft wohl gerade das Umgekehrte zu. Das schöne und teilweise heisse Wetter bringt den Bergbahnen Gäste und Ertrag. Dass der Sommer eine steigende Bedeutung erlangt, zeigt sich auch in den Geschäftszahlen der Bergbahnen. Es gilt jedoch zu berücksichtigen, dass der steigende Sommerertragsanteil auch die Folge der rückläufigen Wintereinnahmen ist. Die Stoos Bergbahnen erzielten beispielsweise im Geschäftsjahr 2016/17 auf den Zubringern erstmals mehr Sommer- als

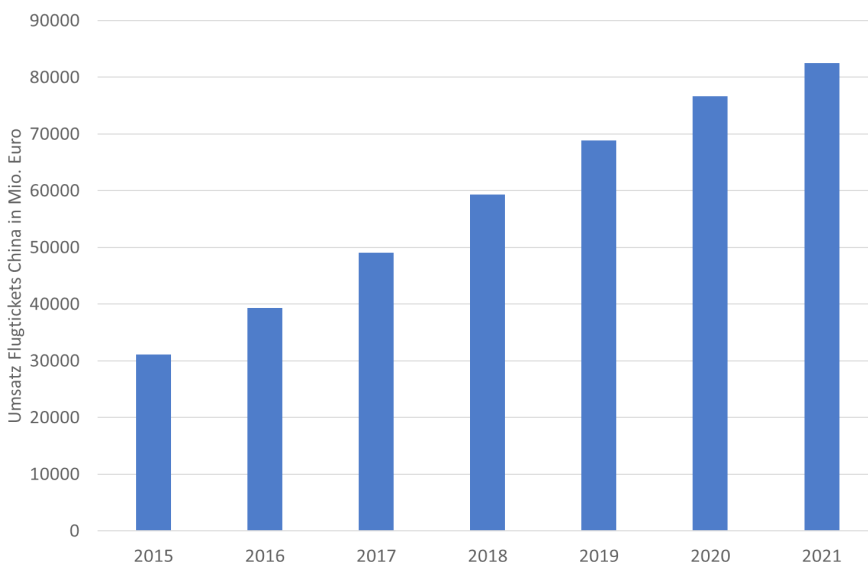
«Für das Jahr 2017 zeichnet sich ab, dass die «Mini-Krise» bei den chinesischen Gästen zumindest vorübergehend wieder vorbei ist.»

«Dass der Sommer eine steigende Bedeutung erlangt, zeigt sich auch in den Geschäftszahlen der Bergbahnen.»

Winterfrequenzen (teilweise begünstigt durch die UBS-Aktion). Auch beispielsweise die Bergbahnen Sattel-Hochstuckli haben ein relativ ausgeglichenes Sommer-Winter-Verkehrsertragsverhältnis. Da der Anteil der Nicht-Wintersportler in den letzten schlechten Wintern zugenommen hat, ist bei vielen Bergbahnunternehmen der Nicht-Wintersport-Ertragsanteil grösser als der Sommerverkehrsertragsanteil. Auch grosse Wintersportdestinationen wie etwa Davos oder Lenzerheide konnten sich über die letzten Jahre betreffend Sommerersteintritten deutlich verbessern. In Relation zum Jahresertrag sind die Sommeranteile jedoch gering. Hinzu kommt, dass viele Bergbahnen, vor allem in Graubünden, im Kampf um die Feriengäste auf «Bergbahn Inklusive-Angebote» setzen. Im angebotenen Übernachtungspreis des Beherbergers ist der Transport mit den Bergbahnen ab beispielsweise zwei Übernachtungen inklusive. Um im Wettbewerb mit den Österreichern mithalten zu können sind diese Angebote wohl in vielen Destinationen eine Notwendigkeit. Sämtliche Leistungsträger innerhalb der Destination profitieren davon. Der Durchschnittsertrag der Bergbahn je Eintritt dürfte allerdings relativ gering sein.

Die Ausgaben der Chinesen für Flugtickets sollen bis im Jahr 2021 durchschnittlich um 14% jährlich wachsen. Abbildung 8 zeigt die erwartete Entwicklung bis 2021. Es ist davon auszugehen, dass weiteres Wachstum auch nach 2021 anhält. Derzeit gibt es in China rund 200 Flughäfen. Bis 2025 sollen mehr als 100 zusätzliche Flughäfen entstehen. Für den Schweizer Markt ist in Zukunft mit Sicherheit mit einem weiteren Wachstum aus China zu rechnen, auch wenn sich die Reisepläne der Chinesen aufgrund der Terrorbedrohung wieder etwas weg von Europa verändern.

Abb. 8: Erwartete Ausgaben für Flugtickets in China



Quelle: www.statista.de

«Hinzu kommt, dass viele Bergbahnen im Kampf um Feriengäste auf «Bergbahn Inklusive-Angebote» setzen.»

«Für den Schweizer Markt ist in Zukunft mit Sicherheit mit einem weiteren Wachstum aus China zu rechnen.»

Noch höhere Wachstumsraten werden für die (allerdings volumenmässig deutlich kleineren) Märkte wie Thailand, Indonesien oder Vietnam erwartet. In Indien beträgt die durchschnittliche Wachstumsrate für Flugticketausgaben 2017-2021 11.6%. Da die derzeitigen Hotspots in den Hauptreisezeiten, welche über die letzten Jahre immer mehr Monate umfassen, nahe an ihren Kapazitätsgrenzen operieren, werden diese das erwartete Wachstum auf lange und mittlere Frist kaum alleine bewältigen können. Wachstumsoptionen bestehen vor allem in Randzeiten sowie in den Wintermonaten. Mit der Schaffung von neuen Attraktionen werden die Aufenthaltskapazität zwar erhöht und die Gästeströme besser verteilt. Nichtsdestotrotz dürfte der Platz langsam knapp werden. Es stellt sich daher die Frage, welche Bergbahnunternehmen von diesem Effekt zukünftig profitieren könnten. Es ist davon auszugehen, dass nicht nur die Anzahl von Gruppenreisen steigt, sondern dass auch immer mehr Gäste als Individualreisende unterwegs sind. Unterstellt man, dass diese etwas weniger unter Zeitdruck stehen als die Gruppen, könnten etwas entlegene Gebiete profitieren. So zum Beispiel das Oberengadin, Saas Fee, das Aletschgebiet oder Gebiete in Mittelbünden. Die Entwicklung dürfte allerdings langsam voranschreiten. Die Entwicklung im erfolgreichen Zermatt zeigt, dass asiatische Gäste auch in weniger gut erreichbare Talschaften kommen, wenn das Produkt stimmt. Das Produkt von Zermatt ist natürlich einzigartig, was hilft. 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 bzw. 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. Nicht zu vernachlässigen ist jedoch auch das Potenzial von Bergdestinationen in den benachbarten Ländern.

Dass mehr asiatische Gäste die Schweiz individuell bereisen, zeigt auch die Entwicklung beim Swiss Travel Pass (STP «Touristen GA»). Im Jahr 2016 stieg der Absatz von STP um 10.7%. Die bedeutendsten Gästegruppen sind: China, Korea und Indien. Auf den Rigi-Bahnen ist der STP schon seit Jahren zu 100% akzeptiert (d.h. freie Fahrt mit dem STP). Seit Anfang 2017 akzeptieren auch die Pilatus-Bahnen den STP zu 100%. Die Gästeanzahl mit STP ist im Jahr 2017 mehrfach stärker als angenommen gestiegen. Da die Pilatus-Bahnen in den Sommermonaten ohnehin mit Kapazitätsengpässen konfrontiert sind, war die Anzahl der Gäste mit STP zu gross, um die Ausflugsqualität noch halten zu können. Ab 1. Januar 2018 wird der STP daher wieder wie früher «nur» noch zu einer 50%-Ermässigung berechtigen, wie dies bei den meisten Bergbahnen ebenfalls der Fall ist. Den umgekehrten Weg geht 2018 die Schilthornbahn, welche den STP neu zu 100% akzeptieren wird.

«Mit der Schaffung von neuen Attraktionen werden die Aufenthaltskapazität erhöht und die Gästeströme besser verteilt.»

Teil 2: Die finanzielle Situation der Branche

2.1 Stichprobe und Benchmark

Die Stichprobe setzt sich – je nach Auswertung – aus 36 bis 48 Bergbahnunternehmen zusammen. Voraussetzung für eine Aufnahme ist erstens eine öffentlich zugängliche Jahresrechnung und zweitens ein Umsatzerlös von mehr als einer Million Franken. Die Stichprobe wurde per Ende September 2017 erhoben. In 21 Fällen (44%) liegt eine Jahresrechnung mit Abschluss im Frühling 2017 vor. Per Dezember 2016 liegen 12 Fälle vor (25%). In sechs Fällen (13%) liegt eine Jahresrechnung mit Abschluss im Herbst 2016 vor. In den übrigen 18% liegt nur eine Jahresrechnung per Frühling 2016 vor, d.h. der Abschluss 2016/17 ist noch nicht öffentlich verfügbar. Der sehr schlechte Dezember 2016 ist folglich «nur» in den Zahlen von rund 73% der analysierten Unternehmen enthalten. Der Rest der Saison 2016/17 «nur» in 44% der Fälle. Da die Saison 2016/17 verbreitet schlecht war, zeigt die vorliegende Auswertung der aktuellen Zahlen ein «etwas zu positives Bild». Diesem Problem wird teilweise dadurch Rechnung getragen, dass die meisten Auswertungen auf Fünfjahresdurchschnitten basieren. Insgesamt repräsentiert die Stichprobe (aktuellstes Jahr) einen Betriebsertrag von CHF 1.1 Mrd. sowie einen Verkehrsertrag von CHF 730 Mio. Damit dürfte wohl mehr als 90% des Branchenertrags repräsentiert sein. Insgesamt erzielten die analysierten Unternehmen im aktuellsten Jahr ein EBITDA von CHF 331 Mio. Der Wert der Infrastruktur (zu Anschaffungswerten) liegt bei CHF 7.7 Mrd. Die Anzahl der Transportanlagen beträgt 624 und repräsentiert damit ca. 25% bis 30% der Branche.

In der vorliegenden Studie werden verschiedene Kennzahlen zur Ertragslage und zur Verschuldungssituation ausgewertet. Einzelne Finanzgrössen müssen in Abhängigkeit der Geschäftsfelder (Verkehrsgeschäft, Gastronomie usw.) beurteilt werden. In diesen Fällen gibt es einen von der Ertragsstruktur abhängigen Benchmark. Die erhobenen Finanzzahlen werden als „genügend“ oder „ungenügend“ taxiert. Bei einigen Kennzahlen wird zusätzlich noch die Ausprägung „gut bis sehr gut“ verwendet. Falls der Wert „genügend“ nicht erreicht wird, ist die Existenz des Unternehmens nicht akut bedroht. „Genügend“ bedeutet, dass das Unternehmen in Zukunft anstehende Ersatzinvestitionen auf die lange Frist unter sonst gleichen Bedingungen in der Regel aus eigener Kraft bzw. ohne Aktienkapitalerhöhungen und Ausbau der Verschuldung finanzieren kann. Unternehmen mit einem Wert „gut bis sehr gut“ besitzen unter sonst gleichen Bedingungen auch grössere Spielräume für Erweiterungsinvestitionen und/oder Eigenkapitalausschüttungen.

