OTC-X RESEARCH
by BEKB | BCBE

BRANCHENANALYSE BERGBAHNEN

«Fernmärkte, Klimawandel & Innovationen: Gute Aussichten für das Sommergeschäft.»

Bild: Stanserhornbahn

Weitere Informationen zu ausserbörslich gehandelten Nebenwerten finden Sie unter

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

Branche: **Bergbahnen**
Datum: 19.12.2019
Autor: Prof. Dr. Philipp Lütolf, Hochschule Luzern Wirtschaft, IFZ, für Zern & Partner GmbH

Inhaltsverzeichnis

– Teil 1: Die Bergbahnbranche - ein Überblick ..... S. 3
  • 1.1 Wintersportgeschäft ..... S. 3
  • 1.2 Ausflugsgeschäft ..... S. 6
– Teil 2: Finanzsituation der Schweizer Bergbahnen ..... S. 9
  • 2.1 Untersuchungsgegenstand ..... S. 9
  • 2.2 Ertrag und Cashflow im Zweijahresvergleich ..... S. 9
  • 2.3 Ertrag und Cashflow im Zehnjahresvergleich ..... S. 11
  • 2.4 Bedeutung von Schnee und Wetter ..... S. 14
  • 2.5 Bedeutung des Sommergeschäfts ..... S. 18
  • 2.6 Investitionen ..... S. 20
  • 2.7 Finanzierung ..... S. 20
  • 2.8 «Langfristszenarien» Klimawandel ..... S. 22
– Teil 3: Analyse ausgewählter Bergbahnunternehmen ..... S. 26
  • 3.1 Ausflugsbergbahnen ..... S. 26
  • 3.2 Wintersportbahnen ..... S. 32

Zusammenfassung

Mit der Wintersaison 2018/19 konnten die untersuchten Schweizer Bergbahnen und Wintersportdestinationen ein zweites erfolgreiches Jahr in Folge abschliessen. Nach einer mehrjährigen Durststrecke erreichten viele Bahnen einen Verkehrsertrag auf dem Niveau der Rekordjahre 2008 bis 2010. Positiv ist weiterhin das solide Wachstum der operativen Ergebniszahlen auf Stufe EBITDA und Cashflow, was auch die Finanzsituation der untersuchten Betriebe und deren Investitionsfähigkeit verbessert hat. Dennoch sind selbst bei einem positiven Zukunftsszenario nur etwa die Hälfte der untersuchten Bahnen in der Lage, ihre Investitionen künftig eigenständig finanzieren zu können.

Eine Chance für die Bergbahnbetriebe liegt vor allem im Sommergeschäft. Einerseits dürften die Folgen des Klimawandels in Zukunft für eine Konzentration des Wintersportgeschäfts auf schneesichere Destinationen sorgen, was tiefer gelegene Destinationen zu Anpassungen ihres Angebotes zwingen wird, sofern sie nicht aufgeben wollen. Andererseits bieten die im Vergleich zum Wintergeschäft deutlich niedrigeren Durchschnittserträge pro Gast Potenzial für Preisanpassungen.

Für 2019 zeichnet sich nach dem Rekordsommer 2018 auch aufgrund exogener Faktoren, wie einer konjunkturell bedingten Zurückhaltung der Gäste aus den Fernmärkten, insbesondere aus Asien, kein grosses Wachstum in der Branche ab. Die Geschäftszahlen dürften sich daher bestenfalls leicht verbessern. Mittelfristig sollte sich das Wachstum in der Branche jedoch wieder fortsetzen.

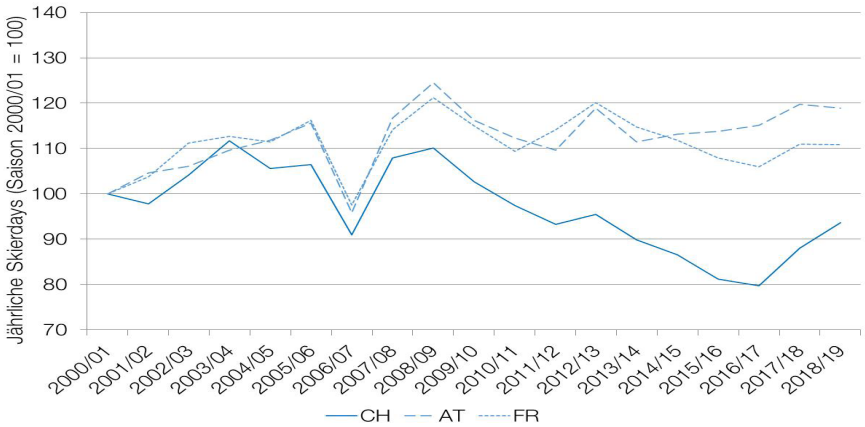
Teil 1: Die Bergbahnbranche – ein aktueller Überblick

1.1 Wintersportgeschäft

Die Wintersaison 2018/19 ist für die Schweizer Bergbahnen sehr zufriedenstellend verlaufen. Die Anzahl der Skierdays ist gegenüber dem Vorjahr um 6.2% gestiegen. Gegenüber dem Fünfjahresdurchschnitt beträgt der Zuwachs sogar 10.3%. Abbildung 1 zeigt die Entwicklung der Skierdays in den Ländern Schweiz, Österreich und Frankreich. Im Gegensatz zur Schweiz waren die Skierdays in Österreich und Frankreich leicht rückläufig. Der Anteil der Schweizer Skierdays am Total Skierdays (Frankreich, Österreich und Schweiz) liegt für die Saison 2018/19 bei 18.7%. Dies ist der höchste Anteil seit 2011/12. 2016/17 lag der Marktanteil mit 17% am tiefsten.

«Die Anzahl der Skierdays ist gegenüber dem Vorjahr um 6.2% gestiegen.»

