

BRANCHENANALYSE

**Branchenanalyse Bergbahnen
Nur wenige schaffen den Aufstieg zum Rendite-Gipfel**



Bild: Jungfraubahnen Holding AG

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

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

Inhaltsverzeichnis

– Zusammenfassung	S. 2
– Die Bergbahnenbranche - ein Überblick	ab S. 3
• Schweizer Bahnen verlieren Gäste	S. 3
• Finanzierung bleibt grösste Herausforderung	S. 7
• Neue Märkte im Visier	S. 8
– Die Schlüsselkennzahlen	ab S. 11
• Liquidität, Liebhaber-Motive, Rechnungslegung	S. 11
• Kennzahlen und Interpretation	S. 13
• Aktienbewertung	S. 18
• Tabelle: Kennzahlenübersicht	S. 19

Zusammenfassung

Dass der Weg zum Gipfel steinig und voller Herausforderungen ist, müssen derzeit die Schweizer Bergbahnen feststellen. Denn die langfristige Tendenz für diese wichtige Branche in der Schweizer Tourismusindustrie zeigt seit mehreren Jahren talwärts. Im Vergleich zu anderen Ländern verlieren die Schweizer Bergbahnen in der Wintersaison Gäste, wie der Rückgang der Skier Days in der vorliegenden Analyse zeigt. Die unvorteilhafte Währungssituation, das geringere Interesse am Skisport allgemein und die Konkurrenz durch günstige Flugreiseangebote machen den Bahnbetrieben zu schaffen.

Eine Möglichkeit, diesem Trend entgegenzuwirken, stellt die Fokussierung auf neue Gästegruppen aus dem asiatischen Raum dar. Allerdings gelingt die Kompensation der rückläufigen Ersteintritte von Schweizern und europäischen Gästen durch Besucher aus den BRIC-Staaten nur den grossen, auf einen Ganzjahresbetrieb ausgerichteten Bergbahnunternehmen. Sie kommen in der Hauptsaison bereits an Kapazitätsgrenzen. Kein Wunder, dass auch diese Bahnunternehmen im Branchenvergleich am besten abschneiden und für den Investor dank regelmässiger Ausschüttungen eine gute Anlagemöglichkeit darstellen. Die anderen der zwölf analysierten Aktien eignen sich vor allem wegen der Naturaldividenden als Anlage für Personen mit einem Bezug zur Region.

Eine weitere grosse Herausforderung für mehr als zwei Drittel der Bahnen ist die Finanzierung künftiger Investitionen. Aufgrund der vorliegenden Kennzahlen ist davon auszugehen, dass nur rund 10% von 48 analysierten Bahnbetrieben anstehende Ersatzinvestitionen aus eigener Kraft finanzieren können. Auch aus diesem Grund sind die meisten Bergbahnaktien Liebhaber-Titel. Neben den Jungfrau-, Titlis- und Pilatusbahnen verfügen auch noch die Schilthornbahnen über eine gewisse Anlagequalität. Die Auswahl an Bergbahnaktien ist auf OTC-X mit 70 Aktiengesellschaften zwar gross. Allerdings schaffen nur wenige den Aufstieg zum Rendite-Gipfel, wie diese Branchenanalyse zeigt.

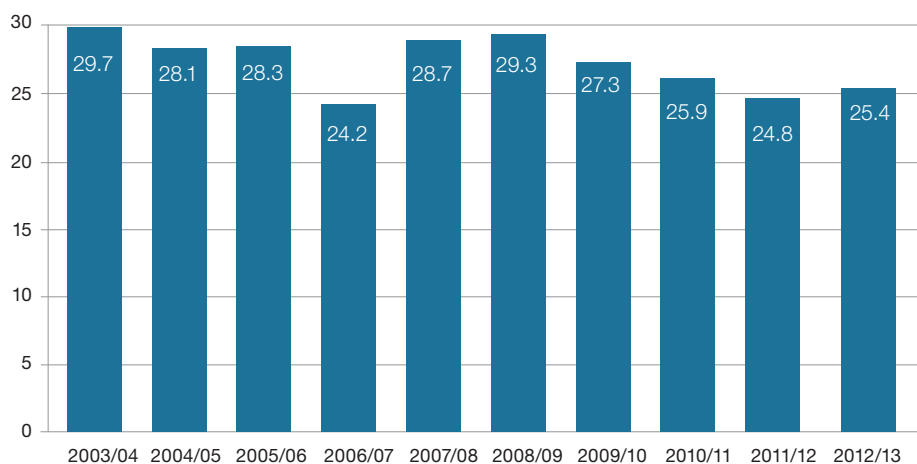
Die Bergbahnbranche – ein Überblick

Schweizer Bahnen verlieren Gäste

Umsatzschwankungen von Bergbahnen werden in der Regel mit den fünf W's erklärt: Wetter, Weihnachten, Wochenenden, Wirtschaft und Währung. In den Wintersaisons 2007/08 und 2008/09 waren die Bedingungen für die Schweizer Seilbahnen hervorragend. Seither haben sich die Rahmenbedingungen verschlechtert. Die meteorologischen Verhältnisse zeigten sich in den letzten Saisons nicht von der Sonnenseite. Ideal ist ein früher Wintereinbruch mit starken Schneefällen im November/Dezember sowie häufig schönes Wetter über die Ferienzeiten und Wochenenden. Die Entwicklung der Wechselkurse ist hinlänglich bekannt und hat Ferien in den Schweizer Bergen im Vergleich zum angrenzenden Ausland merklich verteuert. Die Abbildungen 1 und 2 zeigen die Entwicklung der Skier Days (Winterersteintritte) bei den Schweizer Bergbahnen.

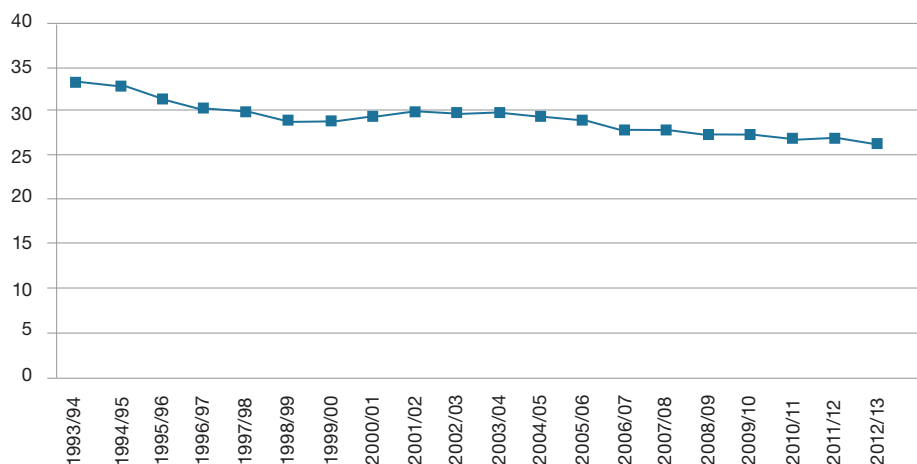
«Umsatzschwankungen werden mit dem Wetter, Weihnachten, Wochenenden, Wirtschaft und Währung erklärt.»

Abb. 1: Entwicklung der Skier Days der Schweizer Bergbahnen (in Mio.)



Quelle: Seilbahnen Schweiz: Saisonbilanz 2012/13 der Schweizer Skigebiete

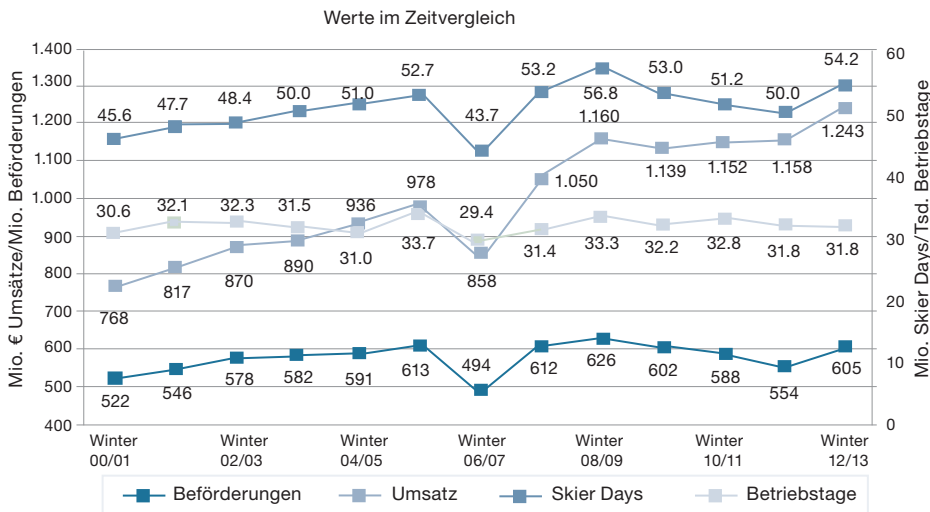
Abb. 2: Entwicklung Fünfjahresdurchschnitt der Skier Days in der CH (in Mio.)