2.2 Entwicklung Verkehrsertrag

Abbildung 9 zeigt die Entwicklung des Verkehrsertrags. Horizontal ist das Wachstum gegenüber dem Vorjahr abgebildet. Auf der vertikalen Achse ist das Wachstum gegenüber dem Zeitpunkt vor fünf Jahren abgebildet. In einer Fünfjahresperspektive sind sämtliche Ausflugsbergbahnen im Plus. Gegenüber dem Vorjahr weisen einige jedoch einen Rückstand auf, was weitgehend auf die rückläufige Anzahl Chinesen im Jahr 2016 zurückzuführen ist. Es gibt aber auch einige Bahnen mit klarem Fokus auf den Wintersport, welche im letzten Jahr

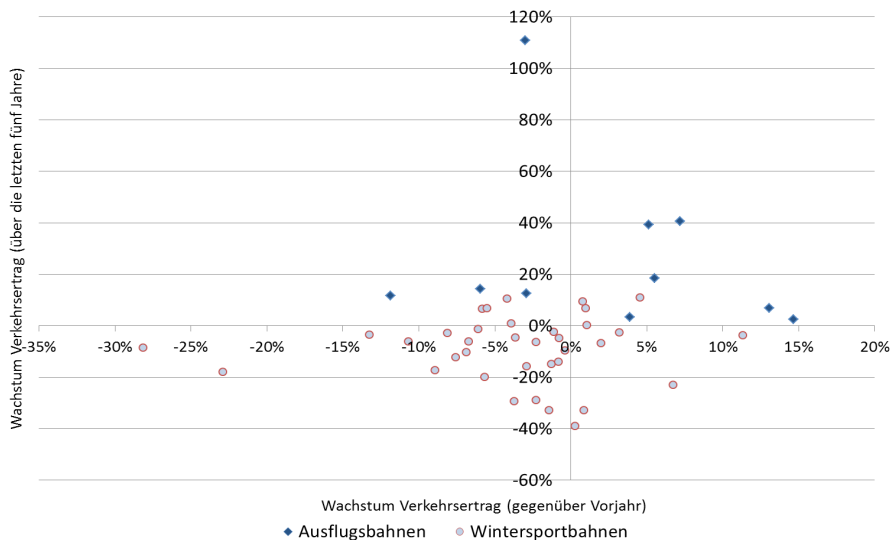
«Die Stichprobe setzt sich – je nach Auswertung – aus 36 bis 48 Bergbahnunternehmen zusammen.»

«Insgesamt repräsentiert die Stichprobe einen Betriebsertrag von 1.1 Mrd. CHF sowie einen Verkehrsertrag von 730 Mio. CHF.

«In einer Fünfjahresperspektive sind sämtliche Ausflugsbergbahnen im Plus.»

einen höheren Verkehrsertrag erreicht haben, sowohl gegenüber dem Vorjahr als auch gegenüber vor fünf Jahren. Gegenüber den Vorjahren wird der Rückstand auf den Fünfjahresdurchschnitt für viele Bahnunternehmen kontinuierlich kleiner. Dies liegt aber vor allem daran, dass der Fünfjahresdurchschnitt stets sinkt.

Abb. 9: Wachstum Verkehrsertrag



Quelle: Auswertungen Hochschule Luzern (Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ), basierend auf Geschäftsberichten. N=48.

2.3 Kosteneffizienz

Im fixkostenlastigen Bergbahngeschäft ist die Auslastung das A und O für den (finanziellen) Erfolg. Dabei sind zwei Arten von Auslastungen zu unterscheiden. Einerseits gilt es, die Anlagen während den Betriebszeiten bestmöglich auszulasten. Dann steht den grösstenteils fixen Kosten ein hoher Ertrag gegenüber. Andererseits ist es wichtig, dass die Anlagen über das Gesamtjahr möglichst lange beschäftigt werden können. In den viel beachteten Grössen Cashflow- und EBITDA-Marge schlägt sich vor allem die erste Auslastung nieder. Eine Sesselbahn, welche nur im Winter gut vier Monate im Betrieb ist, verursacht in den übrigen acht Monaten weder Kosten für Energie noch direkten Personalaufwand. Daher können auch wintersportlastige Bergbahnunternehmen teilweise hohe EBITDA-Margen ausweisen. Eine hohe Auslastung über das Gesamtjahr steigert die Fähigkeit, die fixen Abschreibungen und Finanzierungskosten zu finanzieren. Diese sind über das Jahr zu 100% fix und fallen unabhängig von der Gesamtjahresbeschäftigung an.

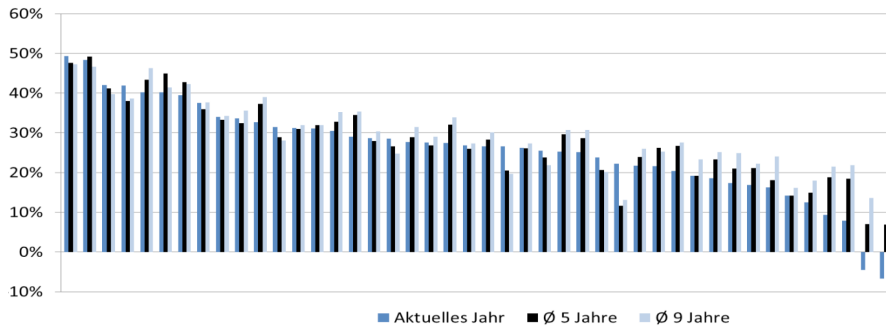
Abbildung 10 zeigt die EBITDA-Marge für 42 Unternehmen der Stichprobe. Aufgeführt sind aktueller Wert sowie Fünf- und Neunjahresdurchschnitt. Es fällt auf, dass die Bergbahnunternehmen mit hoher Marge (linke Seite) aktuell über dem Mehrjahresdurchschnitt oder zumindest nahe dran liegen. Für Unternehmen mit tiefer Marge (rechte Seite) trifft das Umgekehrte zu. Der aktuelle Wert liegt in einigen Fällen deutlich unter den Mehrjahresdurchschnitten. Es scheint, dass die «Schwachen» noch schwächer geworden sind. Die Starken konnten sich hingegen besser halten bzw. weiter verbessern.

«Im fixkostenlastigen Bergbahngeschäfts ist die Auslastung das A und O für den (finanziellen) Erfolg.»

«Es können auch wintersportlastige Bergbahnunternehmen teilweise hohe EBITDA-Margen ausweisen.»

«Es scheint, dass die Schwachen noch schwächer geworden sind.»

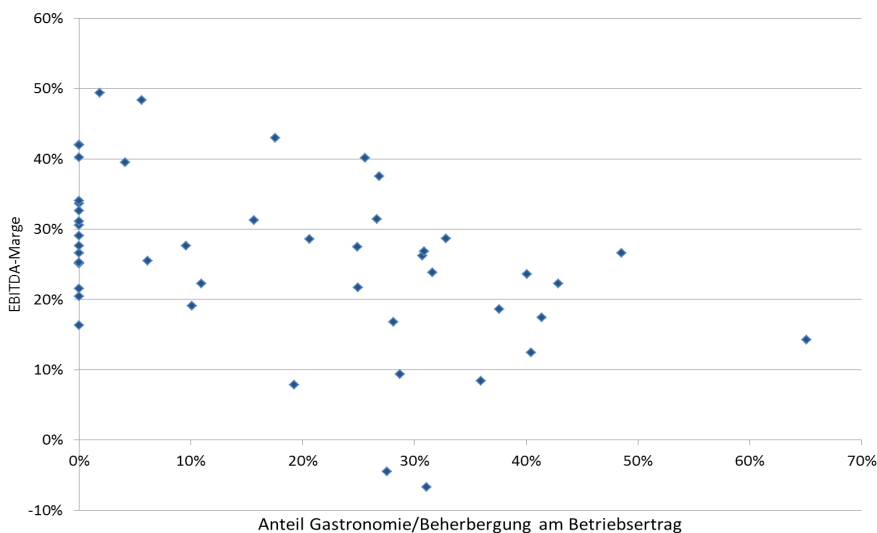
Abb. 10: EBITDA-Marge (aktuell, Fünfjahres-, Neunjahresdurchschnitt) der Grösse nach geordnet



Quelle: Auswertungen Hochschule Luzern (Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ), basierend auf Geschäftsberichten. N=42. Werte sind der Grösse nach (aktuelle Marge) geordnet.

Margen sind unbedingt in Abhängigkeit der Geschäftsfelder zu beurteilen. Das Gastronomiegeschäft ist aufgrund der hohen Waren- und Personalintensität im Vergleich zum Verkehrsgeschäft durch eine deutlich geringere EBITDA-Marge gekennzeichnet. Abbildung 11 zeigt aktuelle EBITDA-Marge und den Anteil des Gastronomiegeschäfts am Betriebsertrag. Es ist ein klarer negativer Zusammenhang zwischen EBITDA-Marge und Gastronomie-Anteil ersichtlich. Es zeigen sich jedoch auch sehr grosse Unterschiede zwischen Bahnen mit gleichem oder zumindest ähnlichem Gastronomie-Anteil. Für Unternehmen ohne Gastronomieaktivitäten können EBITDA-Margen zwischen 17% und 42% beobachtet werden, das heisst, von ungenügend bis sehr gut.

Abb. 11: EBITDA-Margen und Gastronomie-Anteil der Unternehmen der Stichprobe (aktuelle Werte)

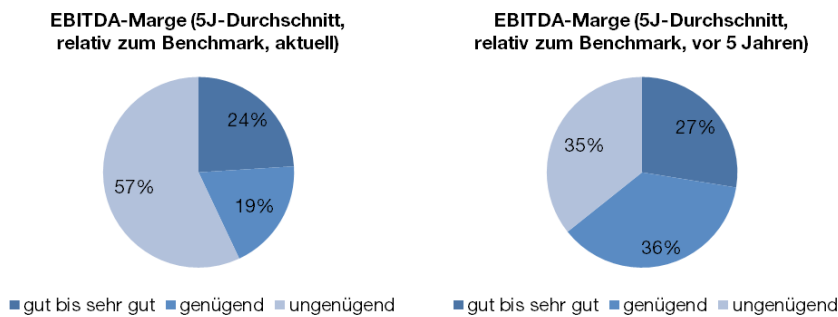


Quelle: Auswertungen Hochschule Luzern (Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ), basierend auf Geschäftsberichten. N=48.

«Es ist ein klarer negativer Zusammenhang zwischen EBITDA-Marge und Gastronomie-Anteil ersichtlich.»

Abbildung 12 zeigt die Anteile guter bis sehr guter, genügender und ungenügender EBITDA-Margen (im Fünfjahresdurchschnitt). Dabei werden die Margen gegenüber einem vom Geschäftsfeldermix abhängigen Benchmark definiert. Gegenüber einer Auswertung vor fünf Jahren ist der Anteil der ungenügenden Werte deutlich gestiegen. Es sei nochmals erwähnt, dass ein ungenügender Wert keine unmittelbare Existenzbedrohung darstellt. Ungenügende Werte deuten lediglich darauf hin, dass das Unternehmen Probleme haben wird zur (langfristigen) Sicherung der Investitionen aus eigener Kraft. Die Anzahl jener Unternehmen, welche eine gute bis sehr gute EBITDA-Marge aufweisen, ist gegenüber vor fünf Jahren fast konstant geblieben. Gegenüber der Auswertung vor einem Jahr haben sich nur sehr geringe Änderungen ergeben.