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

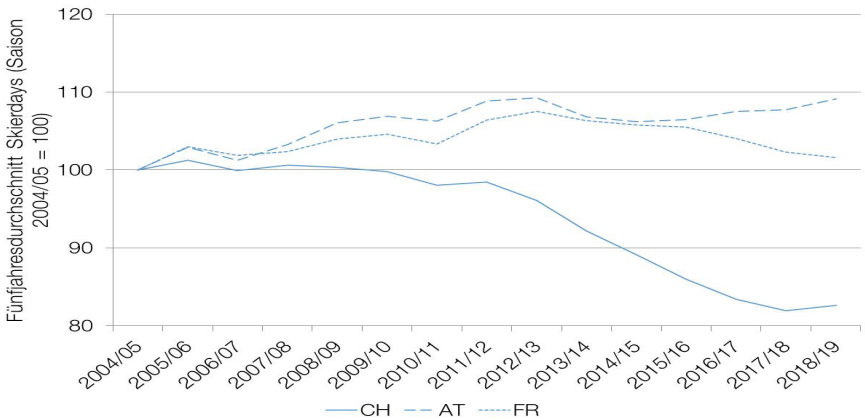


Quelle: Seilbahnen Schweiz, Domaine Skiable de France, Seilbahnen Österreich, Berechnungen IFZ Zug

Auf Basis des Fünfjahresdurchschnitts fällt die Erholung der Schweizer Skierdays weniger stark ins Gewicht. Die Schweiz weist gegenüber Deutschland und Frankreich den deutlich negativeren Trend aus (Abbildung 2).

«Auf Basis des Fünfjahresdurchschnitts fällt die Erholung der Schweizer Skierdays weniger stark ins Gewicht.»

Abb. 2: Skierdays / Winterersteintritte Schweiz, Österreich und Frankreich (5JØ)



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

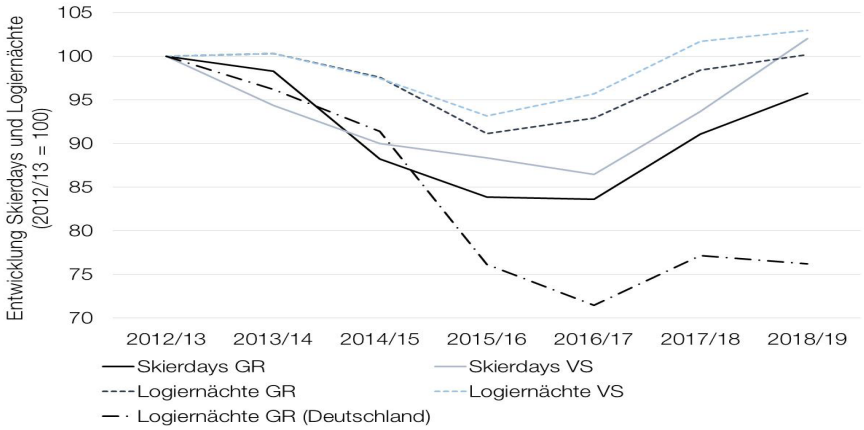
Seit 2016/17 konnte die Schweiz um ca. 3.7 Mio. Skierdays bzw. um ca. 17.5% zulegen. Hauptgründe für die erfreuliche Entwicklung sind gute Schneeverhältnisse (2017/18 und 2018/19) sowie sehr gutes Wetter (2018/19). Die Hotellogiernächte in Graubünden und Wallis sind seit 2016/17 um rund 8% gestiegen, wobei der deutlich grössere Teil des Wachstums auf das Jahr 2017/18 fällt. Das Wachstum der Logiernächte konnte über die letzten zwei Jahre nicht mit dem Skierdays-Wachstum mithalten, wie Abbildung 3 zeigt. Es lässt sich schätzen, dass Hotel-Aufenthaltsgäste für maximal einen Viertel des Skierdays-Wachstums verantwortlich sind. An der positiven Entwicklung der Hotelgäste haben auch deutsche Gäste ihren Anteil. Die von deutschen Besuchern in Graubünden verzeichneten Logiernächte liegen gegenüber 2016/17 um rund 6.5% höher. Das nicht auf steigende Hotellogiernächte zurückführende Wachstum der Skierdays ist auf Tagesgäste sowie auf Gäste der Parahotellerie und Ferienwohnungseigentümer zurückzuführen. In der Parahotellerie ist zu berücksichtigen, dass zunehmend attraktive Ferienwohnungsresorts erstellt werden, welche nicht in die Hotellogiernächtestatistik fallen.

«Hauptgründe für die erfreuliche Entwicklung sind gute Schneeverhältnisse sowie sehr gutes Wetter.»

«In der Parahotellerie ist zu berücksichtigen, dass zunehmend attraktive Ferienwohnungsresorts erstellt werden, welche nicht in die Hotellogiernächtestatistik fallen.»

Seit 2012/13 haben sich die Logiernächte (Hotellerie) in beiden Kantonen besser und vor allem stabiler als die Skierdays entwickelt. Aufgrund der gegenüber dem Hotelgast noch wettersensitiveren Tagesgäste war dies eigentlich zu erwarten. Die Übernachtungen der deutschen Gäste sind im Winter 2018/19 schweizweit um 1.2% gestiegen. Im Kanton Graubünden resultierte ein Rückgang um 1.2%. Im Bundesland Tirol gingen die Übernachtungen der Deutschen, welche mehr als 50% der Logiernächte ausmachen, um 0.6% zurück. Dieser Rückgang dürfte auch der Grund für die Abnahme der Skierdays in Österreich sein. Es ist aber zu berücksichtigen, dass die österreichische Hotellerie 2017/18 ein Rekordjahr verzeichnete. Der geringe Rückgang erfolgt somit auf sehr hohem Niveau.