Quelle: Seilbahnen Schweiz: Saisonbilanz 2012/13 der Schweizer Skigebiete

Die Tendenz bei den Skier Days ist deutlich negativ. Für die Seilbahnunternehmen in Österreich zeigt sich eine andere Entwicklung. Die Saison 2012/13 war gemessen an den Skier Days die zweitbeste der Geschichte.

Abb. 3: Entwicklung der Skier Days in Österreich



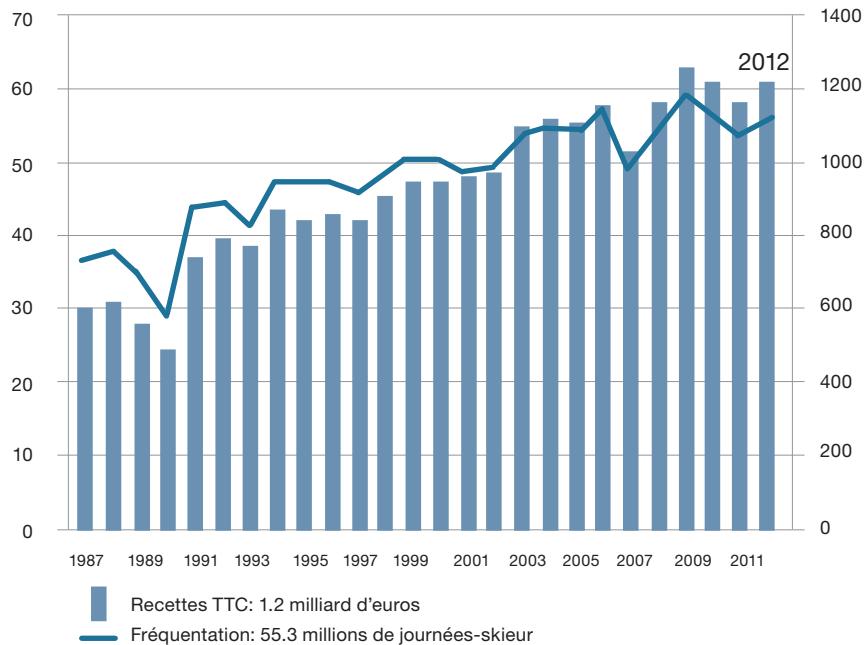
Quelle: Seilbahnen Österreich: Wirtschaftsbericht der Seilbahnen, Wintersaison 2012/13

Auch in Frankreich ist kein negativer Trend bei den Skier Days auszumachen. Abbildung 4 zeigt die Entwicklung bis 2012. Es ist davon auszugehen, dass Frankreich und Österreich auf Kosten der Schweiz zugelegt haben. Die von Schweizern in Österreich über das touristische Winterhalbjahr verursachten Logiernächte sind um 14.4% (2011/12) bzw. 3.6% (2012/13) gestiegen. Absolut beträgt die Steigerung 300'000 Logiernächte. Mehr als die Hälfte davon fällt auf das Bundesland Tirol. Dieser Verlust an Schweizer Gästen Richtung Österreich entspricht in etwa den Skier Days im Gebiet Scoul. Stärker ins Gewicht fallen dürften jedoch Gäste aus Deutschland, welche sich für einen Urlaub in Österreich statt in der Schweiz entschieden haben. In den letzten beiden Wintersaisons stieg die Anzahl Logiernächte von deutschen Gästen in Österreich um jeweils über 4%. In der Schweiz resultierte im gleichen Zeitraum eine Abnahme von 15.5% (2011/12) bzw. von 1.8% (2012/13).

«Die Tendenz ist bei den Skier Days in der Schweiz deutlich negativ.»

«Es ist davon auszugehen, dass Frankreich und Österreich auf Kosten der Schweiz zugelegt haben.»

Abb. 4: Entwicklung der Skier Days in Frankreich



Quelle: www.domaine-skiable.fr

Die Zahlen zeigen, dass sich die Verteuerung des Schweizer Frankens negativ auf die Besucherzahlen ausgewirkt hat. Es scheint jedoch, dass sich die Zahlen an Skier Days und Logiernächten nun auf tiefem Niveau etwas stabilisiert haben. Der Start in die Saison 2013/14 hat offenbar eine weitere Verbesserung gebracht. Die Skier Days der Schweizer Bergbahnen sind bis Ende Dezember 2013 gegenüber der Vorsaison um 4.5% gestiegen. Die Verkehrserträge sind hingegen nur um 1.2%. Dies lässt einerseits auf zunehmende Rabatte schliessen. Andererseits könnten Mehrtageskartenbesitzer ihre Abonnements häufiger benutzt haben. Zwischen den Regionen bestehen grosse Unterschiede. Die Bahnen in der Zentralschweiz konnten ihre Verkehrserträge um 12% steigern. In Graubünden resultierten zwar rund 2% mehr Skier Days. Der Umsatz blieb jedoch konstant. Nach dem witterungsbedingt schlechten Januar sind jedoch per 31.01.2014 sämtliche Regionen gegenüber der Vorsaison im Minus. Der Rückgang liegt bei 4.4% (Skier Days) bzw. 2.9% (Verkehrsertrag).

Die nächste Abbildung zeigt die Entwicklung von Verkehrsertrag und EBITDA der Schweizer Bergbahnen im Überblick über die letzten Jahre. Für 44% der 48 analysierten Bergbahnunternehmen beträgt der im letzten Jahresabschluss ausgewiesene Verkehrsertrag 90 bis 100% vom Maximum der vergangenen Fünfjahresperiode. Das heisst, gegenüber dem Maximumwert der letzten fünf Jahre liegt der aktuelle Wert zwischen 0% und 10% tiefer. Ein weiteres Drittel liegt aktuell zwischen 10% und 20% hinter dem Maximum der letzten fünf Jahre zurück. Für 20% der Unternehmen war die letzte Saison die erfolgreichste der vergangenen Fünfjahresperiode. Erfolgt ein Vergleich nicht mit dem Maximum der letzten fünf Jahre, sondern mit dem Fünfjahresdurchschnitt, fällt der Eindruck etwas positiver aus. 42% der Unternehmen liegen über dem Fünfjahresdurchschnitt. Dazu gehören einerseits vor allem kleinere Gebiete in den Voralpen, welche vom schneereichen und kalten Winter 2012/13 profitiert haben. Anderer-

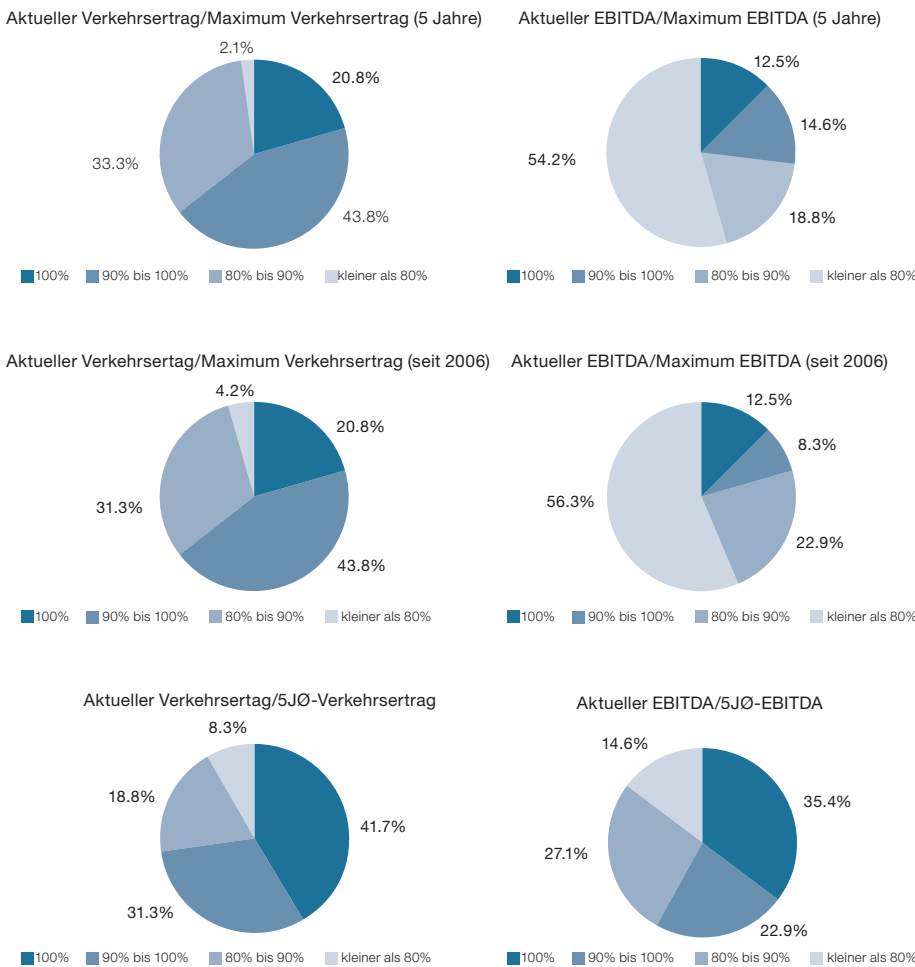
«Nach dem witterungsbedingt schlechten Januar sind sämtliche Regionen gegenüber der Vorsaison im Minus.»