Abb. 12: EBITDA-Margen relativ zum Benchmark aktuell und vor 5 Jahren



Quelle: Auswertungen Hochschule Luzern (Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ), basierend auf Geschäftsberichten. N=42. Benchmark «genügend» («gut bis sehr gut»): Verkehr: 36% (40%), Verkehr (hauptsächlich Schienenbahnen): 30% (34%) Gastronomie: 12% (16%), übriges: 20% (24%).

2.4 Kapitaleffizienz, Kapitalrendite und Selbstfinanzierungspotenzial

Sowohl EBITDA- als auch Cashflow-Marge geben keine Auskunft darüber, wie effizient das eingesetzte Kapital im Unternehmen eingesetzt ist. Aufschluss darüber gibt der Kapitalumschlag, welcher das Kapital bzw. Vermögen in Relation zum Betriebsertrag setzt. In der vorliegenden Studie werden die Anschaffungswerte der Anlagen als Kapital bzw. Vermögen eingesetzt. Wie die EBITDA-Marge ist auch der Kapitalumschlag vom Geschäftsfeldermix abhängig. Unter sonst gleichen Bedingungen bindet die Gastronomie weniger Kapital als das Verkehrsgeschäft. Abbildung 13 zeigt die Anteile ungenügender, genügender und guter bis sehr guter Kapitalumschläge, relativ zu einem von den Geschäftsfeldern abhängigen Benchmark.

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

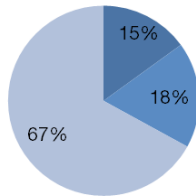
«Gegenüber einer Auswertung vor fünf Jahren ist der Anteil der ungenügenden Werte deutlich gestiegen.»

«Sowohl EBITDA- als auch Cashflow-Marge geben keine Auskunft darüber, wie effizient das eingesetzte Kapital im Unternehmen eingesetzt ist.»

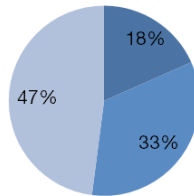
«Beim Kapitalumschlag wäre die Gegenmassnahme ein Infrastrukturabbau.»

Abb. 13: Kapitalumschlag relativ zum Benchmark aktuell und vor 5 Jahren

Kapitalumschlag (5J-Durchschnitt,
relativ zum Benchmark, aktuell)



Kapitalumschlag (5J-Durchschnitt,
relativ zum Benchmark, vor 5 Jahren)



■ gut bis sehr gut ■ genügend ■ ungenügend ■ gut bis sehr gut ■ genügend ■ ungenügend

Quelle: Auswertungen Hochschule Luzern (Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ), basierend auf Geschäftsberichten. N=39. Benchmark «genügend» («gut bis sehr gut»): Verkehr: 14% (11%), Verkehr (hauptsächlich Schienenbahnen): 12% (9%) Gastronomie: 25% (22%), übriges: 19% (16%).

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

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

Herkömmliche auf Buchwerten und Gewinnen nach Abschreibungen basierende Kapitalrenditen machen angesichts der verbreiteten OR-Jahresabschlüsse wenig Sinn. Stille Reserven würden die Aussagekraft für einige Bahnen stark verzerren. Bei der Marge sind Unternehmen ohne eigene Gastronomieaktivitäten im Vorteil. Beim Kapitalumschlag ist es gerade umgekehrt. Die Kapitalrendite als Produkt der beiden Grössen ist daher deutlich weniger abhängig vom Geschäftsfeldermix. Als guter Wert gilt in der Bergbahnbranche eine Rendite von 5% oder mehr. Eine Rendite von 5% bedeutet, dass die Anlagen innert 20 Jahren (1/0.05) mit dem Cashflow aus eigener Kraft refinanziert werden können. Angesichts der langen Lebenszyklen der Bahninfrastrukturen scheint dieser Wert eher tief bemessen. Es gilt jedoch zu berücksichtigen, dass die Wiederbeschaffungsfrist nur bei stabilen Anschaffungswerten und Cashflows gilt. Steigende Anforderungen an Komfort, (Schnee-)Sicherheit und Kapazität sowie die allgemeine Teuerung führen jedoch dazu, dass die zukünftigen Wiederbeschaffungswerte über den historischen Anschaffungswerten liegen. Die technische Beschneidung wird weiter ausgebaut. Es reicht nicht mehr, dass die Pisten beschneit werden können. Wichtig ist zunehmend, dass sämtliche Pisten gleichzeitig in möglichst kurzer Zeit beschneit werden können. Zudem ist die Chance gross, dass auch in Zukunft heute noch nicht vorhersehbare Investitionen anfallen werden.

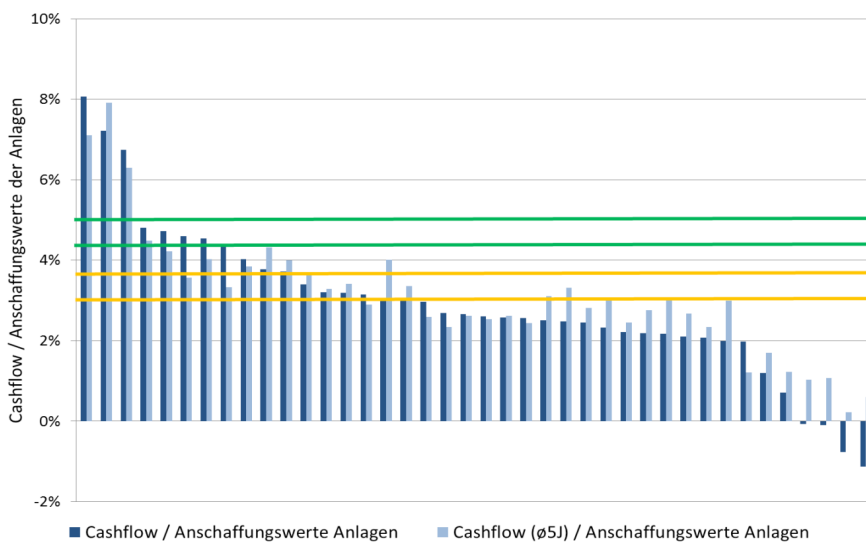
Eine Rolle spielt auch der Modernisierungsgrad der Anlagen. Mit alten Anlagen, welche kurz vor Lebensende stehen, lässt sich unter sonst gleichen Bedingungen eine höhere Rendite erzielen. Umgekehrt kann der Wert nach Grossinvestitionen durchaus etwas tiefer liegen. Unternehmen, welche mit einer alten Infrastruktur arbeiten, haben es unter sonst gleichen Bedingungen etwas einfacher, eine hohe Kapitalrendite auszuweisen. Falls die Gäste die alte Infrastruktur nicht stört und die bestehenden Anlagen in Zukunft weitergeführt werden können, ist die ausgewiesene Rendite angemessen. Falls jedoch die alten Anlagen demnächst ersetzt werden müssen, ist die ausgewiesene hohe Rendite nicht haltbar und damit wenig aussagekräftig.

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

«Wichtig ist zunehmend, dass sämtliche Pisten gleichzeitig in möglichst kurzer Zeit beschneit werden können.»

Abbildung 14 zeigt die Cashflow-Kapitalrenditen für die Unternehmen der Stichprobe. Die obere grüne Linie markiert den Benchmark «gut bis sehr gut». Unternehmen zwischen den beiden grünen Linien können je nach Stand ihrer Anlagen oder anderer unternehmensspezifischer Faktoren unter Umständen auch als zumindest gut bezeichnet werden. Die obere orange Linie zeigt den Benchmark «genügend» von ca. 3.8%. Auch hier markiert die Fläche zwischen den beiden Linien einen Bereich, in welchem von Fall zu Fall ebenfalls genügende Werte vorliegen können.

Abb. 14: Kapitalrenditen der Unternehmen der Stichprobe (aktuell und im Fünfjahresdurchschnitt, geordnet nach Grösse)

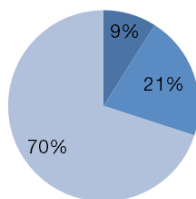


Quelle: Auswertungen Hochschule Luzern (Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ), basierend auf Geschäftsberichten. N=41.

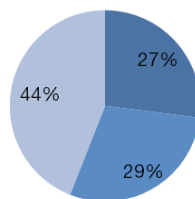
Alles in allem ist davon auszugehen, dass wohl mehr als die Hälfte der Stichprobe aktuell und im Fünfjahresdurchschnitt eine Ertragskraft aufweist, die keine Finanzierung von Ersatzinvestitionen aus eigener Kraft zulässt. Abbildung 15 zeigt einen Vergleich mit den Zahlen von vor fünf Jahren. Die massive Verschlechterung des Kapitalumschlags schlägt sich auch in der Kapitalrendite nieder.

Abb. 15: Kapitalrendite relativ zum Benchmark aktuell und vor 5 Jahren

Cashflow / AW Anlagen (5J-Durchschnitt, aktuell)



Cashflow / AW Anlagen (5J-Durchschnitt, vor 5 Jahren)



■ gut bis sehr gut ■ genügend ■ ungenügend ■ gut bis sehr gut ■ genügend ■ ungenügend

Quelle: Auswertungen Hochschule Luzern (Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ), basierend auf Geschäftsberichten. N=41. Benchmark «gut bis sehr gut»: 5%, Benchmark «genügend»: 3.8%.

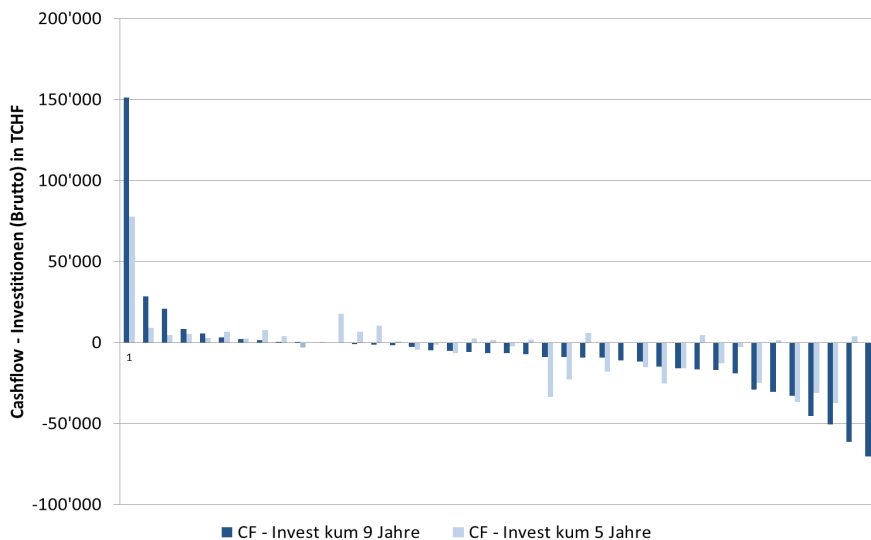
«Bei wohl mehr als der Hälfte der Unternehmen aus der Stichprobe lässt die Ertragskraft keine Finanzierung von Ersatzinvestitionen aus eigener Kraft zu.»

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

Die 40 Unternehmen der Stichprobe haben über die letzten neun Jahre rund 2.8 Mrd. CHF investiert. Diesen Investitionen steht ein Cashflow von insgesamt 2.6 Mrd. CHF gegenüber. Bei den Investitionen handelt es sich um Bruttoinvestitionen. Dies bedeutet, dass Desinvestitionserlöse darin nicht enthalten sind. Einige wenige Bergbahnunternehmen haben in den letzten Jahren Wohnungen erstellt und anschliessend verkauft. Unter Berücksichtigung dieser Erlöse würden sich Cashflow und Nettoinvestitionen wohl in etwa entsprechen.