Abb. 3: Entwicklung von Logiernächten (Hotellerie) und Skierdays in den Kantonen Graubünden und Wallis seit 2012/13



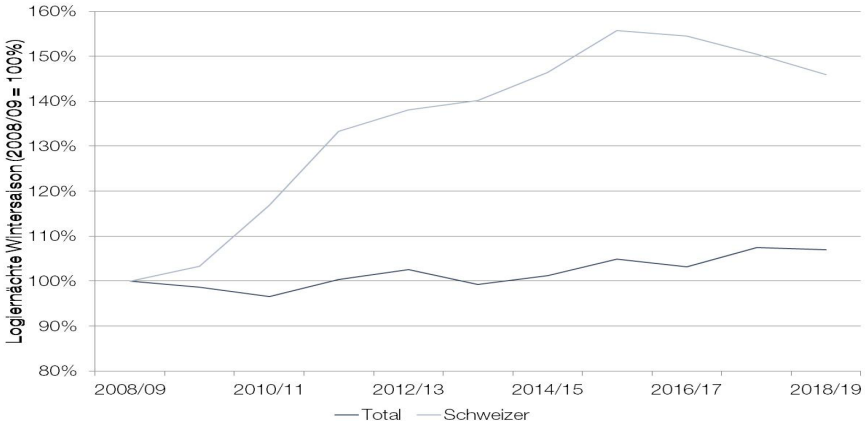
Quelle: Seilbahnen Schweiz und Bundesamt für Statistik. Zahlen jeweils für Wintersaison, Berechnungen IFZ Zug

Die Logiernächte der Schweizer in Vorarlberg und Tirol sind 2018/19 ebenfalls etwas rückläufig (-2.7% in Tirol, -3.5% in Vorarlberg) verlaufen. In absoluten Zahlen macht der Rückgang 2018/19 in den beiden Bundesländern etwas mehr

als 50'000 Logiernächte aus. Ein ähnlicher Rückgang resultierte auch bereits 2017/18. Ein leichter Trend, dass Schweizer Gäste vermehrt im Inland Ski fahren, ist feststellbar. Die etwas mehr als 100'000 Schweizer-Logiernächte, welche Österreich über die letzten zwei Jahre verloren hat, entsprechen in etwa den Skierdays am Rinerhorn in Davos. Seit 2008/09 liegen die Schweizer-Logiernächte in den beiden österreichischen Bundesländern allerdings immer noch mit knapp 600'000 im Plus. Dies entspricht in etwa der Anzahl Skierdays in Saas Fee oder in Crans Montana.

«Ein leichter Trend, dass Schweizer Gäste vermehrt im Inland Ski fahren, ist feststellbar.»

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



Quelle: Tirol Tourism Research, Landesstelle für Statistik Vorarlberg.

Um die Entwicklung der Skierdays 2019/20 zu schätzen, müsste man Wetter und Schnee vorhersehen können. Der Wintereinbruch bis in relativ tiefe Lagen Mitte November war vielversprechend. Ein intensiver Föhnsturm schmolz den Schnee in tieferen Lagen wieder weg. Sehr gut eingeschneit sind per Anfang Dezember 2019 beispielsweise die wettermässig südlich gelegenen Gebiete St. Moritz, Saas Fee, Zermatt. Auf der Alpennordseite bieten vor allem höher gelegene Skigebiete mit weit entwickelter Beschneiungsinfrastruktur gute Pistenverhältnisse per Anfang Dezember an. Entscheidend wird erstens sein, dass es vor Weihnachten noch zu Schneefällen und Kälteperioden kommt. Zweitens muss dann das Wetter an den wichtigen Saisontagen mitspielen.

Positiv stimmen beispielsweise die Buchungsstände in der Parahotelliere. Per 21. November 2019 liegen die Buchungen von Interhome und der Schweizer Jugendherbergen jeweils um 4.6% über dem «guten» Vorjahr. In den Reka-Feriendörfern beträgt das Plus 1.2%. Der CHF/Euro-Kurs liegt aktuell etwas tiefer als zu Beginn der Wintersaison 2018/19. Solange sich der Kurs knapp unter der Grenze von CHF 1.10 je Euro halten kann, ist wohl kaum mit weiteren negativen Folgen zu rechnen. Die der Schweiz verbliebenen «Euro-Gäste» sollten zunehmend weniger preissensitiv sein. Noch unklar sind die Auswirkungen neuartiger Preismodelle. Dynamische Preismodelle für Tages- und Mehrtageskarten sowie teilweise stark vergünstigte Saisonkarten gewinnen an Verbreitung. Die Hochschule Luzern arbeitet an einer Studie über die Auswirkungen alternativer Preismodelle. Aus diesem Grund wird das Pricing in der vorliegenden Studie nicht behandelt.

«Die der Schweiz verbliebenen «Euro-Gäste» sollten zunehmend weniger preissensitiv sein.»

«Noch unklar sind die Auswirkungen neuartiger Preismodelle.»