«Für 20% der Unternehmen war die letzte Saison die erfolgreichste der vergangenen Fünfjahresperiode.»

seits Gesellschaften, welche vermehrt von asiatischen Gästen frequentiert werden. Die grossen auf den Wintersport fokussierten Gesellschaften gehören jedoch tendenziell zu den Verlierern.

«Die grossen auf den Wintersport fokussierten Gesellschaften gehören jedoch tendenziell zu den Verlierern.»

Abb. 5: Verkehrsertrag und EBITDA im Vergleich über die letzte Fünfjahresperiode



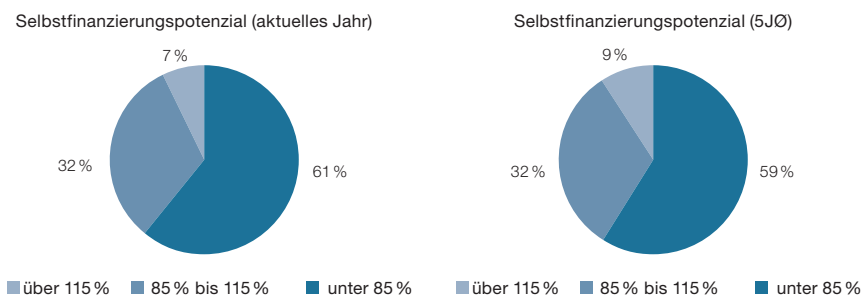
Quelle: IFZ Institut für Finanzdienstleistungen Zug der Hochschule Luzern¹

Aufgrund der hohen Fixkostenlastigkeit ist der EBITDA stärker rückläufig als der Verkehrsertrag. Bei 54% der Unternehmen liegt der aktuelle EBITDA mehr als 20% unter dem Maximum der letzten fünf Jahre. Nur gerade bei 12.5% ist der aktuelle EBITDA der höchste der letzten fünf Jahre.

Es ist davon auszugehen, dass nur rund 10% der Bergbahnunternehmen in der Lage sind, die anstehenden Ersatzinvestitionen aus eigener Kraft zu finanzieren (vgl. Abbildung 6). Etwa 60% haben ein Selbstfinanzierungspotenzial von weniger als 85%. Die Bandbreite variiert von ca. 30% bis 200%. Ein Viertel der Bahnunternehmen liegt unter 70%.

«Es ist davon auszugehen, dass nur rund 10% der Bergbahnen anstehende Ersatzinvestitionen aus eigener Kraft finanzieren können.»

Abb. 6: Potenzial zur Selbstfinanzierung von Investitionen



Quelle: IFZ Institut für Finanzdienstleistungen Zug der Hochschule Luzern²

Der hohe Kapitalbedarf bzw. dessen Finanzierung dürfte eine der grössten Herausforderungen für die Zukunft bleiben. Das Wintersportgeschäft ist ein stagnierendes Geschäftsfeld. Auch in Österreich ist im Zeitablauf ein höchstens moderates Wachstum festzustellen. Die jährliche Wachstumsrate beträgt seit der Saison 2000/01 etwa 1.5%. In Frankreich liegt die Wachstumsrate seit 1987 ebenfalls bei 1.5% p.a. Für die Zukunft dürfte jedoch eher mit einer Verlangsamung zu rechnen sein. Und schlussendlich zählen für die Bergbahnen nicht in erster Linie die Skier Days, sondern die Erträge. Aufgrund des harten Wettbewerbs werden sich die zunehmenden Skier Days kaum positiv auf die Erträge auswirken. Nichtsdestotrotz überbieten sich die Schweizer Bergbahnen mit Investitionen, welche zu Überkapazitäten führen. Aus regionalpolitischen Aspekten unterstützt die öffentliche Hand das Wetttrüsten «ihrer» Bahnen. Im Vordergrund steht die Erhaltung der Wettbewerbsfähigkeit der eigenen Destination. In der Zentralschweiz beispielsweise bauen die Stoosbahnen eine neue Zubringerbahn für CHF 50 Mio. Die Sörenbergbahnen wollen in eine bessere Anbindung des Briener Rothorns ans übrige Skigebiet CHF 35 Mio. investieren. Diese Investitionen betragen etwa das 5- bzw. 3.5-fache des Jahresumsatzes! Zum Vergleich: Für die Jungfraubahnen würde dies der Belastung einer Investition von CHF 500 bis CHF 750 Mio. entsprechen. Aufgrund von Investitionsbeiträgen der öffentlichen Hand fällt die Belastung für die Unternehmen aber geringer aus.

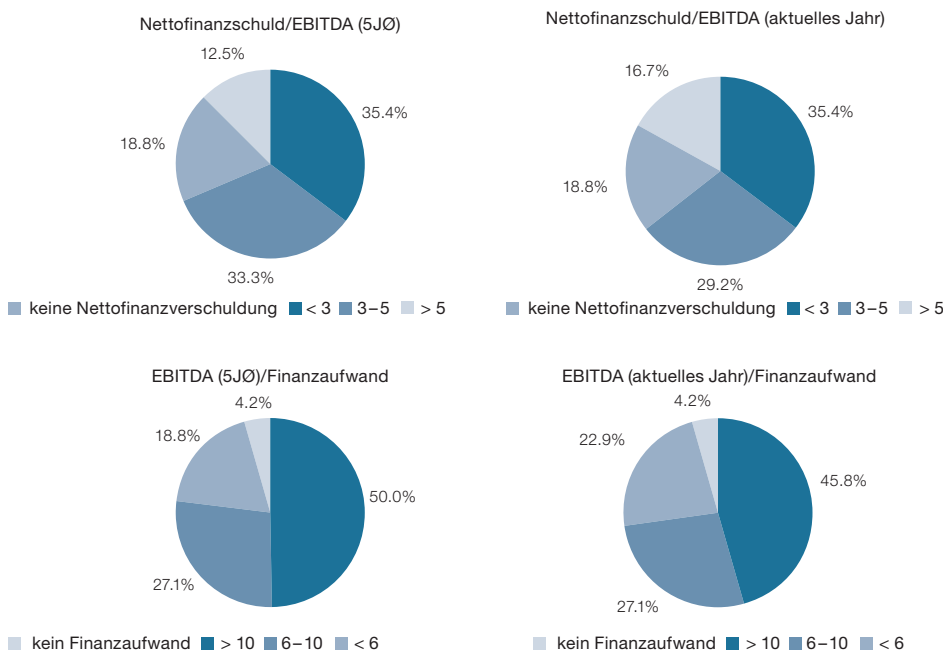
Abbildung 7 zeigt einen Überblick über die derzeitige Verschuldung der Schweizer Bergbahnen.

«Der hohe Kapitalbedarf bzw. dessen Finanzierung dürfte eine der grössten Herausforderungen bleiben.»

¹ Analysiert wurden 48 Bergbahnunternehmen mit einem Umsatz von jeweils mehr als CHF 5 Mio. Diese generieren zusammen mehr als 90% des Branchenumsatzes. Die folgenden Jahresabschlüsse wurden berücksichtigt: Bilanzstichtag im Frühling: 2012/13, Bilanzstichtag Ende Dezember: 2012, Bilanzstichtag im Herbst: 2011/12.

² Der aktuelle EBITDA bzw. der Fünfjahresdurchschnitt wurde den laufenden Finanzierungskosten und dem Ersatzinvestitionsbedarf gegenübergestellt. Dabei wurde auch die Teuerung der Anlagen berücksichtigt. Das Alter der Anlagen wurde ebenfalls berücksichtigt. Falls der Wert 100% beträgt, sollte das Unternehmen gerade in der Lage sein, die Ersatzinvestitionen in der Zukunft zu finanzieren. Investitionen in neue Anlagen, neue Erlebnisse, Ausweitung Beschneigungsinfrastruktur, Ersatz Skilift durch kuppelbare Sesselbahn usw. sind dabei nicht berücksichtigt.