Abbildung 16 zeigt, dass rund zwei Drittel der analysierten Bergbahnunternehmen in den letzten Jahren mehr als ihren Cashflow investiert haben. Auch in dieser Auswertung zeigen sich deutliche Unterschiede zwischen Ausflugs- und Wintersportbergbahnen. Vor neun Jahren hatten die Unternehmen (Jungfrau, Pilatus, Rigi, Schilthorn, Titlis) einen Anteil von 25% am gesamten Cashflow der Stichprobe. Aktuell liegt ihr Anteil bei knapp 40%. Auf das Konto der Jungfrau-bahnen geht aktuell ein Anteil von 23%. Würde man anstelle des Cashflows den Gewinn nach Abschreibungen analysieren, wäre die Verteilung aufgrund des deutlich besseren Kapitalumschlags der Ausflugsbergbahnen noch ungleicher.

Abb. 16: Differenz Cashflow – Investitionen (Brutto) der Unternehmen der Stichprobe (geordnet nach Grösse)



Quelle: Auswertungen Hochschule Luzern (Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ), basierend auf Geschäftsberichten. N=40.

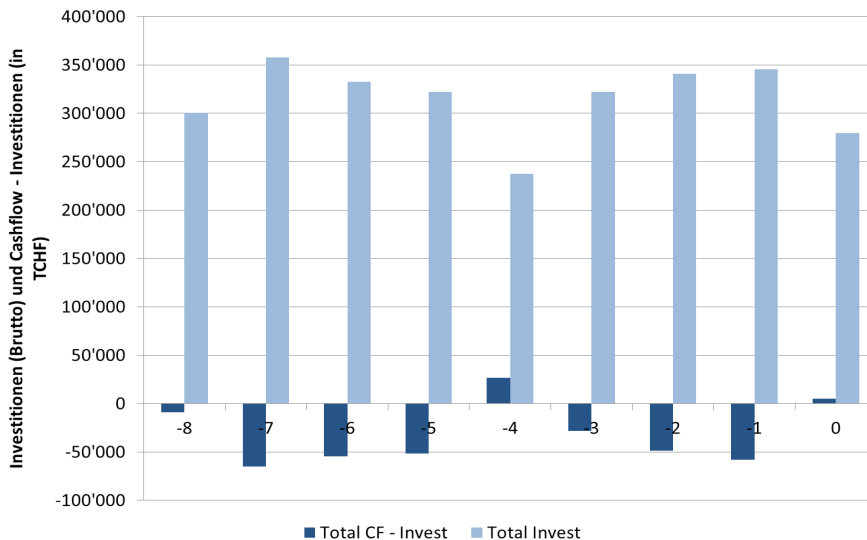
Abbildung 17 zeigt die Investitionen (Brutto) der Unternehmen der Stichprobe über die letzten neun Jahre. Diese liegen zwischen 240 und 350 Mio. CHF. Geht man von einem Durchschnitt von rund 300 Mio. CHF pro Jahr aus und setzt diesen ins Verhältnis der Anschaffungswerte der Anlagen von rund 7.5 Mrd. CHF, ergibt sich ein Faktor 25. Falls die historischen Anschaffungswerte in Zukunft konstant bleiben und die Infrastrukturen nicht weiter ausgebaut würden, könnte die Branche ihre Infrastruktur mit den aktuellen Investitionsausgaben innert 25

«Die Unternehmen der Stichprobe haben über die letzten neun Jahre rund 2.8 Mrd. CHF investiert.»

«Rund zwei Drittel der analysierten Bergbahnunternehmen haben in den letzten Jahren mehr als ihren Cashflow investiert.»

Jahren erneuern. Dies wäre ein sehr guter Wert. Leider liegen die zukünftigen Wiederbeschaffungswerte wohl deutlich über den historischen Anschaffungswerten. Daher ist nicht davon auszugehen, dass sich die Investitionen der Unternehmen in Zukunft reduzieren. Im Gegenteil: Zur Erhaltung der Wettbewerbsfähigkeit dürfte eher eine Zunahme der Investitionen notwendig sein.

Abb. 17: Differenz Cashflow – Investitionen (Brutto) der Unternehmen der Stichprobe über die letzten neun Jahre



Quelle: Auswertungen Hochschule Luzern (Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ), basierend auf Geschäftsberichten. N=40.

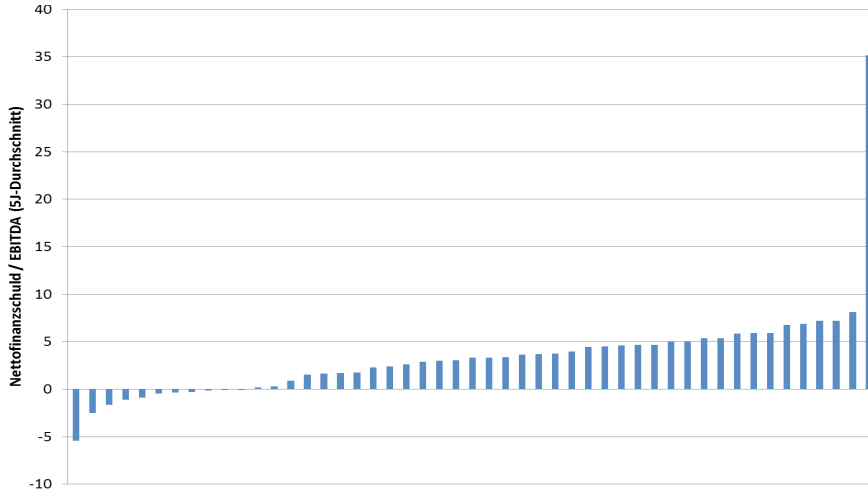
2.5 Finanzierung

Abbildung 18 zeigt das Verhältnis von Nettofinanzschulden und EBITDA im Fünfjahresdurchschnitt. Rund ein Fünftel bzw. 11 Unternehmen haben mehr flüssige Mittel als verzinsliche Schulden und damit negative Nettofinanzschulden bzw. ein Nettofinanzguthaben. Es handelt sich dabei unter anderem um sehr renditestarke Unternehmen oder um Unternehmen, welche länger nicht gross investiert haben bzw. vor grösseren Investitionen stehen. Gegenüber der Auswertung von vor fünf Jahren ist der Anteil an Unternehmen mit einem Nettofinanzguthaben etwas angestiegen, wie Abbildung 19 zeigt. Gleichzeitig ist jedoch auch der Anteil jener Unternehmen gestiegen, welche netto mit über dem fünffachen des EBITDA finanzverschuldet sind. Generell ist zu beobachten, dass die branchenweit sinkenden EBITDA dazu geführt haben, dass die Verschuldung (relativ zur Ertragskraft) stärker auf den Unternehmen lastet.

«Zur Erhaltung der Wettbewerbsfähigkeit dürfte in Zukunft eher eine Zunahme der Investitionen notwendig sein.»

«Generell ist zu beobachten, dass die branchenweit sinkende EBITDA dazu geführt haben, dass die Verschuldung stärker auf den Unternehmen lastet.»

Abb. 18: Nettofinanzschuld / EBITDA (5JØ) der Unternehmen der Stichprobe (geordnet nach Grösse)

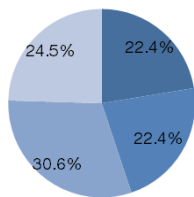


Quelle: Auswertungen Hochschule Luzern (Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ), basierend auf Geschäftsberichten. N=48.

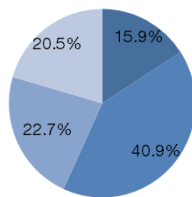
Gegenüber anderen Branchen sind die Verhältnisse Nettofinanzschulden / EBITDA im Durchschnitt als sehr hoch einzuschätzen. Gewisse Bergbahnen profitieren sicherlich von einer Art regionalem „Too-big-to-fail-Charakter“, was sich positiv auf die Verfügbarkeit von verzinslichem Fremdkapital auswirkt.

Abb. 19: Nettofinanzschuld / EBITDA (5JØ) aktuell und vor 5 Jahren

Nettofinanzschuld / EBITDA (5J-Durchschnitt) (aktuell)



Nettofinanzschuld / EBITDA (5J-Durchschnitt) (vor 5 Jahren)



■ keine Netto-finanzverschuldung ■ <3 ■ 3-5 ■ >5 ■ keine Netto-finanzverschuldung ■ <3 ■ 3-5 ■ >5

Quelle: Auswertungen Hochschule Luzern (Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ), basierend auf Geschäftsberichten. N=48.

2.6 Ausblick

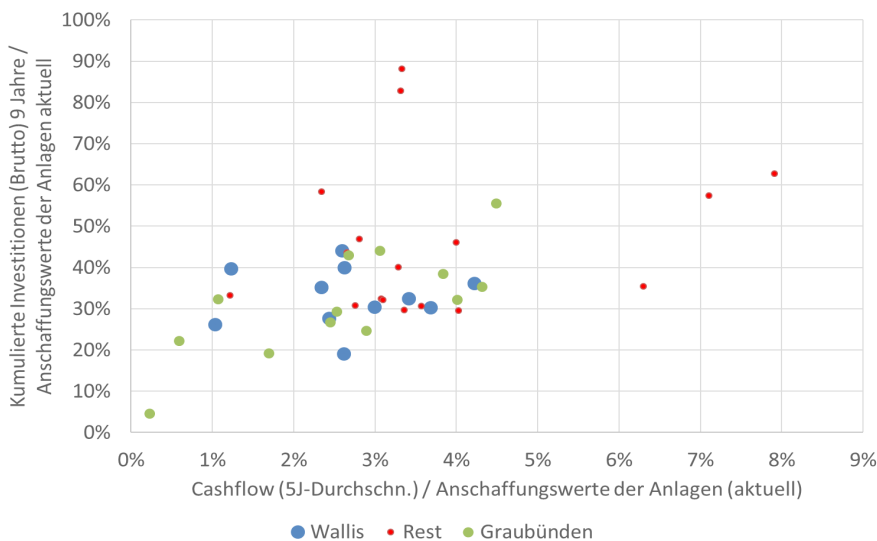
Dass sich das Geschäft mit den Nicht-Wintersportlern in Zukunft weiter positiv entwickelt, ist sehr gut möglich. Die Wachstumsspielräume der «Branchenbes-ten» werden mit Sicherheit kleiner werden, wovon weitere Anbieter profitieren könnten. Allerdings wird das Wintergeschäft für die meisten Unternehmen der Branche auch in den nächsten Jahren matchentscheidend bleiben. Die letzten Jahre sind für den Grossteil der Bahnbetriebe schlecht bis teilweise sehr schlecht ausgefallen. Mit teils massiven Kostensenkungen konnten noch höhere EBIT-DA-Rückgänge verhindert werden. Betreffend Investitionen/Modernisierungen haben einige Bahnunternehmen viel unternommen, andere praktisch nichts. Es

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

«Dass sich das Geschäft mit den Nicht-Wintersportlern in Zukunft weiter positiv entwickelt, ist sehr gut möglich.»

ist daher davon auszugehen, dass einige Unternehmen einen deutlichen Investitionsrückstau aufweisen. Abbildung 20 zeigt auf der Vertikalen die kumulierten Investitionen (Brutto) der letzten neun Jahre, dividiert durch den aktuellen Wert der Anschaffungswerte der Anlagen. Ein Wert von beispielsweise 20% besagt, dass ein Fünftel der in der Anlagerechnung aufgeführten Investitionen in den letzten neun Jahren erfolgte. Horizontal ist die Kapitalrendite aufgeführt.