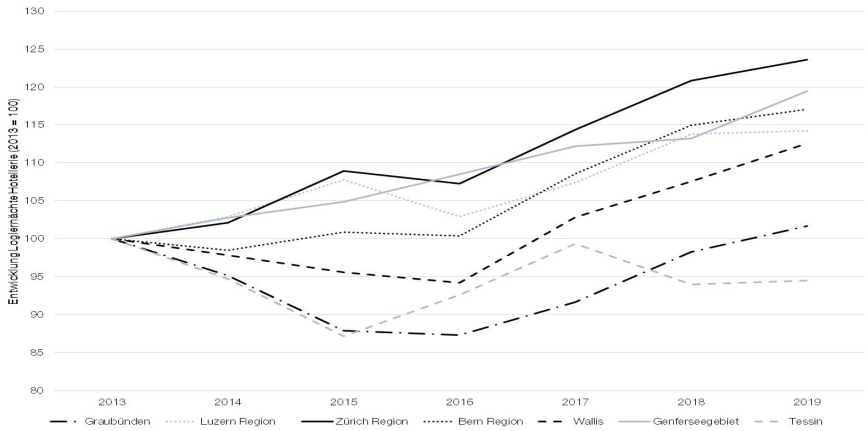
1.2 Ausflugsgeschäft

Die Messlatte des «Super-Sommers» 2018 liegt hoch. Die Sommerersteintritte stiegen 2018 um 18.7%. 2019 waren die Eintritte um 3.6% rückläufig. Angesichts der schwierigeren Witterungsverhältnisse ist dies ein erfreuliches Ergebnis. Die höchsten Rückgänge verzeichneten die Regionen Ost- (-9.9%) und Zentralschweiz (-7.1%). Am geringsten war der Rückgang im Wallis (-0.9%) und in Graubünden (-2.8%). Im Plus (1%) liegt nur die Region Tessin. Positiv zu werten ist, dass der Verkehrsertrag schweizweit trotz weniger Eintritte um 2.2% angestiegen ist. Dies muss nicht nur die Folge von höheren Preisen sein. Alternative Erklärungen sind, dass weniger Kurzstrecken und/oder weniger rabattierte Gäste (z.B. mit Halbtax) gefahren sind.

«Positiv zu werten ist, dass der Verkehrsertrag schweizweit trotz weniger Eintritten um 2.2% angestiegen ist.»

Abbildung 5 zeigt die Entwicklung der Logiernächte seit 2013, jeweils für die Monate Juni bis September. In Graubünden zeigt sich ein ähnliches Bild wie im Winter. Über die letzten zwei Jahre konnte der Verlust der Vorjahre in etwa wettgemacht werden. Seit 2016 resultiert ein Zuwachs um rund 16%. Auch im Sommer 2019 stiegen die Logiernächte um 3%. Noch besser haben sich die Logiernächte im Wallis entwickelt. Die Logiernächte liegen um 13% über dem Niveau von 2013. Zu berücksichtigen ist dabei aber ein Zermatt-Effekt. In Zermatt liegen die Logiernächte aktuell um rund 25% über 2013. Im Jahr 2013 machte Zermatt (inkl. Täsch) rund einen Viertel der Walliser Logiernächte aus. Ohne Zermatt wäre das kantonale Wachstum seit 2013 wohl im einstelligen Bereich.

Abb. 5: Entwicklung Logiernächte seit 2013, jeweils Juni bis September (Hotellerie)



Quelle: Bundesamt für Statistik

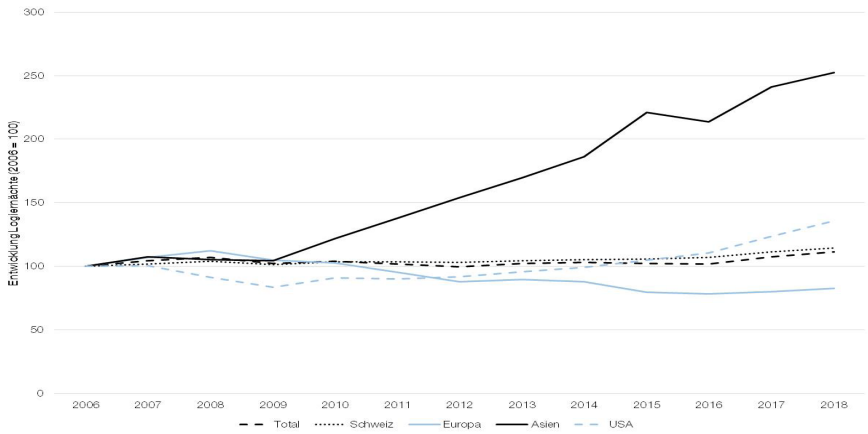
.

Mit den Regionen Zürich und Genferseegebiet haben zwei nicht alpine Regionen die beste Logiernächteentwicklung. Die Regionen Luzern / Vierwaldstättersee und Bern (inkl. Berner Oberland) liegen um rund 15% über dem Niveau von 2013. Die Logiernächte sind mehr oder weniger konstant angestiegen. Im Vergleich zu den Tourismusregionen Wallis und Graubünden haben die Zentralschweiz und Bern in den Jahren zuvor (2008 bis 2013) keine Logiernächte verloren. Das Wachstum 2013 bis 2019 hat daher in diesen beiden Regionen auf einem höheren Niveau begonnen.

Der Bergsommer scheint im Trend zu sein. Noch ist die Bedeutung der Sommerverkehrserträge in vielen Regionen gering. In Davos fallen beispielsweise 44% der Logiernächte (nur Hotellerie) des Jahres 2018/19 auf den Sommer. Die Davos Klosters Bergbahnen erzielten etwas mehr als 17% der Ersteintritte im Sommer. Am Verkehrsertrag macht der Sommer allerdings nur rund 5% aus. Das Beispiel zeigt sehr schön die «Problematik» des Sommergeschäfts in Destinationen mit bedeutendem Residenzgästeanteil. Zum einen hat der Gast im Sommer noch viel mehr Alternativen zur Bergbahnbenutzung als im Winter. Wandern und Biken funktioniert auch ohne Bergbahnen. Zum anderen besteht die Gefahr, dass die Bergbahnfahrten im Rahmen von Bergbahnen-inklusive-Angeboten zu günstig veräussert werden. Falls der Sommer aus Gästesicht weiter an Werthaltigkeit gewinnt, was gut möglich ist, ist es schade, wenn die Zahlungsbereitschaft des Kunden nicht abgeholt wird. Auf die Bedeutung und die Aussichten des Sommergeschäfts wird in Abschnitt 2.5 näher eingegangen.

«Die Bedeutung der Sommerverkehrserträge ist in vielen Regionen noch gering.»