Abb. 7: Aktuelle Verschuldung



Quelle: IFZ Institut für Finanzdienstleistungen Zug der Hochschule Luzern

Rund 20% der analysierten 48 Bergbahnunternehmen mit mehr als CHF 5 Mio. Umsatz weisen keine Nettofinanzschulden auf. Das heisst, sie haben entweder kein verzinsliches Fremdkapital aufgenommen oder die flüssigen Mittel übersteigen das verzinsliche Fremdkapital. 12.5% der Unternehmen weisen eine Nettofinanzverschuldung auf, welche mehr als dem Fünffachen des EBITDA (Fünfjahresdurchschnitt) entspricht. Betriebswirtschaftlich ist ein derartiges Verhältnis nicht zu rechtfertigen. Ein «normales» Industrieunternehmen würde kaum so fremdfinanziert. Implizite Garantien der öffentlichen Hand zur Sicherung ihrer Tourismusgebiete dürften in diesen Fällen die hohe Verschuldung ermöglichen. Ein weiteres Drittel der beobachteten Unternehmen weist ein Verhältnis zwischen 3 und 5 auf. Auch dies stellt für ein Bergbahnunternehmen bereits eine beachtliche Schuldenlast dar. In Einzelfällen sollte die Verschuldung auch mit dem Modernisierungsgrad der Anlagen verglichen werden. Besonders schlimm ist eine hohe Verschuldung in Kombination mit grossen anstehenden Investitionen. Nach getätigten Grossinvestitionen kann die Verschuldung hingegen schon etwas grösser sein.

Das A und O für den finanziellen Erfolg einer Bergbahn ist eine möglichst hohe Auslastung, am besten über das ganze Jahr. Einigen Unternehmen wie etwa den Jungfraubahnen, den Titlisbahnen, den Pilatusbahnen oder auch den Schilthornbahnen ist es dank asiatischen Gästen gelungen, ihre Finanzstärke deutlich zu steigern. Für den Grossteil der Bergbahnunternehmen werden Asiaten jedoch auch in Zukunft kaum eine Rolle spielen.

In vielen Skidestinationen spricht man von der Erschliessung neuer Skifahrer-Märkte. Asiatische Gäste eignen sich wohl (noch) nicht zu einer wesentlichen Steigerung der Auslastung. Explizit erwähnt werden in diesem Zusammenhang

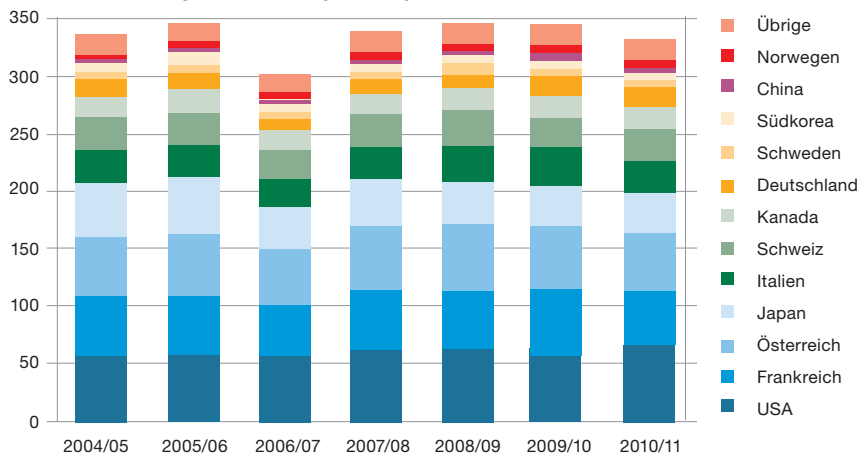
«Nur rund 20% der analysierten 48 Bergbahnen mit mehr als 5 Mio. CHF Umsatz wiesen keine Nettofinanzschulden auf.»

«In vielen Skidestinationen spricht man von der Erschliessung neuer Skifahrer-Märkte.»

insbesondere die Märkte Osteuropa und Skandinavien. Die Anzahl der Logiernächte von schwedischen Gästen betrug im Winterhalbjahr 2012/13 rund 100'000. Die skandinavischen Gäste frequentieren vor allem die attraktiven Freeride-Gebiete. Über 10'000 und damit rund 10% der schwedischen Logiernächte fallen beispielsweise auf die Destination Engelberg-Titlis. Viele Schweden dürften auch in Andermatt/Sedrun, Disentis oder Verbier Logiernächte verbuchen. Durch das in Aussicht gestellte Engagement des skandinavischen Skigebietsbetreibers «Skistar» beim Ausbau der Skiarena Andermatt/Sedrun wird sich die Anzahl skandinavischer Gäste sicherlich weiter erhöhen.

Abbildung 8 zeigt die weltweite Verteilung der Skier Days. Die Schweiz rangiert auf dem sechsten Platz. Die Skierdays in der Schweiz sind von der Höhe her vergleichbar mit Italien. USA, Frankreich und Österreich zählen jeweils mehr als doppelt so viele Skier Days als die Schweiz. Wie Abbildung 8 zeigt, ist die Anzahl der weltweiten Skier Days seit 2004/05 nicht gestiegen.

Abb. 8: Skier Days weltweit (in Mio.)



Quelle: Seilbahnen Schweiz: Fakten und Zahlen zur Schweizer Seilbahnbranche, Ausgabe 2012.

Wintersportferien sind ein gut austauschbares Gut. In Österreich und Frankreich fällt der gleiche Schnee wie in der Schweiz vom Himmel. Die Transport- und Beschneiungsinfrastruktur wird von identischen Herstellern geliefert. Den Schweizer Tourismusdestinationen werden im Vergleich mit Österreich folgende Nachteile nachgesagt: Höhere Preise, rückständige Infrastruktur und schlechtere Servicequalität. Der erste Mangel ist wohl kaum zu beheben, insbesondere beim aktuellen Euro-Wechselkurs. Der zweite Mangel ist so pauschal nicht haltbar. Zu gross sind die Unterschiede zwischen den Destinationen. Gerade kleinere, vom Tagesgast abhängige Destinationen, sollten sowieso vorsichtig mit dem Ausbau ihrer Anlagen sein. Falls ein Skilift durch eine kuppelbare Sesselbahn ersetzt wird, müssen danach mindestens dreimal so viele Gäste transportiert werden, um die Rentabilität zu halten. Wenn durch die neue Anlage höhere Preise durchgesetzt werden können, reduziert sich die Steigerung vielleicht auf das 2.5fache. Auf den Punkt bringt es auch die folgende Aussage von Reto Gurtner, VR-Präsident und CEO der Weissen Arena Gruppe (Swiss Equity Magazin, November 2009): «Es ist wie im Konzert. Die Leute gehen nicht wegen einer neuen Bestuh-

«Wintersportferien sind ein gut austauschbares Gut.»

lung ins Hallenstadion, sondern wegen Robbie Williams oder den Rolling Stones. Zentral sind die den Gästen vermittelten Emotionen.» Am dritten Mangel, der Freundlichkeit bzw. der Unfreundlichkeit, sollten die Destinationen bzw. die Bergbahnen arbeiten können.

Pluspunkte im Kampf um Residenzgäste sind sicherlich Schneesicherheit (Lage über Meer, Beschneiungsinfrastruktur), vielfältiges und grosses Pistenangebot sowie eine attraktive Hotellerie bzw. Parahotellerie. Bei den Tagesgästen sind die schnelle Erreichbarkeit sowie das Ferien- und Wochenendwetter entscheidend. Für eine gute Grundauslastung der Anlagen ist ein hoher Anteil an Residenzgästen von Vorteil. Die letzten Jahre haben allerdings deutlich gezeigt, dass sich eine Kombination von Tages- und Residenzgästen als Vorteil erweisen kann, da die Einflussfaktoren der beiden Geschäftsfelder nur mässig miteinander korrelieren. Aufgrund der Tendenz zu kürzeren Ferien, welche spontan gebucht und bei Schlechtwetter vermehrt annulliert werden, steigt die Korrelation hingegen an.

«Die letzten Jahre haben gezeigt, dass sich eine Kombination von Tages- und Residenzgästen als Vorteil erweisen kann.»

Ausgewählte Bergbahnaktien

Marktliquidität

An der SIX Swiss Exchange sind nur zwei Bergbahnunternehmen kotiert: die Jungfraubahnen sowie die Bergbahnen Titlis Rotair. An der Pariser Börse sind zudem noch die Aktien der Televerbier SA kotiert. Der Marktwert des Free Floats beträgt für die Jungfraubahnen CHF 265 Mio. Das durchschnittliche Handelsvolumen liegt bei etwa CHF 100'000 pro Tag. Die Aktie kann darum auch aus der Sicht eines institutionellen Investors als einigermaßen liquide bezeichnet werden. Die Titlisbahnen sind deutlich weniger liquide. Der Marktwert des Free Floats liegt bei rund CHF 100 Mio. Das tägliche Handelsvolumen beträgt im Durchschnitt etwa CHF 30'000. Die übrigen Bergbahnaktien werden auf OTC-X gehandelt. Die gehandelten Volumina sind deutlich geringer. Am häufigsten gehandelt werden Pilatusbahnen, Säntisbahnen, Schilthornbahnen und die Bergbahnen Davos Klosters.