Abb. 20: Kapitalrendite und Investitionstätigkeit der Unternehmen der Stichprobe



Quelle: Auswertungen Hochschule Luzern (Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ), basierend auf Geschäftsberichten. N=48.

Für die Unternehmen in der unteren linken Ecke könnte die Situation in Zukunft schwierig werden. Einem wahrscheinlichen Investitionsrückstau stehen eine ungenügende Kapitalrendite und damit ein beschränktes Finanzierungspotenzial gegenüber. Die Chancen sind hoch, dass die lokalen Nutzniesser in Form von neuem Aktienkapital und die öffentliche Hand in Form von Darlehen, à-fonds-perdu-Zahlungen und Betriebsbeiträgen zur Kasse gebeten werden. Bereits in den letzten Jahren konnte eine deutliche Häufung von Aktienkapitalerhöhungen beobachtet werden (z.B. Corvatsch, Wildhaus, Saas Fee, Gstaad, Disentis, Gondelbahn Grindelwald Männlichen, Arosa (geplant), Pizol (geplant)). Auch die Unterstützung durch die öffentliche Hand wird wohl künftig zunehmen. Das Wallis beispielsweise plant ein Gesetz zur Förderung der Bergbahnen, welches zusätzliche Unterstützung von Bergbahnen mit mehr als zwei Millionen Umsatz in Form von Darlehen, Garantien und à-fonds-perdu-Beiträgen vorsieht. Gemäss Gesetzesentwurf sind zudem Energierabatte von bis 5 Rappen pro Kilowattstunde geplant. Ein Vergleich mit beispielsweise Italien oder Österreich zeigt, dass die Schweiz relativ zurückhaltend mit der Subventionierung von Bergbahnen ist. Trotzdem ist bei grösseren Staatseingriffen Vorsicht geboten, denn diese können zu einer Umverteilung der Gäste führen und so die «Erfolgreichen» bestrafen.

«Bereits in den letzten Jahren konnte eine deutliche Häufung von Aktienkapitalerhöhungen beobachtet werden.»

«Bei grösseren Staatseingriffen ist Vorsicht geboten, denn diese können zu einer Umverteilung der Gäste führen und so die Erfolgreichen bestrafen.»

Für eine nachhaltige Verbesserung der aktuellen Finanzsituation braucht es mehr Gäste. Für mehr Gäste wären insbesondere ein früher Wintereinbruch, welcher ein erfolgreiches Weihnachtsgeschäft ermöglicht, und ein schwächer werdender Franken von Vorteil. Der Euro zeigt im Moment tatsächlich etwas Stärke. Die meteorologischen Bedingungen können gegenüber dem Vorjahr eigentlich nicht mehr viel schlechter werden. Tabelle 2 zeigt anhand eines einfachen Modells, wie sich Wachstum auf die Kapitalrendite auswirken könnte. Es wird von einem durchschnittlichen Tageskartenpreis von CHF 62 ausgegangen. Der Durchschnittsertrag je Skierdays beträgt 48% (Yield) von diesem Preis. Es wird angenommen, dass sich Verkehrsertragswachstum zu 85% und Nebenertragswachstum zu 50% auf das EBITDA überträgt. Weiter wird ein Verhältnis Verkehr:-Nebengeschäfte von 80:20 unterstellt. Der Einfachheit halber wird sodann das EBITDA mit dem Cashflow gleichgesetzt.

Tabelle 2: Auswirkungen eines Wachstums von Skierdays auf die Kapitalrendite (konstante Preise)

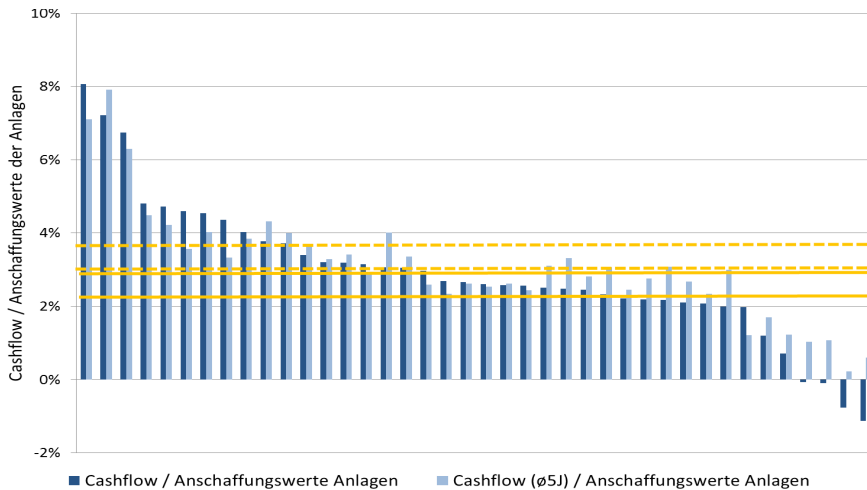
in Mio. CHF	2016/17	5%	Wachstum Skierdays			
			10%	15%	20%	25%
Skierdays	21.3	22.4	23.4	24.5	25.6	26.6
Tageskartenpreis (CHF)	62					
Yield	48%					
Ø Ertrag je Skier (CHF)	29.8					
Δ Winterverkehrsertrag		31.7	63.4	95.1	126.8	158.5
Δ EBITDA	85%	26.9	53.9	80.8	107.8	134.7
Δ Nebenerträge	20%	7.9	15.8	23.8	31.7	39.6
Δ EBITDA	50%	4.0	7.9	11.9	15.8	19.8
Δ EBITDA		30.9	61.8	92.7	123.6	154.5
≈ Δ Cashflow		30.9	61.8	92.7	123.6	154.5
Anschaffungswerte Anlagen	8'200					
Δ Cashflow Return (in Prozentpunkten)		0.4%	0.8%	1.1%	1.5%	1.9%

Quelle: Eigene Darstellung

Ein Wachstum von 10% würde die Kapitalrendite (Cashflow Return) um 0.8 Prozentpunkte steigern. Ein Wachstum um 20% sogar um 1.5 Prozentpunkte. Zum Vergleich: Für eine Rückkehr auf das Skierdays Niveau von 2012/13 ist ein Wachstum von 18% nötig. Das Erreichen des Niveaus 2008/09 wäre mit einer Wachstumsrate von 36% verbunden. Abbildung 21 zeigt, wie sich ein Wachstum von 10% auf die Kapitalrendite auswirken würde. Die obere gestrichelte Linie zeigt den Benchmark «genügend» in der aktuellen Situation. Eine Steigerung der Kapitalrendite um 0.8 Prozentpunkte (für jedes Unternehmen) ist gleichbedeutend wie eine Absenkung der Benchmarklinie um 0.8 Prozentpunkte. Es ist daher vereinfacht davon auszugehen, dass die Unternehmen, welche die obere festausgezogene Linie übertreffen, im Falle eines 10%-Wachstums eine genügende Kapitalrendite erreichen. Die Unternehmen zwischen den beiden festausgezogenen Linien müssten von Fall zu Fall beurteilt werden. Insgesamt würde wohl rund ein Drittel im ungenügenden Bereich verbleiben. Im Modell wird zudem davon ausgegangen, dass alle Unternehmen in gleichen Weise von einem Wachstum profitieren würden. Dies wäre mit Sicherheit nicht der Fall.

«Für mehr Gäste wären insbesondere ein früher Wintereinbruch, welcher ein erfolgreiches Weihnachtsgeschäft ermöglicht, und ein schwächer werdender Franken von Vorteil.»

Abb. 21: Auswirkungen eines Wachstums der Skierdays um 10% auf die Kapitalrendite der Unternehmen der Stichprobe (aktuell und im 5J-Durchschnitt, geordnet nach Grösse)



Quelle: Auswertungen Hochschule Luzern (Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ), basierend auf Geschäftsberichten. N=41.

In Abbildung 21 und Tabelle 2 sind konstante Preise unterstellt. Falls sich der Durchschnittspreis in den nächsten Jahren reduziert, werden die positiven Volumenwachstumseffekte durch die Preisreduktion vermindert oder gar eliminiert. Es ist durchaus vorstellbar, dass weitere Gebiete mit Tiefpreisangeboten nachziehen werden. Auch der Trend zum dynamischen Pricing muss weiter beobachtet werden. Wenn in der Nebensaison und bei schlechtem Wetter der Preis reduziert wird, müsste der Preis in guten Zeiten konsequenterweise erhöht werden. Falls es branchenweit zu einer Preisabsenkung um 15% kommen würde, wäre ein Volumenwachstum von 20% mit praktisch keiner Verbesserung der Kapitalrendite verbunden, wie Tabelle 3 zeigt. Die Saison 2017/18 könnte diesbezüglich entscheidend sein. Verläuft sie deutlich besser als die letzten drei Saisons, wird der Druck für weitere Preisreduktionsaktionen abnehmen.

Tabelle 3: Auswirkungen eines Wachstums von Skierdays auf die Kapitalrendite (Preisnachlass)

in Mio. CHF	2016/17	5%	Wachstum Skierdays	10%	15%	20%	25%
Skierdays	21.3	22.4	23.4	24.5	25.6	26.6	
Tageskartenpreis (CHF)	62						
Yield	48%						
Ø Ertrag je Skier (CHF)	29.8						
Preisnachlass	15%						
Ertrag je Skier (CHF)		25.3	25.3	25.3	25.3	25.3	25.3
Δ Winterverkehrsertrag		-68.1	-41.2	-14.3	12.7	39.6	
Δ EBITDA	85%	-57.9	-35.0	-12.1	10.8	33.7	
Δ Nebenerträge	20%	-17.0	-10.3	-3.6	3.2	9.9	
Δ EBITDA	50%	-8.5	-5.2	-1.8	1.6	5.0	
Δ EBITDA		-66.4	-40.2	-13.9	12.4	38.6	
≈ Δ Cashflow		-66.4	-40.2	-13.9	12.4	38.6	
Anschaffungswerte Anlagen	8'200						
Δ Cashflow Return (in Prozentpunkten)		-0.8%	-0.5%	-0.2%	0.2%	0.5%	

Quelle: Eigene Darstellung

«Es ist durchaus vorstellbar, dass weitere Gebiete mit Tiefpreisangeboten nachziehen werden.»

«Falls es branchenweit zu einer Preisabsenkung um 15% kommen würde, wäre ein Volumenwachstum von 20% mit praktisch keiner Verbesserung der Kapitalrendite verbunden.»

Teil 3: Kennzahlen ausgewählter Bergbahnen

3.1 Ausflugsbergbahnen

Tabelle 4 zeigt Kennzahlen einiger ausgewählter Ausflugsbergbahnen. Die Jungfrau-, Schilthorn- und Titlisbahnen betreiben zwar auch Wintersportgebiete. Ihr Hauptwachstumstreiber war jedoch in den letzten Jahren ganz klar das Geschäft mit den Nicht-Wintersportlern. 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 4 um die gemessen am Ertrag grössten Ausflugsbergbahnen.