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

Das Geschäft mit interkontinentalen Ausflugsgästen ist für einige Bergbahnunternehmen sehr lukrativ. Insbesondere die Gruppengäste aus Asien sind weniger wettersensitiv als die übrigen Gäste und reisen auch in sonst schwachen Monaten wie Mai oder Juni. Es ist daher kaum ein Zufall, dass die meisten der rentabelsten Bergbahnunternehmen in diesem Geschäftssegment tätig sind. Das Wachstum der asiatischen Gäste über die letzten Jahre ist beeindruckend. Von 2006 bis 2018 ist die Anzahl Logiernächte asiatischer Gäste um 3.3 Millionen auf 5.4 Millionen angestiegen. Der Anteil an den gesamten Logiernächten ist von 6% auf 14% gestiegen. Seit den Sommermonaten 2019 erleidet das asiatische Wachstum einen Dämpfer. Per Ende September 2019 liegen die schweizweiten Übernachtungen der koreanischen und indischen Gäste gegenüber dem Vorjahr um 5% bzw. 1.8% im Minus. Die Logiernächte des wichtigen Marktes China sind per Ende September schweizweit 2.8% im Plus. Per Ende Juli betrug das Wachstum gegenüber dem Vorjahr aber noch 7%. Aufgrund der zunehmenden Reife der chinesischen Wirtschaft ist ein Wachstumsrückgang wohl normal und zu erwarten. Wie in Indien könnte die Sorge um die Konjunktur bzw. um das verlangsamte Wachstum bremsend wirken. Für zusätzliche Unsicherheit sorgt der

«Das Geschäft mit interkontinentalen Ausflugsgästen ist für einige Bergbahnunternehmen sehr lukrativ.»

in seinen Folgen ungewisse Handelsstreit mit den USA. Hongkong ist aufgrund der Unruhen sogar vorübergehend in eine Rezession gefallen. Bis Ende September 2019 sind die Logiernächte von Gästen aus Hongkong aber gegenüber dem Vorjahr um 21% auf 126'000 gestiegen. Vorübergehend dürften die Aussichten für den Markt China etwas getrübt sein. Aufgrund der Grösse Chinas bietet der Markt mittel- bis langfristig auch bei reduziertem Wachstum ein grosses Potenzial. Positiv zu erwähnen ist, dass die durchschnittliche Aufenthaltsdauer der chinesischen Gäste in den letzten Jahren kontinuierlich leicht angestiegen ist. Von 2015 bis 2019 ist der Wert von 1.2 auf fast 1.4 Logiernächte je Ankunft gestiegen (+15%). Je länger der Gast in der Schweiz bleibt, umso mehr Bergausflüge kann er verzeichnen. Deutlich gewachsen sind 2019 die Logiernächte aus Taiwan und aus dem übrigen Südostasien. Und besonders erfreulich entwickelt sich der US-amerikanische Markt. Die Logiernächte liegen per Ende September 2019 um 10% über dem Vorjahresniveau. Bereits 2018 betrug das Wachstum 10%.

«Besonders erfreulich entwickelt sich der US-amerikanische Markt.»

Tab. 1: Logiernächte in ausgewählten Destinationen Sommer 2019 und 2018

	Veränderung 2019 vs. 2018 (Juli & August)	
	alle Logiernächte	Logiernächte Ausland
Schweiz	1.9%	0.0%
Basel	4.4%	3.6%
Engelberg	-2.9%	-3.0%
Genève	0.3%	0.3%
Grindelwald	4.8%	4.8%
Interlaken	-4.7%	-6.0%
Lausanne	7.1%	9.6%
Lauterbrunnen	0.3%	-0.7%
Luzern	-4.0%	-5.0%
Zermatt	5.9%	8.8%
Zürich	0.4%	-1.0%

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

Tabelle 1 vergleicht die Sommerlogiernächte der Jahre 2018 und 2019 für einige Destinationen. Neben einigen Städten haben sich insbesondere Zermatt und Grindelwald positiv entwickelt. In Zermatt könnte die breite Diversifikation der Gäste von Vorteil sein. Schon im laufenden Jahr könnten in Zermatt die Logiernächte von Gästen aus den USA die Logiernächteanzahl der deutschen Gäste überholen. Wachstum bei den Amerikanern ist sowohl im Sommer als auch im Winter zu beobachten.

Es ist gut möglich, dass insbesondere chinesische Gästegruppen zunehmend günstige Reisen unternehmen, um Geld zu sparen. Dies bedeutet, dass Logiernächte beispielsweise in Luzern vermehrt durch Übernachtungen in günstigeren Regionen ersetzt werden. Die Folge wäre, dass die Eintritte am Berg etwas stabiler sind als die Logiernächte. Auf die Situation der einzelnen Bergbahnunternehmen wird in Abschnitt 3.1 eingegangen. Auch wenn das Wachstum mit asiatischen Gästen etwas getrübt ist: Für die finanzielle Situation der Unternehmen ist die mit diesen Gästen verbundene Grundauslastung der Infrastruktur sehr wertvoll.

«Obwohl das Wachstum mit asiatischen Gästen etwas getrübt ist, sind diese für die Grundauslastung der Infrastruktur sehr wertvoll.»

Teil 2: Finanzsituation der Schweizer Bergbahnen

2.1 Untersuchungsgegenstand

Die Finanzsituation der Schweizer Bergbahnen wird auf Basis der Analyse der Zahlen von 53 Unternehmen eingeschätzt. Grundlage dazu bilden die veröffentlichten Geschäftsberichte. Die Unternehmen der Stichprobe weisen zusammen einen Verkehrsertrag von knapp CHF 900 Millionen und einen Gesamtertrag von rund CHF 1.25 Milliarden auf. Es ist davon auszugehen, dass rund 90% des Verkehrsertrags der Branche abgedeckt sind. Das grösste Unternehmen der Stichprobe erreicht einen Verkehrsertrag von CHF 154 Mio. Acht Unternehmen weisen einen Verkehrsertrag von weniger als CHF 3 Mio. auf. Der tiefste Einzelwert liegt bei CHF 1 Mio. Kleinstskigebiete bzw. Einzelliftskigebiete sind in der Stichprobe nicht enthalten.