Liebhaber-Motive

Bergbahnaktien gelten als Liebhaberaktien. Wichtige Anlagemotive sind darum: «Etwas für die Region tun», «Zugang zur GV erhalten» oder «In den Genuss von Naturleistungen kommen». Dies führt dazu, dass Gewinnentwicklung und Aktienkursentwicklung oft wenig korrelieren. Die Bergbahnen Davos Klosters (DKB) haben beispielsweise seit 2007/08 rund 25% an EBITDA verloren. Der Aktienkurs lag im Jahr 2007/08 in einer Bandbreite von 160 bis 190 CHF. Im Jahr 2013 wurden die Titel zu Preisen von 200 bis 245 CHF gehandelt. Naturleistungen schüttet die DKB keine aus. Ganz im Gegensatz etwa zu den Bergbahnen in der Weissen Arena. Wer über 75 Aktien (derzeit entspricht dies einem Gegenwert von 9'000 CHF) besitzt, erhält 10% auf Lifttickets und Vermietungsleistungen für sich und seine Familie. Für Familien, welche ihre Winterferien in der Weissen Arena verbringen, kann die Aktie so eine attraktive Rendite abwerfen. Die Naturleistungen können darum für die Kursentwicklung wichtiger sein als der Gewinnverlauf. Eine Freikarte gibt es beispielsweise auch für die Aktionäre der Pilatus-, Säntis- und Schilthornbahnen. Bei den Rigibahnen und den Titlisbahnen erfolgt die Naturalausschüttung in Abhängigkeit der Anzahl Aktien.

Typisierung der Bergbahnunternehmen

In der folgenden Analyse werden 12 Bergbahnunternehmen bzw. Aktien analysiert. Es handelt sich dabei um die «liquidesten» Titel. Es hat darunter reine Ausflugsberge, welche keine bzw. kaum Wintersportaktivitäten anbieten. Dazu gehören die Pilatusbahnen, die Rigibahnen und die Säntisbahnen. Davon zu unterscheiden sind die grossen Wintersportgebiete, welche nahezu den ganzen Ertrag im Winter generieren. In diese Kategorie fallen Davos, Weisse Arena, Lenzerheide, Verbier, Engadin St. Moritz. Eine dritte Kategorie bilden Unternehmen, welche sowohl ein mittelgrosses bis grosses Skigebiet umfassen als auch

«Nur zwei Bergbahnunternehmen sind in der Schweiz börsenkotiert. Die übrigen Bahnaktien werden auf OTC-X gehandelt.»

«Die Naturleistungen können für die Kursentwicklung wichtiger sein als der Gewinnverlauf.»

über ein attraktives Ausflugsziel verfügen. Dazu gehören die Jungfraubahnen, die Titlisbahnen sowie die Schilthornbahnen. Auch die Zermatt Bergbahnen zählen dazu. Diese haben allerdings immer noch ein deutliches Umsatzübergewicht im Winter.

Ein weiteres Unterscheidungsmerkmal ist der Verkehrsertragsanteil: Die Zermatt Bergbahnen beispielsweise verzichten auf das Führen von Gastronomie- und Beherbergungsbetrieben. Der Verkehrsertragsanteil liegt darum beinahe bei 100%. Die Weisse Arena Gruppe verdient hingegen nur 40% mit dem Verkehrsgeschäft. Der Rest des Umsatzes wird mit Gastronomie, Beherbergung, Skivermietung usw. generiert. Die Lenzerheide Bergbahnen haben vor drei Jahren auf das Führen einer eigenen Gastronomie verzichtet. Im Fünfjahresdurchschnitt liegt der Anteil des Verkehrsertrags darum «nur» bei 80%. Die Umsatzgliederung hat Auswirkungen auf die Interpretation der Kennzahlen. Es gilt folgender Zusammenhang:

$\frac{\text{Cashflow}}{\text{Umsatz}}$	x	$\frac{\text{Umsatz}}{\text{Kapital}}$	=	$\frac{\text{Cashflow}}{\text{Kapital}}$
$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Umsatz}}$	x	$\frac{\text{Umsatz}}{\text{Kapital}}$	=	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Kapital}}$
Kosteneffizienz	x	Kapitaleffizienz	=	Kapitalrentabilität
Marge	x	Kapitalumschlag	=	Kapitalrentabilität

Unternehmen mit einem hohen Gastronomieanteil verfügen über eine geringere Kosteneffizienz (z.B. EBITDA-Marge). Die Personalkosten und Warenkosten sind im Vergleich zum Verkehrsgeschäft deutlich höher. Dafür zeichnet sich die Gastronomie im Vergleich zum Verkehrsgeschäft durch eine höhere Kapitaleffizienz (Kapitalumschlag) aus. Im Verkehrsgeschäft muss zur Umsatzgenerierung mehr Kapital eingesetzt werden im Vergleich zur Gastronomie. Beherbergungsaktivitäten sind im Vergleich zur Restauration weniger kostenintensiv. Die Davos Klosters Bergbahnen haben einen Verkehrsertragsanteil von «nur» 65%. Sie führen jedoch keine Restauration auf eigene Rechnung, sondern nur Beherbergung (inkl. Frühstück). Die Auswirkungen des tiefen Verkehrsertragsanteils auf die Marge sind darum viel geringer.

Durch Multiplikation von Marge und Kapitalumschlag resultiert die Kapitalrentabilität. Hohe Verkehrsertragsanteile wirken sich positiv auf die Marge aus, jedoch negativ auf den Kapitalumschlag. Die Kapitalrendite ist darum deutlich weniger von den Geschäftsfeldern abhängig, da sich die Vor- und Nachteile teilweise neutralisieren.

Besonderheiten der Rechnungslegung

Von den 12 analysierten Unternehmen verfügen nur deren drei über einen anerkannten Jahresabschluss mit einem sogenannten «true and fair view». Der Rest wendet nur die aktienrechtlichen Minimalvorschriften an. Dies hat beispielsweise Konsequenzen auf die Abschreibungspolitik. Dazu ein Beispiel: Nach dem Rechnungslegungsstandard Swiss GAAP FER werden die Kabinen von Umlauf-

«Bei den Zermatt Bergbahnen erreicht der Verkehrsanteil beinahe 100%.»

«Unternehmen mit einem hohen Gastronomieanteil verfügen über eine geringere Kosteneffizienz.»

bahnen über 16 Jahre abgeschrieben. Die eidgenössische Steuerverwaltung lässt eine Abschreibung über 5 Jahre zu. Sofern es die Ertragskraft zulässt, kann eine Bergbahnunternehmung mit einer Buchführung nur nach Aktienrecht über beispielsweise 5 oder 10 Jahre abschreiben. Je nach kantonaler Gesetzgebung sind auch Sofortabschreibungen von bis zu 40% zulässig. Auch der Spielraum zur Bildung von Rückstellungen ist bei einem anerkannten Rechnungslegungsstandard geringer.

Gewinngrößen nach Abschreibungen (EBIT, Jahresgewinn) entsprechen darum unter Umständen nicht den betriebswirtschaftlich korrekten Werten. Ebenfalls verzerrt sind die Buchwerte der Anlagen sowie der Buchwert des Eigenkapitals. Auf eine Analyse dieser Größen wird darum verzichtet. Die Kapitalrentabilität wird wie folgt berechnet: Cashflow (Fonds NUV) / Anschaffungswerte der Anlagen. Die gängigen Renditegrößen «Eigenkapitalrendite» und «Gesamtkapitalrendite» werden nur für die drei Unternehmen mit anerkanntem Rechnungslegungsstandard ausgewiesen.

Die Folge überhöhter Rückstellungen und Abschreibungen sind stille Reserven. Aus Anlegersicht dürfte diese in der Regel jedoch wenig bedeutend sein. Auf die Infrastruktur am Berg können die Unternehmen nicht verzichten, was das Realisieren der stillen Reserven verunmöglicht. Hotelbetriebe und Personalthäuser im Tal werden die Bergbahnen in der Regel auch behalten, zur Sicherung warmer Betten für Gäste und Mitarbeiter. Der Verkauf von Land zwecks Bau von attraktiven Zweitwohnungen entfällt in den meisten Orten als Folge der Zweitwohnungsinitiative.