Bei sämtlichen in Tabelle 4 aufgeführten Bergbahnunternehmen liegt die aktuelle Cashflow-Rendite (CF/Anschaffungswerte der Anlagen) mehr oder weniger deutlich über dem Fünfjahresdurchschnitt. Dies zeigt, dass die Unternehmen ihre Ertragskraft verbessern konnten. Prozentual gesehen den grössten Schritt vorwärts gemacht haben die Rigi-Bahnen. Dank massiv steigender ausländischer Gäste konnte die für die Bahnen so wichtige, einigermaßen von der Wetterlage unabhängige Grundausslastung gesteigert werden.

Bei der Säntis-Schwebbahn fällt der geringe Anteil des Verkehrsertrags am Gesamtertrag von nur 30% auf. Es handelt sich daher mehr um ein Gastro- als um ein Transportunternehmen. Dies ist mitverantwortlich für die im Quervergleich äusserst tiefe EBITDA- Marge von nur 14.2%. Im Vergleich zu den übrigen aufgeführten Bahnunternehmen dürfte es der Säntis-Schwebbahn jedoch auch an Grundausslastung fehlen, da es an internationalen (Gruppen-)Gästen fehlt. Der Kapitalumschlag müsste angesichts des geringen Verkehrsgeschäftsanteils höher als 19.9% sein. Zu berücksichtigen gilt es, dass das neue Hotel bzw. die neue Gastronomie auf der Schwägalp erst Ende November 2015 eröffnet wurde. Die neuen Angebote können sicherlich noch optimiert werden.

Eine sehr hohe Ertragskraft weisen die Pilatus-, Titlis- und Jungfraubahnen auf. Sie verdienen auf ihrer Infrastruktur (bewertet zu Anschaffungswerten) aktuell eine Cashflow-Rendite von 8.1%, 7.2% bzw. 6.7%. Das heisst, mit dem aktuellen Cashflow könnten die drei Unternehmen die Infrastruktur (bei konstanten Anschaffungswerten) in maximal 15 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 unter den Anlagezyklen der Infrastruktur liegen. Für die Jungfraubahnen, mit dem hohen Anteil an schienenengebundenen 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 2016 gemäss im Geschäftsbericht ausgewiesener Segmentrechnung eine sehr beachtliche Jahresgewinnmarge von 26%.

«Prozentual gesehen den grössten Schritt vorwärts gemacht haben die Rigi-Bahnen.»

«Eine sehr hohe Ertragskraft weisen die Pilatus-, Titlis- und Jungfraubahnen auf.»

Tabelle 4: 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)	2015/16 H	2016	2016	2016	2016	2016	2016
Gesamtertrag (GE)	67'599	31'571	169'030	23'137	26'753	17'705	142'982
Verkehrsertrag (VE)	44'362	19'383	125'984	18'743	18'312	5'394	82'137
Anteil VE am GE	65.6%	61.4%	74.5%	81.0%	68.4%	30.5%	57.4%
Anteil Gastro/Beherb. am GE	25.6%	26.6%	0.0%	6.1%	20.6%	65.0%	0.0%
EBITDA	27'144	9'914	71'079	5'905	7'650	2'519	34'540
Anschaffungswerte (AW)	327'530	113'717	961'015	123'051	150'459	89'037	804'401
Anlagen							
Nettofinanzschuld (NFS)	-2'862	-13'893	-25'098	1'263	10'448	10'910	161'355
EBITDA-Marge	40.2%	31.4%	42.1%	25.5%	28.6%	14.2%	24.2%
GE / AW	20.6%	27.8%	17.6%	18.8%	17.8%	19.9%	17.8%
Cashflow / AW	7.2%	8.1%	6.7%	4.6%	4.5%	2.7%	3.5%
NFS / EBITDA	-0.1	-1.4	-0.4	0.2	1.4	4.3	4.7
Kennzahlen auf Basis Fünfjahresdurchschnittsertragskraft							
Verkehrsertrag	43'184	28'923	123'624	15'431	17'574	5'191	77'316
EBITDA	26'014	8'369	68'973	4'572	6'722	2'035	30'415
EBITDA-Marge	40.8%	28.9%	41.2%	23.8%	26.6%	14.1%	22.3%
GE / AW	19.4%	25.4%	17.3%	15.4%	16.7%	16.2%	16.9%
Cashflow / AW	6.6%	7.1%	6.3%	3.6%	4.0%	2.3%	2.7%
NFS / EBITDA	-0.1	-1.7	-0.4	0.3	1.6	5.4	5.3
Wachstum über die letzten zehn Jahre							
Verkehrsertrag	80.1%	65.0%	34.5%	56.2%	6.3%	11.6%	24.1%
EBITDA	114.9%	76.8%	65.8%	143.0%	67.4%	5.0%	15.5%
Verkehrsertrag (10JØ)	6.1%	5.1%	3.0%	4.6%	0.6%	1.1%	2.2%
EBITDA (10JØ)	8.0%	5.9%	5.2%	9.3%	5.3%	0.5%	1.5%
Kennzahlen zur Aktienbewertung							
Aktienkurs	380.0	2493.0	113.6	7.8	1528.0	927.5	688.0
Anzahl Aktien	672'000	26'400	5'835'000	2'910'000	35'000	48'000	197'278
Verzinsliches FK + zinslose Darlehen	8'000	0	33'743	8'713	11'360	12'980	196'253
Enterprise Value (EV)	263'360	65'815	696'599	31'411	64'840	57'500	331'980
EV / EBITDA	9.7	6.6	9.8	5.3	8.5	22.8	9.6
EV / EBITDA (5JØ)	10.1	7.9	10.1	6.9	9.6	28.3	10.9
Ausschüttung	8.0	37.5	2.1	0.1	50.0	0.0	12.0
Ausschüttungsrendite	2.1%	1.5%	1.8%	1.3%	3.3%	0.0%	1.7%

Quelle: Geschäftsberichte der Unternehmen. Die Aktienkurse sind per 14. September 2017 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 den Rubriken «Kennzahlen auf Basis Fünfjahresdurchschnittsertrag» sowie «Wachstum über die letzten fünf Jahre» um Sondereffekte bzw. um Gewinne aus Immobilienverkäufen bereinigt. Von der Ausschüttung der Pilatus-Bahnen sind 5 Franken und von jener der Schilthorn-Bahn 14 Franken als Sonderdividende deklariert. Bei der BVZ Holding ist unter dem Verkehrsertrag nur der Personenverkehrsertrag aufgeführt.

Die guten Jahre der Ausflugsbergbahnen haben ihre Spuren in den Bilanzen hinterlassen. Die Pilatus-Bahnen sind vollständig frei von Finanzschulden. Die Titlis- und Jungfraubahnen haben mehr flüssige Mittel als Finanzschulden und sind somit in einer Nettoperspektive ebenfalls schuldenfrei. Sie werden wohl auch in Zukunft zu einer weitgehenden Selbstfinanzierung ihrer Investitionen in der Lage sein. Bei der Säntis-Schwebebahn hat der neue Hotel-Gastro-Neubau auf der Schwägalp zu einer deutlichen Erhöhung der Verschuldung geführt. Per Ende 2014 war das Unternehmen noch finanzschuldenfrei.

Im Zehnjahresvergleich weisen sämtliche Unternehmen aus Tabelle 4 ein steigendes EBITDA und einen steigenden Verkehrsertrag aus. Auffallend ist die Entwicklung der Schilthornbahn. Gegenüber dem Jahr 2006 liegt der 2016er Verkehrsertrag nur gerade um 6% im Plus. Das EBITDA ist jedoch um 67% gewachsen. Dies liegt zum einen daran, dass die Erträge aus Gastronomie und Shops deutlich gestiegen sind. Zum anderen könnte sich die Verschiebung von Wintersportlern hin zu Ausflugsgästen positiv auf das EBITDA je Eintritt ausgewirkt haben.

Wie bereits in Abschnitt 1.2 erwähnt, sind viele Ausflugsbergbahnen im laufenden Jahr auf Rekordkurs. Ihre Ertragskraft wird daher weiter zunehmen, und die Fünfjahresdurchschnittswerte werden ansteigen. Die Aktien der drei börsenkotierten Unternehmen BVZ Holding, Jungfraubahnen und Titlisbahnen sind sehr ähnlich bewertet, wie die Zahlen in Tabelle 4 zeigen. Auch ihre Ausschüttungsrenditen liegen mit rund 2% in einem ähnlichen Bereich. Höher ist die Ausschüttungsrendite der Schilthornbahn mit 3.3%. Die aktuelle Ausschüttung von CHF 50 beinhaltet jedoch eine Sonder-Jubiläums-Dividende von CHF 14. Auch die aktuelle Pilatus-Dividende (CHF 37.5) enthält einen Sonderausschüttungsteil von CHF 5. Jungfrau-, Pilatus- und Titlisbahnen haben ihre Ausschüttungen in den letzten Jahren regelmässig an das Gewinnwachstum angepasst. Weitere, moderate Erhöhungen sind nicht auszuschliessen. Es gilt jedoch zu beachten, dass die Investitionstätigkeit der Unternehmen hoch bleibt: neues Rollmaterial am Pilatus, V-Bahn-Projekt, Umbau Hotel Terrace in Engelberg, Entwicklung Gipfelgebäude Titlis. Unter Ausklammerung der aktuellen Sonderdividende von CHF 14 hat die Schilthornbahn hingegen die Ausschüttung in den letzten Jahren nie an die Verbesserung der Ertragskraft angepasst. Eine zukünftige Erhöhung ist sicherlich möglich. In ca. fünf bis zehn Jahren werden Investitionen in die Modernisierung der Pendelbahnen auf der Achse Stechelberg-Mürren-Birg-Schilthorn folgen. Das erwartete Investitionsvolumen ist noch nicht bekannt und wird die Dividendenpolitik sicherlich mitbeeinflussen. Die Rigi-Bahnen schütten erst seit zwei Jahren eine Bardividende aus. Die Beanspruchung von Investitionshilfedarlehen von Bund und Kanton führte für die Rigi-Bahnen in den früheren Jahren faktisch zu einem Ausschüttungsverbot. Die Rigi-Bahnen konnten in Verhandlung mit den Behörden eine Aufhebung des Ausschüttungsverbots erwirken, indem die Investitionshilfedarlehen jeweils um den ausgeschütteten Dividendenbetrag amortisiert werden. Ziel der Rigi-Bahnen ist es, bis 2023 keine Investitionshilfefinanzierungen mehr zu beanspruchen. Angesichts hoher anstehender Investitionen (v.a. Rollmaterial) sind Erhöhungen der Ausschüttung vorerst nicht zu erwarten. Die Aktionäre der Säntis-Schwebebahn verzichten schon seit 2007 auf die Auszahlung einer Dividende mit dem Ziel der Stärkung der Innenfinanzierungskraft.

«Die guten Jahre der Ausflugsbahnen haben ihre Spuren in den Bilanzen hinterlassen.»

«Die Ertragskraft der Ausflugsbergbahnen wird weiter zunehmen.»