2.2 Ertrag und Cashflow im Zweijahresvergleich

Nach einigen schwierigen Jahren erlebten die Schweizer Bergbahnen nun zwei deutlich bessere Wintersaisons (2017/18 und 2018/19). Wie Tabelle 2 zeigt, sind die Verkehrserträge der Bergbahnen deutlich angestiegen. Im oberen Teil von Tabelle 2 sind alle 53 Bergbahnunternehmen der Stichprobe aufgeführt. 19 davon haben ihren Geschäftsabschluss im Herbst oder per Ende Dezember. Von diesen Unternehmen ist daher kein vollständiger Abschluss vorhanden, welcher die letzte, erfolgreiche Wintersaison 2018/19 inkludiert. Für Unternehmen mit Abschluss im Herbst ist in Tabelle 2 mit «aktuellem Verkehrsertrag» der Wert für das Geschäftsjahr 2017/18 gemeint (inkl. der Wintersaison 2017/18), mit dem Begriff «Verkehrsertrag vor zwei Jahren» der Wert des Jahres 2015/16. Im unteren Teil von Tabelle 2 sind nur die 34 Bergbahnunternehmen mit Jahresabschluss im Frühling enthalten. Für diese entspricht der Verkehrsertrag des Jahres 2018/19 dem aktuellen Wert.

«Die Verkehrserträge der Bergbahnen sind deutlich angestiegen.»

Tab. 2: Entwicklung Verkehrsertrag der Schweizer Bergbahnen

alle Grössen in TCHF	Verkehrsertrag				
	aktuell	vor einem Jahr	vor zwei Jahren	5JØ aktuell	5JØ vor zwei Jahren
Alle Unternehmen (N=53)	864'026	803'240	741'120	779'043	734'682
Wachstum gegenüber Vorjahr	7.6%	8.4%			
Wachstum über zwei Jahre	16.6%			6.0%	
Nur Unternehmen mit Abschluss 2018/19 (N=34)	393'396	359'395	336'473	351'915	338'532
Wachstum gegenüber Vorjahr	9.5%	6.8%			
Wachstum über zwei Jahre	16.9%			4.0%	

Quelle: Berechnungen IFZ

Wie Tabelle 2 zeigt, ist der Verkehrsertrag der 34 Unternehmen mit verfügbarem Abschluss 2018/19 über die letzten zwei Jahre kumuliert um 18% bzw. um rund CHF 60 Mio. gestiegen. Die Differenz ist wohl zum grössten Teil den veränderten Schnee- und Wetterbedingungen zuzuschreiben. 2016/17 war sehr schneearm und mit spätem Wintereinbruch. 2018/19 waren die Schneeverhältnisse gut, und

es herrschte viel schönes Wetter an den wichtigen Saisontagen. Im oberen Teil von Tabelle 2 ist die gute Wintersaison 2018/19 für 19 Unternehmen gar nicht enthalten. Das Zweijahreswachstum dieser 19 Unternehmen vergleicht 2017/18 mit 2015/16. Der Winter 2015/16 war ähnlich schlecht wie der Winter 2016/17. Der Winter 2017/18 war jedoch für die Mehrheit schlechter als der Winter 2018/19. Daher überrascht es auf den ersten Blick, dass das Wachstum (2 Jahre) mit 17% (gesamte Stichprobe) fast gleich hoch ausfällt. Dies ist aber in erster Linie darauf zurückzuführen, dass die starken Ausflugsbergbahnen Jungfrau, Pilatus, Rigi, Schilthorn und Titlis alle nur im oberen Teil von Tabelle 2 aufgeführt sind. Diese Bahnen schliessen ihr Geschäftsjahr per Ende Jahr oder im Herbst ab. Ihre Erträge sind in den letzten Jahren insbesondere dank dem Wachstum bei den interkontinentalen Gästen deutlich gestiegen.

Das Ertragswachstum hat sich auch auf Stufe EBITDA positiv bemerkbar gemacht. Das EBITDA der 34 Unternehmen mit verfügbarem 2018/19er Abschluss ist über die letzten zwei Jahre um 26.4% gestiegen. Der Fünfjahresdurchschnitt liegt aktuell um 7% über dem Wert von vor zwei Jahren. Den 34 Unternehmen stehen im Vergleich zu vor zwei Jahren jährlich insgesamt CHF 41 Mio. mehr an EBITDA zur Verfügung.

«Das Ertragswachstum hat sich auch auf Stufe EBITDA positiv bemerkbar gemacht.»

«Der Fünfjahresdurchschnitt liegt aktuell um 7% über dem Wert von vor zwei Jahren.»

Tab. 3: Entwicklung EBITDA der Schweizer Bergbahnen (zwei Jahre)

alle Grössen in TCHF	EBITDA				
	aktuell	vor einem Jahr	vor zwei Jahren	5JØ aktuell	5JØ vor zwei Jahren
Alle Unternehmen (N=53)	418'829	371'635	330'641	361'407	333'581
Wachstum gegenüber Vorjahr	12.7%	12.4%			
Wachstum über zwei Jahre	26.7%			8.3%	
Nur Unternehmen mit Abschluss 2018/19 (N=34)	195'014	168'653	154'248	161'890	151'345
Wachstum gegenüber Vorjahr	15.6%	9.3%			
Wachstum über zwei Jahre	26.4%			7.0%	

Quelle: Berechnungen IFZ

Tabelle 4 zeigt die Entwicklung des Cashflows, welcher sich ähnlich wie das EBITDA entwickelt hat. Das Wachstum auf Stufe Cashflow ist etwas stärker. Dies könnte daran liegen, dass einige Bergbahnunternehmen ihre Schulden und damit ihre Zinslast etwas reduzieren konnten.