Umsatzwachstum

Der wichtigste Wachstumstreiber der letzten Jahre war die steigende Nachfrage aus den asiatischen Märkten. Jungfraubahnen, Titlisbahnen und Pilatusbahnen konnten ihren Umsatz darum über die letzten fünf Jahre deutlich steigern. Den höchsten Zuwachs mit 7.7% p.a. erreichten die Titlisbahnen, welche sehr stark in den grössten Wachstumsmärkten Indien und China positioniert sind. Die Jungfraubahnen sind in Asien viel stärker diversifiziert. Das Wachstum ist darum aber auch etwas geringer ausgefallen. Die Zermatt Bergbahnen und die Schilthornbahnen haben sicher auch von den Asiaten profitiert. Rückläufige Erträge im Wintersport bzw. bei anderen Gästegruppen konnten dadurch jedoch nicht vollständig kompensiert werden.

Die klassischen Wintersportgebiete haben in den letzten fünf Jahren an Umsatz verloren. Die Gründe dafür wurden bereits in der Branchenanalyse aufgeführt. Am meisten haben die Bergbahnen im Oberengadin verloren (-20%, bzw. -4.3% p.a.). In St. Moritz macht sich neben den allgemeinen Herausforderungen auch die «Bettenproblematik» bemerkbar. Zum einen sind in den letzten Jahren viele warme Betten verschwunden. Zum anderen sind die vielen Betten der Luxushotellerie oft wenig ergiebig für die Bergbahnen bzw. mit Nicht-Skifahrern belegt. Die klassischen Ausflugsberge Säntis und Rigi haben ihren Umsatz im Fünfjahresvergleich etwa konstant gehalten. Da sie vor allem von Individualgästen frequentiert werden, sind ihre Umsätze sehr witterungsabhängig.

«Stille Reserven dürften aus Anlegersicht wenig bedeutend sein, weil das Realisieren der Reserven nicht möglich ist.»

«Wichtigster Umsatztreiber der letzten Jahre war die steigende Nachfrage aus den asiatischen Märkten.»

Kosteneffizienz (Marge)

Mit 48% weist die Zermatt Bergbahnen AG die mit Abstand höchste EBITDA-Marge auf. Dies ist zum einen auf den hohen Verkehrsertragsanteil von 96% zurückzuführen. Zum anderen gelingt es den Zermatt Bergbahnen jedoch auch, die Anlagen über die Wintersaison gut auszulasten. Als klar auf Residenzgäste ausgerichtete Destination ist eine wichtige Grundauslastung gegeben. Hinzu kommen als Trümpfe die höhenbedingte Schneesicherheit, die internationale Bekanntheit sowie die vielen Sonnentage. Allerdings hat auch Zermatt über die letzten fünf Jahre an Umsatz und damit an Ertragskraft eingebüsst. Auch die Bergbahnen in Davos und auf der Lenzerheide weisen hohe EBITDA-Margen auf. Dass die Unternehmen im Sommerhalbjahr kaum Geld verdienen, wirkt sich nicht «massiv» auf EBITDA und Cashflow aus. Die vielen teuren, kuppelbaren Anlagen, welche im Sommer kein Geld generieren, verursachen auch keine direkten Personalkosten und keinen Energieaufwand. Positiv hervorzuheben sind sicherlich die Titlisbahnen und die Bahnen aus Verbier. Mit einem Verkehrsertragsanteil von 64% bzw. 70% sind EBITDA-Margen von 40.0% bzw. 32.9% sehr gut. Jungfraubahnen, Titlisbahnen und Pilatusbahnen konnten ihre EBITDA-Margen in den letzten fünf Jahren deutlich verbessern. Die klassischen Wintersportgebiete haben hingegen deutlich an EBITDA verloren. Diese hatten ihre EBITDA-Rekordwerte in den Saisons 2007/08 oder 2008/09. Die Bergbahnen Engadin St. Moritz sowie die Bergbahnen Verbier haben seither über 30% an EBITDA verloren.

Kapitaleffizienz (Marge)

Die Kapitaleffizienz bzw. der Kapitalumschlag wird auf Basis von Anschaffungswerten gerechnet. Die Säntisbahnen weisen einen Wert von 27% auf. Das heisst, mit einem Franken Kapitaleinsatz werden 27 Rappen an Umsatz generiert. Die Analyse der 12 Bergbahnunternehmen zeigt, dass Ausflugsberge mit relativ geringer Infrastruktur sowie Unternehmen mit einem hohen Gastroanteil am besten abschneiden. Ebenfalls sehr gut schneiden die Jungfrau-, die Schilthorn- und die Titlisbahnen ab. Bei ihnen wirkt sich positiv aus, dass ihre Anlagen praktisch über das ganze Jahr hinweg gut ausgelastet sind. Ein Vergleich: Die Titlisbahnen und die Lenzerheide Bergbahnen setzen jeweils eine Infrastruktur im Wert von je rund CHF 270 Mio. ein. Die Lenzerheide Bergbahnen erzielen damit einen Umsatz von CHF 31 Mio., die Titlisbahnen CHF 56 Mio. Dabei zeigt sich der Vorteil einer ganzjährig guten Auslastung. Bei den Jungfraubahnen wirkt erschwerend, dass das Unternehmen schwergewichtig schienengebundene Bahnen betreibt. Die Kapitalintensität ist gegenüber der Luftseilbahnen deutlich höher.

Bei den klassischen Wintersportgebieten hat sich die Kapitaleffizienz über die letzten Jahre verschlechtert. Bei den Bergbahnen, welche stark von asiatischen Gästen profitieren, hat sich die Kapitaleffizienz hingegen gegenüber dem Fünfjahresdurchschnitt um rund 2 bis 3 Prozentpunkte verbessert. Beim Kapitalumschlag ist auch der Modernisierungsgrad der Anlagen zu berücksichtigen. Je älter die Anlagen sind, desto höher ist der Kapitalumschlag unter sonst gleichen Bedingungen.

«Die Zermatt Bergbahnen AG weisen die mit Abstand höchste EBITDA-Marge auf.»

«Bei den klassischen Wintersportgebieten hat sich die Kapitaleffizienz über die letzten Jahre verschlechtert.»

Kapitalrentabilität

Die höchste Kapitalrentabilität im Fünfjahresdurchschnitt weisen die bereits mehrfach in den vorherigen Abschnitten erwähnten Pilatus- (7.0%), Titlis- (7.4%) und Jungfraubahnen (5.9%) auf. Der Abstand zu den Bergbahnen in Davos, Verbier oder Zermatt, welche Werte von rund 4.5% bis 5% erreichen, ist auf den ersten Blick nicht allzu gross. Es gilt jedoch zu berücksichtigen, dass erstere eher eine steigende Tendenz aufweisen und letztere sich mit den Jahren verschlechtern haben. Der Umkehrwert der Kapitalrendite gibt an, wie viele Jahre ein Unternehmen mit dem Cashflow zur vollständigen Refinanzierung der Anlagen benötigt. Eine Rendite von 7% (3%) entspricht einer Refinanzierungsdauer von 14 (33) Jahren. Die durchschnittliche Lebensdauer einer Bergbahninfrastruktur dürfte wohl bei rund 30 Jahren liegen. Um seine Investitionen in Zukunft aus eigener Kraft zu finanzieren, sollte wohl eine Kapitalrendite von rund 4.5% verdient werden, was einer Wiederbeschaffungsdauer von etwa 22 Jahren entspricht. Diese Dauer liegt unter der durchschnittlichen Lebensdauer. Es muss jedoch berücksichtigt werden, dass die Anlagen einer Teuerung unterliegen. Hinzu kommen steigende Anforderungen, welche die Anlagen verteuern (bspw. Behindertenzugang, Windsicherheit usw). Zudem müssen die Bergbahnen zur Erhaltung der Wettbewerbsfähigkeit nicht nur Ersatzinvestitionen tätigen, sondern auch Neuinvestitionen (in neue Erlebnisse, Verbesserung Schneesicherheit, Komfortsteigerungen) finanzieren.

Kapitalrentabilität (true and fair view)

Im abgelaufenen Geschäftsjahr erreichten die Titlisbahnen eine Gesamtkapitalrendite (auf Basis Buchwerten) von 18.2%. Damit übertreffen sie eine risikogerechte Renditeerwartung der Investoren mit Sicherheit. Die Eigenkapitalrendite lag sogar bei 22.1% (ohne Berücksichtigung von Immobilienverkäufen läge die Eigenkapitalrendite bei 18.5%). Die Jungfraubahnen erreichten eine Gesamt- und Eigenkapitalrendite von ca. 6%. Damit dürfte eine risikogerechte Renditeforderung gerade verfehlt werden. Für die Jungfraubahnen wirkt sich die sehr hohe Kapitalintensität der vielen schienenengebundenen Bahnanlagen stark negativ aus. In Verbier resultierte im abgelaufenen Jahr eine Gesamtkapitalrendite von nur gerade 0.6%. Im Vorjahr resultierte noch ein Wert von 4%. Ein deutlicher Umsatzeinbruch drückte die Rentabilität allerdings.