Die ausserbörslichen Aktien Pilatus und Schilthorn sind etwas günstiger bewertet im Vergleich zu den kotierten. Aufgrund der geringeren Marktliquidität ihrer Aktien ist ein Abschlag durchaus gerechtfertigt. Für die Schilthornbahn spricht ein (zwar immer kleiner werdendes) Aufholpotenzial in den asiatischen Märkten. Allerdings sind die Kapazitäten sowohl in der Bahn als auch auf dem Gipfel relativ beschränkt. Für die Pilatus-Bahnen spricht sicherlich die Nicht-Existenz eines Wintersportgebiets. Die Rigi-Bahnen müssen ihre Ertragskraft in Zukunft weiter verbessern. Der Kurs der Säntis-Aktie ist derzeit wohl vor allem durch «Liehaber-Motive» geprägt.

Das Jahr 2016 hat die Risiken der Ausflugsbergbahnen aufgezeigt. Die Abhängigkeit von asiatischen Gästen ist deutlich gestiegen. Allerdings kann die starke Ertragskraft der meisten Unternehmen grössere Rückschläge verkraften. Hinzu kommt, dass die Unternehmen wenig Investitionen tätigen, welche ausschliesslich den asiatischen Gästen dienen. Größere Rückschläge könnten grosse Terroranschläge oder globale Seuchen/Epidemien wie SARS etc. auslösen. Im Auge zu behalten gilt es sicherlich auch die Entwicklung in Nordkorea. Zweites Risiko bleibt das Wetter. Im Jahr 2016 war das Sommer- und Herbstwetter sehr gut. Rückläufige Erträge konnten daher teilweise mit sehr wetterabhängigen Gästen aus den Nahmärkten kompensiert werden. Die Winter- bzw. Schneeproblematik ist für die Jungfrau-, Schilthorn- und Titlisbahnen von Bedeutung. In Anbetracht der Entwicklung der Skierdays der letzten Jahre scheint das Wintersportgeschäft am Titlis deutlich stabiler zu sein als in der Jungfrauregion.

3.2 Wintersportbahnen

Tabelle 5 und Tabelle 6 zeigen Kennzahlen einiger ausgewählter wintersportlastiger Bergbahnunternehmen. Es handelt sich dabei vor allem um die grossen Wintersportgebiete. Wie in Abschnitt 1.2 bereits dargelegt, haben sich Rahmenbedingungen und Finanzsituation der Wintersportbahnen in den letzten Jahren deutlich verschlechtert. Ein Vergleich der EBITDA-Margen von Ausflugs- und Wintersportbahnen zeigt, dass die Wintersportbahnen in puncto Kosteneffizienz bzw. EBITDA-Marge gut mithalten können. Deutlich schlechter schneiden diese jedoch bezüglich Kapitaleffizienz bzw. Kapitalumschlag ab. Mit den hohen Investitionen, welche in den Wintersport getätigt wurden, lässt sich leider praktisch nur zwischen Weihnachten und Ostern «richtig» Geld verdienen. Im Sommer steht der Grossteil der Anlagen «still». Die schlechte Jahresauslastung drückt den Kapitalumschlag und damit die Kapitalrendite. Der mit Abstand höchste Kapitalumschlag der Weissen Arena Gruppe (Betriebsertrag/Anschaffungswerte der Anlagen) von 18.5% ist wohl zu einem Grossteil auf den relativ niedrigen Verkehrsertragsanteil von nur 37.3% zurückzuführen.

«Die ausserbörslichen Aktien Pilatus und Schilthorn sind etwas günstiger bewertet im Vergleich zu den kotierten.»

«Für die Pilatus-Bahnen spricht sicherlich die Nicht-Existenz eines Wintersportgebiets.»

«Rückläufige Erträge konnten teilweise mit sehr wetterabhängigen Gästen aus den Nahmärkten kompensiert werden.»

«Die Rahmenbedingungen und Finanzsituation der Wintersportbahnen haben sich in den letzten Jahren deutlich verschlechtert.»

«Im Sommer steht der Grossteil der Anlagen still.»

Tabelle 5: Kennzahlen ausgewählter Wintersportbahnen (Teil 1)

in TCHF	Davos Klosters BB	Weisse Arena	Zermatt BB	Televerbier	Lenzer- heide BB	Corvatsch	Bergbahnen Engadin St. Moritz AG
Rechnungslegung	OR	OR	OR	IFRS	OR	OR	OR
Handelsplatz	OTC	OTC	OTC	Paris	OTC	OTC	OTC
Letzter Abschluss (H= Herbst)	2016/17	2016/17	2016/17	2015/16 H	2016/17	2015/16 H	2015/16 H
Gesamtertrag (GE)	54'197	85'349	69'590	49'425	26'492	14'236	50'177
Verkehrsertrag (VE)	33'825	31'809	64'601	34'795	22'401	8'769	32'370
Anteil VE am GE	62.4%	37.3%	92.8%	70.4%	84.6%	61.6%	64.5%
Anteil Gastro/Beherb. am GE	26.9%	30.7%	1.9%	9.6%	0.0%	28.7%	25.0%
EBITDA	20'345	24'296	34'354	13'669	7'693	1'330	10'877
Anschaffungswerte (AW)	478'117	462'338	642'197	396'115	304'914	152'510	419'885
Anlagen							
Nettofinanzschuld (NFS)	32'914	89'972	116'609	13'117	63'712	25'907	70'723
EBITDA-Marge	37.5%	28.5%	49.4%	27.7%	29.0%	9.3%	21.7%
GE / AW	11.3%	18.5%	10.8%	12.5%	8.7%	9.3%	12.0%
Cashflow / AW	4.0%	4.8%	4.7%	3.4%	2.1%	-0.1%	2.2%
NFS / EBITDA	1.62	3.70	3.40	0.96	8.28	19.48	6.50
Kennzahlen auf Basis Fünfjahresdurchschnittsertragskraft							
Verkehrsertrag	34'508	32'475	62'289	36'045	23'518	10'520	32'467
EBITDA	19'744	19'154	31'569	15'049	9'409	3'191	12'093
EBITDA-Marge	36.0%	23.0%	47.7%	28.9%	34.5%	18.9%	23.9%
GE / AW	11.5%	18.0%	10.3%	13.1%	8.9%	10.9%	12.0%
Cashflow / AW	3.8%	3.8%	4.2%	3.7%	2.7%	1.1%	2.5%
NFS / EBITDA	1.7	4.8	3.7	0.9	6.8	8.1	5.8
Wachstum über die letzten zehn Jahre							
Verkehrsertrag	-11.9%	3.3%	5.4%	-3.4%	-1.6%	-27.6%	-16.9%
EBITDA	-14.3%	0.6%	4.4%	-16.6%	-19.0%	-66.9%	-33.1%
Verkehrsertrag (10JØ)	-1.3%	0.3%	0.5%	-0.3%	-0.2%	-4.0%	-2.3%
EBITDA (10JØ)	-1.5%	0.1%	0.4%	-1.8%	-2.1%	-12.9%	-4.9%
Kennzahlen zur Aktienbewertung							
Aktienkurs	211.2	97.1	275.0	50.7	17.7	3.3	5.3
Anzahl Aktien	386'000	550'000	629'200	1'400'000	1'940'789	4'098'669	1'945'990
Verzinsliches FK + zinslose Darlehen	44'988	92'038	118'257	18'018	67'676	26'426	72'000
Enterprise Value (EV)	126'511	145'443	291'287	88'998	102'028	39'952	82'314
EV / EBITDA	6.2	6.0	8.5	6.5	13.3	30.0	7.6
EV / EBITDA (5JØ)	6.4	7.6	9.2	5.9	10.8	12.5	6.8
Ausschüttung	3.6	2.0	4.0	0.1	-	-	-
Ausschüttungsrendite	1.7%	2.1%	1.5%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%

Quelle: Geschäftsberichte der Unternehmen. Die Aktienkurse sind per 14. September 2017 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 Weissen Arena Gruppe wurden in den Rubriken «Kennzahlen auf Basis Fünfjahresdurchschnittsertrag» sowie «Wachstum über die letzten fünf Jahre» um Sondereffekte bzw. um Gewinne aus Immobilienverkäufen bereinigt, soweit dies möglich war.

Der Negativentwicklung am besten entzogen haben sich die Zermatt Bergbahnen, welche im Jahr 2016/17 einen Rekordertrag und einen Rekord-Cashflow erreichten. Das sehr gute Abschneiden ist nicht nur einem Wachstum im Ausflugs geschäft zu verdanken, sondern auch dem Wintersportgeschäft. Der Winterpersonenverkehrsertrag 2016/17 ist der dritthöchste der Geschichte und liegt nur um 3.8% hinter dem Rekordwert aus dem Jahr 2007/08. 2016/17 stieg der Winterverkehrsertrag um 4.7%. Der Anteil des Sommerverkehrsertrags liegt 2016/17 bei 24%. Von den grossen Wintersportbergbahnen ist dies der mit Abstand höchste Sommerertragsanteil. Wichtig ist, dass der Anteil des Sommers nicht auf Kosten eines «schwächelnden» Wintersportgeschäfts gestiegen ist.

Trotz stagnierendem oder sogar leicht rückläufigem Betriebsertrag konnten einige Bahnunternehmen im Jahr 2016/17 EBITDA und Cashflow steigern. Bei den Davos-Klosters Bergbahnen steht einem Betriebsertragswachstum von 1.4% eine Reduktion des Betriebsaufwands um 2.5% gegenüber. Die EBITDA-Marge steigerte sich von 35.1% auf 37.5%. Die grössten Einsparungen resultierten in den Bereichen Personal und Energie/Entsorgung. Massive Einsparungen gelangen auch der Weissen Arena Gruppe: Betriebsertrag -3.9% bzw. -3.45 Mio. CHF, Betriebsaufwand: -11.7%, bzw. -8.0 Mio. CHF. Ein Grossteil der reduzierten Aufwendungen fällt auf die Tochter «Mountain Vision». Diese hat bis Mai 2016 die Destination Flims/Laax/Falera vermarktet. Seit Mai 2016 übernimmt die Flims Laax Falera Management AG wieder mehrere Aufgaben selbständig. Das heisst, der Leistungsauftrag an die Mountain Vision wurde gekürzt. Dies schlägt sich für die Weisse Arena Gruppe in rund CHF 3 Mio. tieferem Marketing-Aufwand nieder. Auch in den Sparten Bergbahnen und Gastro konnten Aufwendungen reduziert werden. Die EBITDA-Marge stieg 2016/17 von 22.4% auf 28.5%. Grund für die im Quervergleich auffällig tiefe Marge ist der geringe Verkehrsertragsanteil.

Was die Kapitalrendite betrifft, schneiden die Bergbahnen aus Zermatt (4.7%) am besten ab. Zermatt kommt die im Quervergleich gute Auslastung mit Wintersportlern und zahlenden (!) Sommergästen zugute. Im Quervergleich hohe Kapitalrenditen erreichen auch die Bergbahnen in Davos-Klosters und in der Weissen Arena. In der Weissen Arena spielen zwei im Branchenvergleich spezielle Faktoren eine Rolle. Zum einen ist die Beschneigungsinfrastruktur im Besitz der separaten Finanzinfra AG, an welche die Weisse Arena eine Pacht bezahlt. Zum anderen hat die Weisse Arena Gruppe in den letzten Jahren erfolgreich die Wohnungen des rocksresort veräussert. Im Jahr 2016/17 wurden die letzten 14 Wohnungen veräussert. In Tabelle 5 sind die Gewinne aus den Wohnungsverkäufen in den Rubriken «Fünfjahresdurchschnitt» und «Wachstum 10 Jahre» soweit möglich ausgeklammert. Die zum aktuellen Jahr ausgewiesenen Zahlen sind hingegen inkl. der Wohnungsverkäufe. Eine weitere Bauetappe des rocksresort mit drei neuen Häusern ist geplant.