Tab. 4: Entwicklung Cashflow der Schweizer Bergbahnen (zwei Jahre)

alle Grössen in TCHF	Cashflow				
	aktuell	vor einem Jahr	vor zwei Jahren	5JØ aktuell	5JØ vor zwei Jahren
Alle Unternehmen (N=53)	379'291	332'791	294'365	319'907	293'022
Wachstum gegenüber Vorjahr	14.0%	13.1%			
Wachstum über zwei Jahre	28.9%			9.2%	
Nur Unternehmen mit Abschluss 2018/19 (N=34)	179'760	151'878	136'779	144'258	132'800
Wachstum gegenüber Vorjahr	18.4%	11.0%			
Wachstum über zwei Jahre	31.4%			8.6%	

Quelle: Berechnungen IFZ

Das Wachstum der letzten zwei Jahre ist sehr erfreulich und steigert die Fähigkeit der Branche zur Finanzierung von anstehenden Investitionen. Es gilt jedoch zu berücksichtigen, dass das Wachstum auf einer sehr tiefen Ausgangsbasis stattgefunden hat. Im nächsten Abschnitt folgt daher eine Analyse über die letzten rund zehn Jahre.

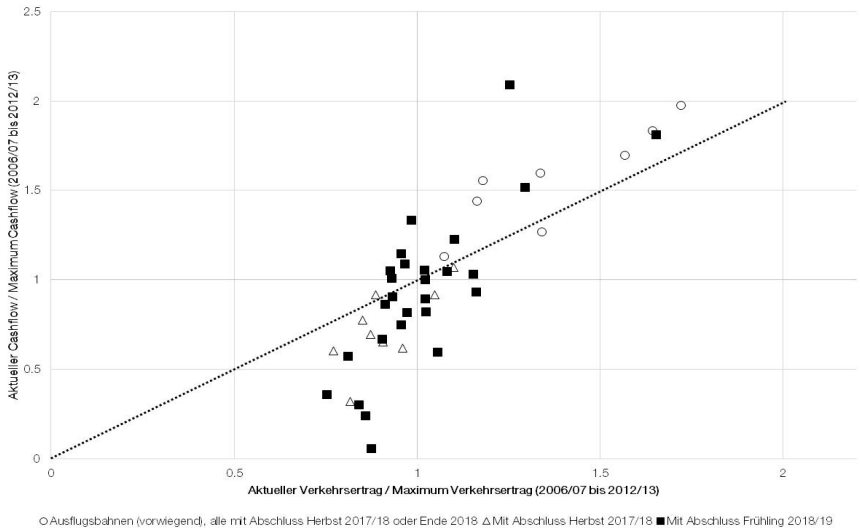
2.3 Ertrag und Cashflow im Zehnjahresvergleich

Viele Skigebiete haben in den Jahren 2008/09 bis 2010/11 sehr gute Ergebnisse erreicht. Die Rahmenbedingungen waren damals nahezu perfekt. Im letzten Jahr 2018/19 waren zumindest die meteorologischen Rahmenbedingungen ebenfalls sehr gut. Ein grosser Unterschied zwischen damals und heute ist der CHF/Euro-Wechselkurs. Damals kostete der Euro 1.40 bis 1.65 Schweizer Franken, heute knapp 1.10 Schweizer Franken. Exakt die Hälfte der 44 untersuchten Bergbahnunternehmen erreichte im letzten Jahr einen Verkehrsertrag, welcher den Höchstwert der Periode 2006/07 bis 2012/13 übersteigt. (Für neun Unternehmen sind die Zahlen nicht so weit zurück verfügbar. Daher liegt die Stichprobengrösse nur bei 44. Bei den an dieser Stelle nicht berücksichtigten Unternehmen handelt es sich vor allem um ertragsmässig kleinere Bergbahnen.) Zu diesen 22 Unternehmen gehören 8 Ausflugsbergbahnen.

«Ein grosser Unterschied zwischen 2008 und heute ist der CHF/Euro-Wechselkurs.»

Unter Ausklammerung dieser acht Unternehmen liegt der Anteil mit aktuell höherem Ertrag als damals bei 39%. Es muss berücksichtigt werden, dass neun wintersportlastige Unternehmen mit dem Jahr 2017/18 als aktuellstem Jahr in die Analyse eingehen. Nur zwei davon erreichten in dem von einem schneereichen, aber wenig sonnigen Winter geprägten Jahr 2017/18 mehr Verkehrsertrag als in der Periode 2008/09 bis 2010/11. Es ist aber sehr wahrscheinlich, dass einige der neun Unternehmen im Jahr 2018/19 deutlich besser als 2017/18 abschlossen, so dass wohl rund 45% der winterlastigen Bergbahnunternehmen der Stichprobe ertragsmässig über den Werten von damals liegen könnten. Abbildung 7 zeigt das Verhältnis von aktuellem Verkehrsertrag und Cashflow zu den Höchstwerten der Periode 2006/07 bis 2012/13. Der Anteil von Bergbahnunternehmen, welche aktuell einen grösseren Cashflow verdienen als in der früheren Periode, liegt ebenfalls bei rund 50%. Unter Ausklammerung der Ausflugsbahnen liegt der Anteil etwas tiefer.

Abb. 7: Aktueller Verkehrsertrag und Cashflow im Vergleich zum Bestwert vor rund 10 Jahren



Quelle: Berechnungen IFZ, N=44. Der oberste Datenpunkt in der Abbildung lässt sich wie folgt interpretieren: Der aktuelle Cashflow beträgt etwas mehr als das Doppelte des Maximum-Cashflows der Periode 2006/07 bis 2012/13. Der aktuelle Verkehrsertrag liegt um ca. 25% über dem Maximum der Periode 2006/07 bis 2012/13. Für Datenpunkte über der Diagonalen weist der Cashflow das höhere Wachstum auf als der Verkehrsertrag.