Selbstfinanzierungskraft

Die höchste Selbstfinanzierungskraft haben die Jungfrau-, Pilatus- und Titlisbahnen. Ihr Fünfjahresdurchschnitts-EBITDA reicht rund 2mal aus, um die betriebsnotwendigen Ersatzinvestitionen sowie die Fremdkapitalzinsen zu bezahlen. Das Potenzial für Erweiterungsinvestitionen ist darum gross. Gerade etwa genügend zur Finanzierung der Ersatzinvestitionen und Bezahlung des Finanzaufwands verdienen die Bergbahnen Davos, Weisse Arena, Verbier und Zermatt. Zur Finanzierung von Erweiterungsinvestitionen aus eigener Kraft müssen diese Bahnen ihre Ertragskraft allerdings steigern. Zu wenig EBITDA zur Erhaltung der Infrastruktur generieren: Lenzerheide, Rigi, Engadin St. Moritz. Schwierig zu

«Die höchste Kapitalrentabilität weisen die Pilatus-, Titlis- und Jungfraubahnen auf.»

«Im abgelaufenen Geschäftsjahr erreichten die Titlisbahnen eine Gesamtkapitalrendite von 18.2%.»

«Zu wenig EBITDA zur Erhaltung der Infrastruktur generieren die Bahnen Lenzerheide, Rigi und Engadin St. Moritz.»

beurteilen sind die Säntisbahnen, welche derzeit gerade sehr grosse Investitionen tätigen. Etwas speziell scheinen auch die Schilthornbahnen zu sein. Auf Stufe EBITDA- und Cashflow sind die Bahnen ganz klar unterdurchschnittlich. Sie schütten jedoch jährlich eine attraktive Bardividende aus. Die Verschuldung ist massvoll. Der kumulierte Free Cashflow ist über die letzten sieben Jahre positiv. Alles spricht für eine starke Selbstfinanzierung. Eine mögliche Erklärung wäre, dass das Unternehmen (kleinere) Investitionen direkt der Erfolgsrechnung belastet, was den ausgewiesenen EBITDA und Cashflow drückt.

Verschuldung

Die Pilatus-, Säntis- und Jungfraubahnen sind (netto)finanzschuldenfrei. Stark verschuldet sind die Weisse Arena Gruppe, die Zermatt Bergbahnen sowie die Bergbahnen Engadin St. Moritz. Ihre Nettofinanzschuld übersteigt den EBITDA (Fünfjahresdurchschnitt) um mehr als das Vierfache. Auf der Lenzerheide gilt es zu berücksichtigen, dass die Schuldenlast nun im Sommer 2013 weiter angestiegen sein dürfte. Die restlichen Unternehmen sind massvoll verschuldet.

Zukünftiges Wachstum

Asiatische Gäste werden auch zukünftig für Wachstum sorgen. Für die Titlis-, Jungfrau- und Pilatusbahnen sollte sich das Wachstum allerdings verlangsamen, denn die Kapazitäten in den Hauptreisezeiten sind bereits ziemlich erschöpft. Es gilt darum, die Randzeiten besser zu füllen. Die Titlisbahnen investieren in eine Kapazitätserweiterung ihrer Bahnen. Die Jungfraubahnen wollen mit der geplanten V-Bahn die Reisedauer auf das Jungfraujoch erheblich reduzieren. Die lange Anreise ist momentan ein Wettbewerbsnachteil gegenüber den Titlisbahnen. Nachholpotenzial könnten die Schilthornbahnen und auch die Zermatt Bergbahnen haben. In die touristische Destination Zermatt (nicht nur Bergbahnen) sollen bis 2018 CHF 1.2 Mrd. investiert werden. Diskutiert wird auch eine Sommer-Süderschliessung des Gebiets. Reisegruppen könnten dann via Italien nach Zermatt reisen und anschliessend Zermatt in Richtung Paris verlassen. Dadurch wäre Zermatt besser an die Reiseflüsse der unter Zeitdruck stehenden Gruppenreisenden angeschlossen. Dieses Projekt dürfte allerdings einen sehr langen Zeithorizont haben.

Bei den Bergbahnen in Davos, Lenzerheide, Weisse Arena und auch in der Jungfrauskiregion haben die Tagesgäste eine mittelgrosse Bedeutung. Ihre Umsätze sind darum auch witterungsabhängig. Prognosen der durch Tagesgäste generierten Erträge sind darum nicht möglich. Im Bereich der Residenzgäste wären eine Vergünstigung des Euros sowie eine Stabilisierung der Konjunktur in Westeuropa notwendig, damit das Umsatzniveau von 2007 bis 2009 wieder erreicht werden könnte.

Die abgelaufene Fünfjahresperiode war durch frühe Wintereinbrüche und gute Schneebedingungen über die Weihnachtszeit gekennzeichnet. Auch die meisten Voralpengebiete konnten in der Hauptsaison attraktive Pisten anbieten. Zum einen ist Schnee bis in tiefe Lagen auch für die hochgelegenen Destinationen vorteilhaft, da dadurch die Lust auf Wintersport steigt. Zum anderen führt dies

«Bei den Titlis-, Jungfrau- und Pilatusbahnen sind die Kapazitäten in den Hauptreisezeiten ziemlich erschöpft.»

aber dazu, dass sich die Anzahl der Wintersportler auf mehr Regionen verteilt. Destinationen wie etwa Engadin, Zermatt oder Davos konnten den Trumpf ihrer Höhenlage darum in den letzten Jahren nicht vollumfänglich ausspielen.

Es ist davon auszugehen, dass der Verdrängungswettbewerb noch zunehmen wird. Als absolute Premium-Marke sehr gut positioniert ist sicherlich Zermatt. Die Weisse Arena Gruppe erweist sich immer wieder als innovativ und anpassungsfähig. Sie hat denn auch im Vergleich zur Konkurrenz relativ wenig an Umsatz verloren. Mit dem Ausbau der Skiregion Andermatt Sedrun, welche sehr wahrscheinlich realisiert wird, entsteht neue Konkurrenz, welche sich gerade auf die Skigebiete in Nord- und Mittelbünden auswirken könnte. Die Lenzerheide könnte von der Verbindung nach Arosa profitieren sowie von einem massiven Zuwachs an warmen Betten.

Risiken

Eine Diversifikation der Gästesegmente reduziert für ein Bergbahnunternehmen das Risiko. Am besten diversifiziert sind die Jungfraubahnen: Erlebnisberge, Wintersport, Top of Europe, Individualgäste, Gruppengäste diversifiziert nach sehr unterschiedlichen Märkten. Auch die Titlisbahnen sind gut diversifiziert. Der Sommerumsatz ist jedoch sehr stark von Indien und China abhängig. Bei den Pilatusbahnen ist die Wintersaison eher schwach. Der Verzicht auf Wintersport hat jedoch auch seine guten Seiten. Es fallen keine Kosten für Pistenpräparierung und Sicherheit an. Zudem muss das Unternehmen weniger in Anlagen investieren.

Schlecht diversifiziert sind die Wintersportgebiete im Engadin, in Davos, auf der Lenzerheide und Weisse Arena. Ihre Berge lassen sich im Sommer nur schlecht verkaufen. Der Anteil des Winterertrags liegt teilweise über 90%. Die Abhängigkeit von den Ferien und Wochenenden ist darum hoch.

Allgemein kann man sagen, dass die Bergbahnen von einer Art «to big to fail» profitieren. Da ganze Tourismusdestinationen von den Bergbahnen abhängig sind, ist es eigentlich undenkbar, dass eine grössere Bergbahnunternehmung Konkurs geht. Die öffentliche Hand und lokale Banken sowie die Bevölkerung haben darum grosse Anreize zur finanziellen Unterstützung der Bergbahnen.

Ausschüttungen

Mit Ausnahme der Rigi- und Säntisbahnen sowie der Bergbahn Engadin St. Moritz schütten alle analysierten Bergbahnunternehmen Bardividenden aus. Die Aktionäre der Säntisbahn verzichten seit einigen Jahren auf eine Bardividende. Stattdessen sollen die Mittel zur Investitionsfinanzierung verwendet werden. Die höchste Dividendenrendite erreichen die Schilthornbahnen mit 3.4%. Die Ausschüttung erfolgt aus Kapitalreserven (Agio) und ist darum für den Privatanleger steuerfrei. Dasselbe trifft für die Ausschüttung der Weissen Arena Gruppe und der Lenzerheide Bergbahnen zu.

«Es ist davon auszugehen, dass der Verdrängungswettbewerb noch zunehmen wird.»

«Eine Diversifikation der Gästesegmente reduziert für ein Bergbahnunternehmen das Risiko.»