Deutlich weniger Ertragsstärke weisen die Bergbahnen in Arosa/Lenzerheide und im Engadin auf. Gleichzeitig sind die Bergbahnen dieser Region gemessen am Verhältnis Nettofinanzschulden/ EBITDA sehr stark verschuldet. Die Lenzerheide Bergbahnen haben über die letzten Jahre sehr viel investiert und gleichzeitig deutlich an EBITDA verloren. Wenigstens sind vorerst keine Grossinvestitionen mehr geplant. Anders die Situation der Bergbahnen Engadin Mountains, welche trotz ebenfalls hoher Verschuldung den Bau der 10er Gondelbahn als Ersatz für

«Der Negativentwicklung am besten entzogen haben sich die Zermatt Bergbahnen, welche im Jahr 2016/17 einen Rekordertrag und einen Rekord-Cashflow erreichten.»

«Deutlich weniger Ertragsstärke weisen die Bergbahnen in Arosa/Lenzerheide und im Engadin auf.»

die Signalbahn vor sich hat. Die beiden Oberengadiner Bergbahnunternehmen schliessen ihr Rechnungsjahr wie die Bergbahnen im Saastal und in Verbier im Herbst ab. Daher ist die schwache Wintersaison 2016/17 noch nicht in den Zahlen publiziert. Im Vergleich der Fünfjahresdurchschnitte schneiden diese Unternehmen daher tendenziell etwas zu gut ab. Für die Bergbahnen in St. Moritz ist für das Geschäftsjahr 2016/17 von einem positiven Ski-WM-Effekt auszugehen. Ob dieser nachhaltig ist, ist fraglich und muss sich zeigen. Mit ihrer Wintercard-Aktion erreichten die Saastal Bergbahnen eine Ertragssteigerung um 20% und eine «schwarze Null». Dieser Effekt ist in den in der Tabelle ausgewiesenen Kennzahlen noch nicht enthalten. Im Jahr 2015/16 erzielten die Saastal Bergbahnen einen Jahresverlust von CHF 135'000. Da anzunehmen ist, dass die Abschreibungen mit dem Bau der Spielbodenbahn deutlich zugenommen haben, dürfte das Jahr 2016/17 trotz sehr hoher Marketingausgaben eine operative Verbesserung gebracht haben.

«Mit ihrer Wintercard-Aktion erreichten die Saastal Bergbahnen eine Ertragssteigerung um 20%.»

Tabelle 6: Kennzahlen ausgewählter Wintersportbahnen (Teil 2)

in TCHF	Saastal BB	Lenk BB	Arosa BB	Belalp Bahnen	BB Adelboden	BB Scuol	BB Samnaun
Rechnungslegung	OR	OR/FER	OR	OR	OR	OR	OR
Handelsplatz	OTC	OTC	OTC	OTC	OTC	OTC	OTC
Letzter Abschluss (H= Herbst)	2015/16 H	2016	2016/17	2016/17	2016/17	2016/17	2016/17
Gesamtertrag (GE)	22'340	12'884	25'215	6'880	15'034	12'344	25'610
Verkehrsertrag (VE)	20'350	12'060	15'184	6'358	11'155	8'112	17'195
Anteil VE am GE	91.1%	94.4%	60.2%	92.4%	74.2%	65.7%	67.0%
Anteil Gastro/Beherb. am GE	0.0%	0.0%	30.9%	0.0%	15.7%	24.9%	33.0%
EBITDA	7'507	5'178	6'769	2'887	4'697	3'393	7'347
Anschaffungswerte (AW)	240'692	134'692	211'540	82'283	132'503	118'141	216'011
Anlagen							
Nettofinanzschuld (NFS)	24'061	16'158	40'543	9'573	15'831	20'459	21'544
EBITDA-Marge	33.6%	40.2%	26.8%	42.0%	31.2%	27.5%	28.7%
GE / AW	9.3%	9.6%	11.9%	8.4%	11.3%	10.4%	11.9%
Cashflow / AW	2.7%	3.7%	2.6%	3.0%	3.2%	2.3%	3.2%
NFS / EBITDA	3.21	3.12	5.99	3.32	3.37	6.03	2.93
Kennzahlen auf Basis Fünfjahresdurchschnittsertragskraft							
Verkehrsertrag	21'121	11'940	15'866	6'473	11'339	9'113	17'208
EBITDA	7'271	5'578	6'854	2'643	4'800	4'404	7'169
EBITDA-Marge	32.4%	43.3%	26.0%	38.0%	31.0%	32.0%	28.0%
GE / AW	9.3%	9.7%	12.4%	8.4%	11.7%	11.5%	12.0%
Cashflow / AW	2.6%	4.0%	2.5%	2.6%	3.3%	3.1%	2.9%
NFS / EBITDA	3.3	2.9	5.9	3.6	3.3	4.6	3.0
Wachstum über die letzten zehn Jahre							
Verkehrsertrag	-14.7%	7.7%	-5.0%	40.7%	11.0%	-10.6%	-13.6%
EBITDA	-15.6%	-11.6%	-13.2%	40.3%	19.2%	-14.3%	-42.2%
Verkehrsertrag (10JØ)	-1.6%	0.7%	-0.5%	3.5%	1.0%	-1.1%	-1.5%
EBITDA (10JØ)	-1.7%	-1.2%	-1.4%	3.4%	1.8%	-1.5%	-5.3%
Kennzahlen zur Aktienbewertung							
Aktienkurs		377.3	77.4	51.4	3.7	75.0	770.5
Anzahl Aktien		18'400	125'000	116'400	1'665'000	27'000	18'000
Verzinsliches FK + zinslose Darlehen		22'091	42'236	25'870	23'242	21'443	32'426
Enterprise Value (EV)		29'033	51'911	31'853	29'402	23'468	46'295
EV / EBITDA		5.6	7.7	11.0	6.3	6.9	6.3
EV / EBITDA (5JØ)		5.2	7.6	12.1	6.1	5.3	6.5
Ausschüttung	-	-	-	-	-	-	-
Ausschüttungsrendite	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Quelle: Geschäftsberichte der Unternehmen. Die Aktienkurse sind per 14. September 2017 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.

Für die meisten Wintersportbahnen hat sich die Ertragskraft über die letzten rund zehn Jahre kontinuierlich verschlechtert. Die Fünfjahresdurchschnitte von Verkehrsertrag und EBITDA sind daher deutlich gesunken. Es wird immer etwas leichter, den Fünfjahresdurchschnitt zu übertreffen. Nichtsdestotrotz liegt die Mehrheit der Bahnen auch 2016/17 unter dem Mehrjahresdurchschnitt. Beim Verkehrsertrag liegen beispielsweise die Bahnen von der Belalp und von der Lenk über dem Schnitt. Auffällig ist, dass beim EBITDA deutlich mehr Bahnunternehmen den Fünfjahresdurchschnitt übertreffen. Dies lässt darauf schliessen, dass Kostensenkungsprogramme an Bedeutung gewonnen haben.

Tabelle 5 und Tabelle 6 zeigen das Wachstum von Verkehrsertrag und EBITDA über die letzten zehn Jahre. Es handelt sich dabei zu einem gewissen Grad um eine Momentaufnahme. Ein Vergleich über neun oder elf Jahre könnte unter Umständen eine deutlich abweichende Wachstumsrate ergeben. Für die Bahnunternehmen mit 2016/17er Abschluss ist ein Vergleich mit dem ebenfalls eher schlechten, schneearmen 2006/07 allerdings sehr aufschlussreich. Damals kostete ein Euro noch über CHF 1.50. Die Bergbahnen aus der Lenk und aus Adelboden erreichten 2016/17 im Vergleich zu vor zehn Jahren deutlich höhere Verkehrserträge. Dies liegt wohl daran, dass die technische Beschneidung über die letzten zehn Jahre deutlich forciert wurde. Das Umgekehrte ist für die Bergbahnen in Scuol, Samnaun und Davos der Fall. Sie liegen im Zehnjahresvergleich deutlich zurück. Da es sich um eher höher gelegene Destinationen handelt, konnten diese wohl vor zehn Jahren trotz Schneearmut ein attraktives Angebot gewährleisten. Hinzu kommt, dass sie vermutlich besonders unter dem Rückgang von Gästen aus dem Euroraum gelitten haben.

Von den in Tabelle 5 und Tabelle 6 aufgeführten Bahnen schütten für das laufende Jahr nur gerade vier eine Bardividende aus. Es dürfte im aktuellen Umfeld auch sonst eher wenig Bergbahnunternehmen mit Barausschüttung geben. Die Hoch-Ybrig-Bahnen schütten nach mehrjähriger Dividendentradition keine Bardividende mehr für das Geschäftsjahr 2015/16 (Abschluss im Herbst) aus. Das Unternehmen spart dadurch eine halbe Million an flüssigen Mitteln. Ob die Bettmeralp-Bahnen auch für das Geschäftsjahr 2016/17 an ihrer langjährigen Dividendentradition von CHF 25 je Aktie festhalten, ist aktuell (27. September 2017) noch nicht bekannt. Insgesamt schütten die Bettmeralp-Bahnen jeweils CHF 200'000 an Dividenden aus. Für das Langjahr 2016/17 (16 Monate) schütten die Brunni-Bahnen aus Engelberg wie im Vorjahr ebenfalls CHF 25 je Aktie aus. Bei den Brunni-Bahnen handelt es sich jedoch immer weniger um eine Wintersportbahn. Die Zermatt Bergbahnen, welche eine vom Cashflow abhängige Ausschüttungspolitik definiert haben, schütten ihren Aktionären insgesamt über CHF 2.5 Mio. aus. Die Ausschüttungen der Bahnen aus Davos und der Weissen Arena betragen CHF 1.4 bzw. CHF 1.1 Mio. Diese Ausschüttungen sind als positives Signal zu deuten. Davos beispielsweise schüttet trotz deutlich tieferer Ertragskraft konstant eine Dividende von CHF 3.60 aus. Dies spricht für eine stabile Finanzierung und wohl auch für die Erwartung einer zukünftigen Verbesserung. Televerbier hat die Dividende in den letzten Jahren kontinuierlich reduziert.

«Es dürfte im aktuellen Umfeld eher wenig Bergbahnunternehmen mit Barausschüttung geben.»

Im Vergleich zu den Ausflugsbergbahnen ist die Marktliquidität der Wintersportbahnen im Durchschnitt deutlich geringer. Bei der Bildung der Aktienkurse spielen Liebhabermotive eine noch deutlich grössere Rolle als bei den Ausflugsbergbahnen. Es ist daher höchst unsicher, ob sich eine nachhaltige Verbesserung der Ertragslage positiv auf die Kurse auswirken wird. Der Aktienkurs der einigermaßen liquide gehandelten Davos Bergbahnen beispielsweise ist in den letzten Jahren entgegen dem Gewinnverlauf sogar gestiegen.

«Es ist höchst unsicher, ob sich eine nachhaltige Verbesserung der Ertragslage positiv auf die Kurse auswirken wird.»

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 und die BEKB | BCBE sind nicht verantwortlich für Konsequenzen, speziell für Verluste, welche durch die Verwendung oder die Unterlassung der Verwendung aus den in diesem Bericht enthaltenen Meinungen und Rückschlüssen resultieren oder resultieren werden.

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

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

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses 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.