Aktienbewertung

Die beste Anlagequalität verfügen die Jungfrau- und Titlisbahnen. Beide Aktien haben den SPI über die letzten 10 Jahre deutlich geschlagen. Die Finanz- und Wirtschaftskrise haben beide schadlos überstanden und neue Rekorderträge und Gewinn erreicht. Dies trifft eigentlich auch für die Pilatusbahnen zu. Gegen diese spricht die deutlich geringere Marktliquidität. Gemessen an den Enterprise Value Multiples sind die Pilatus-Bahnen und die Titlisbahnen etwas günstiger als die Jungfraubahnen. Ansonsten sind noch die Schilthornbahnen in Betracht zu ziehen. Sie haben ein gewisses Aufholpotenzial.

Die Berechnung von Kurs/Gewinn Verhältnis (KGV) und Kurs/Buchwert Verhältnis (KBV) ist nur für Unternehmen mit anerkanntem Jahresabschluss sinnvoll. Die Titlisbahnen weisen derzeit ein KGV von 8.5 und eine KBV von 1.7 auf. Die Jungfraubahnen ein KGV von 14.6 und ein KBV von 0.9. Angesichts der Eigenkapitalrendite von «nur» 6% sind die Jungfraubahnen mit einem KBV von weniger als 1 korrekt bewertet. Das KGV von 14.6 nimmt zukünftiges Wachstum voraus. Die Titlisbahnen sind auf den ersten Blick deutlich günstiger bewertet. Allerdings sind die Risiken etwas höher und die langfristigen Wachstumsaussichten etwas geringer. Prognosen besagen, dass der Gletscher am Titlis noch rund 30 Jahre existieren wird.

Den klassischen Wintersportgebieten ist durchaus weiteres Wachstum zuzutrauen. Dafür müssen allerdings die W-Faktoren mitspielen. Die Gewinneinbussen der Bahnen haben sich in den letzten Jahren kaum auf die Aktienkurse ausgewirkt. Eine Gewinnerholung wird sich darum auch nicht unbedingt positiv auf die Kurse auswirken.

Zudem gilt es folgendes zu berücksichtigen: Aus einer wertorientierten Aktionärsicht führt Wachstum nur zu einer Wertsteigerung, falls die Investitionen eine Rendite über den risikogerechten Kapitalkosten verdienen. Ansonsten führt das Wachstum zu einer Wertvernichtung. Als Folge des umkämpften Wintersportmarktes dürften gerade die klassischen Wintersportdestinationen versucht sein, Wachstum über zu hohe Investitionen zu finanzieren. Aus betriebswirtschaftlicher Sicht ist dies nicht sinnvoll. Aus regionalpolitischer Sicht ist das Vorgehen jedoch verständlich. Schliesslich stehen und fallen die Destinationen mit der Attraktivität ihrer Wintersportinfrastruktur. Der Aktionär kann darum mit einer Investition etwas Gutes für die Region tun. Bergbahnaktien sind darum vorwiegend für Liebhaberaktionäre. Wer die Naturleistungen nutzt, bekommt dazu noch eine ansehnliche Rendite.

«Über die beste Anlagequalität verfügen die Jungfrau- und Titlisbahnen.»

«Bergbahnaktien sind darum vorwiegend für Liebhaberaktionäre. Wer die Naturleistungen nutzt, bekommt dazu noch eine ansehnliche Rendite.»

Tabelle 1: Kennzahlen

	Schilthorn	Rigi	Jungfrau	Titlis	Säntis	Pilatus	Davos Klosters	Weisse Arena	Lenzerheide	Zermatt	Verbier	Engadin St. Moritz
	2012	2012	2012	2012/13	2012	2012	2012/13	2012/13	2012/13	2012/13	2011/12	2011/12
Rechnungslegung	OR	OR	FER	FER	OR	OR	OR	OR	OR	OR	IFRS	OR
<i>Die in den folgenden Zeilen ausgewiesenen Ertrags- und Gewinnzahlen basieren auf Fünfjahresdurchschnitten. Alle Grössen in TCHF. AW AV = Anschaffungswerte des Anlagevermögens</i>												
Betriebsbeitrag	23'493	15'626	142'670	55'781	13'542	23'070	57'813	85'399	30'850	64'722	56'297	54'397
Anteil Verkehrsertrag	71.3%	79.7%	75.0%	63.9%	38.3%	59.1%	64.8%	40.5%	80.2%	95.8%	69.8%	68.4%
Verkehrsertrag	16'745	12'461	107'036	35'644	5'184	13'640	37'456	34'593	24'729	62'024	39'307	37'192
EBITDA	5'122	2'993	54'111	22'591	2'447	6'370	22'548	24'406	11'188	31'092	18'609	15'061
Cashflow (Fonds NUV)	4'769	2'691	48'348	20'198	2'151	6'211	20'506	20'603	9'653	24'995	17'649	12'890
EBITDA-Marge	21.7%	19.5%	37.9%	40.0%	18.0%	27.5%	38.9%	28.5%	36.8%	48.0%	32.9%	27.6%
Cashflow-Marge	20.2%	17.5%	33.9%	35.7%	15.7%	26.9%	35.4%	24.1%	31.8%	38.5%	31.2%	23.6%
Betriebsbeitrag / AW AV	18.1%	15.8%	17.5%	20.4%	27.0%	26.2%	13.6%	18.3%	11.3%	11.7%	15.4%	14.2%
Cashflow / AW AV	3.7%	2.7%	5.9%	7.4%	4.3%	7.0%	4.8%	4.4%	3.5%	4.5%	4.8%	3.4%
Nettofinanzschuld / EBITDA	2.00	1.6	<0	0.1	<0	<0	1.4	4.8	3.1	4.1	1.2	4.3
<i>Die folgenden Grössen werden nur für Jahresabschlüsse nach einem anerkannten Rechnungslegungsstandard ausgewiesen. In den anderen Fällen können die ausgewiesenen Gewinn- und Eigenkapitalgrössen unter Umständen zu stark verzerrt sein. Es handelt sich um Grössen (in TCHF) aus dem aktuellsten verfügbaren Jahresabschluss.</i>												
Eigenkapital			421'337	82'971							119'900	
verzinsliches FK			24'294	20'551							23'756	
Jahresgewinn			26'531	18'360							633	
Finanzaufwand			237	445							255	
Eigenkapitalrendite			6.3%	22.1%							0.5%	
Gesamtkapitalrendite			6.0%	18.2%							0.6%	
<i>Die folgenden Grössen zeigen wie die Bergbahnunternehmen im Vergleich zu ihren Rekordwerten seit 2006 stehen.</i>												
Wachstum Verkehrsertrag p.a. (fünf Jahre)	-0.7%	0.0%	2.7%	6.9%	-0.2%	2.5%	-2.8%	-1.1%	-1.8%	-2.2%	-2.2%	-4.3%
Aktueller Verkehrsertrag / Maximum VE seit 2006	90%	91%	100%	100%	91%	100%	86%	92%	87%	93%	81%	83%
Aktueller EBITDA / Maximum EBITDA seit 2006	67%	75%	100%	100%	67%	100%	76%	86%	76%	85%	62%	68%
Höchster EBITDA im Jahr	2008	2011	2012	2012/13	2011	2012	2008/09	2009/10	2008/09	2007/08	2007/08	2008/09
<i>Die folgenden Grössen beziehen sich auf 5-Jahresdurchschnitt der Grössen Umsatz, EBITDA bzw. Cashflow</i>												
Anzahl Aktien	35'000	2'000'000	5'835'000	672'000	48'000	26'400	386'000	500'000	1'940'789	629'200	1'400'000	1'945'990
Kurs	1'050	4	67	175	910	1'575	201	120	24	229	74	11
Verzinsliches FK	11'460	5'740	24'294	20'551	-	-	44'997	126'993	61'590	-	23'756	66'000
Enterprise Value	48'210	12'740	415'239	137'815	43'680	41'580	122'583	186'993	107'199	144'087	127'356	87'892
Equity Value	36'750	7'000	390'945	117'264	43'680	41'580	77'586	60'000	45'609	144'087	103'600	21'892
EV / Umsatz	2.1	0.8	2.9	2.5	3.2	1.8	2.1	2.2	3.5	2.2	2.3	1.6
EV / EBITDA	9.4	4.3	7.7	6.1	17.9	6.5	5.4	7.7	9.6	4.6	6.8	5.8
EV / Cashflow	10.1	4.7	8.6	6.8	20.3	6.7	6.0	9.1	11.1	5.8	7.2	6.8
EV / AW AV	0.4	0.1	0.5	0.5	0.9	0.5	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2
Dividende	36	0	1.8	4.68	0	25	3.6	2	0.4	2	0.61	0
Dividendenrendite	3.4%	0.0%	2.7%	2.7%	0.0%	1.6%	1.8%	1.7%	1.7%	0.9%	0.8%	0.0%

(Kurs und Dividende in CHF, EV und Equity Value in TCHF, Multiples beziehen sich auf 5-Jahresdurchschnitt der Grössen Umsatz, EBITDA bzw. Cashflow)

Disclaimer

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

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

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

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

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

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

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

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

Information zu Verflechtungen:

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