Wie sind die aktuellen Verkehrserträge zu beurteilen? Gegenüber vor rund zehn Jahren ist zu berücksichtigen, dass die Sommererträge in den meisten Fällen angestiegen sind. Ein Teil der Verkehrsertragsentwicklung ist daher auf das Sommergeschäft zurückzuführen. Zudem ist zu berücksichtigen, dass die Preise für Skitickets gestiegen sind. Auswertungen von Laurent Vanat zeigen, dass der durchschnittliche Tageskartenpreis (Erwachsene) 2018/19 um rund 12% über dem Niveau von 2009/10 liegt. Wird der aktuelle Verkehrsertrag für alle Skigebiete der vorliegenden Stichprobe um das Preiswachstum korrigiert, liegen von den wintersportlastigen Bergbahnunternehmen nur noch 5 bzw. 14% über dem Bestwert von damals. Daraus lässt sich schliessen, dass die Anzahl Gäste in den meisten Fällen hinter den Höchstwerten von damals liegt. Oder anders ausgedrückt: Bei konstanten Preisen wäre der aktuelle Verkehrsertrag in den meisten Fällen hinter dem Höchstwert von vor rund zehn Jahren. Wie bereits erwähnt, ist es gut möglich, dass einige der neun mit dem 2017/18er Abschluss als aktuellstem Jahr in der Stichprobe vertretenen Unternehmen 2018/19 das Niveau von damals übertroffen haben. Somit könnten rund 20% der wintersportlastigen Unternehmen auf dem damaligen Gästeniveau liegen. Weitere rund 10 bis 15% liegen nicht weit zurück. Zusammengefasst lässt sich festhalten, dass viele Bergbahnunternehmen das Verkehrsertragsniveau der Spitzenjahre 2008/09 oder 2009/10 wieder erreicht haben, nicht aber das Niveau der Skierdays. Gemäss der Statistik von Seilbahnen Schweiz liegen die Skierdays 2018/19 um rund 15% hinter dem Niveau von 2008/09. Potenzial für eine weitere Steigerung der Skierdays dürfte vor allem bei den Aufenthaltsgästen bestehen.

«Bei konstanten Preisen wäre der aktuelle Verkehrsertrag in den meisten Fällen hinter dem Höchstwert von vor rund zehn Jahren.»

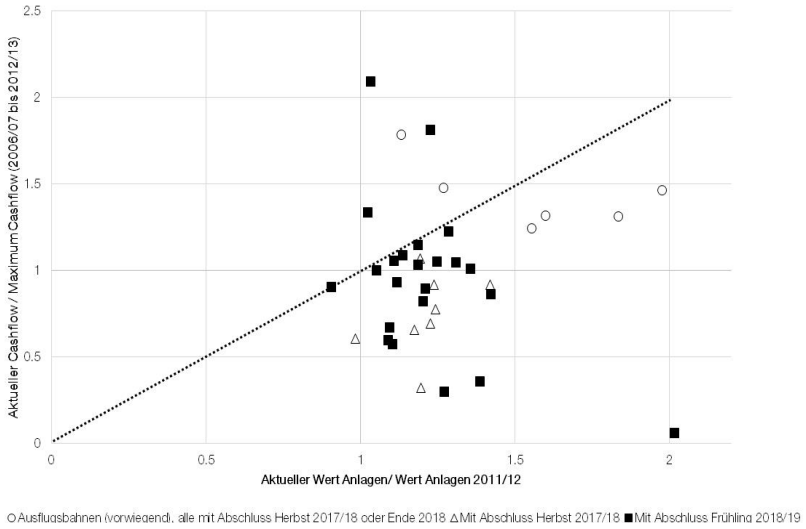
«Die Skierdays 2018/19 liegen um rund 15% hinter dem Niveau von 2008/09.»

Nicht nur Verkehrsertrag und Cashflow haben sich über die letzten rund 10 Jahre entwickelt, sondern auch Investitionen und Infrastruktur. Abbildung 8 zeigt wie

sich Cashflow und Anschaffungswerte der Anlagen gegenüber der damaligen Periode verändert haben. Die Anschaffungswerte der Anlagen werden erst seit 2011/12 erhoben und sind für frühere Jahre nicht verfügbar. Da viele Bergbahnunternehmen ihre besten Jahre 2008/09 und 2009/10 hatten, ist die Veränderung der Infrastruktur bzw. der Anschaffungswerte der Anlagen in Abbildung 8 etwas unterschätzt. Trotzdem zeigt Abbildung 8 deutlich, dass die Infrastruktur in den meisten Fällen stärker angestiegen ist als der Cashflow (Datenpunkte unter der Diagonale in Abbildung 8).

«In den meisten Fällen ist die Infrastruktur stärker angestiegen als der Cashflow.»

Abb. 8: Aktueller Cashflow und Infrastrukturwert im Vergleich zu vor rund zehn Jahren



Quelle: Berechnungen IFZ, N=37. Der oberste Datenpunkt in der Abbildung lässt sich wie folgt interpretieren: Der aktuelle Cashflow beträgt etwas mehr als das Doppelte des Maximum-Cashflows der Periode 2006/07 bis 2012/13. Der aktuelle Anschaffungswert der Anlagen liegt ca. 5% über dem Wert per Ende 2011/12. Für Datenpunkte über der Diagonalen weist der Cashflow das höhere Wachstum auf als der Anschaffungswert der Anlagen.

Ein wichtiger Faktor zur Erklärung dieser Entwicklung ist sicherlich die technische Beschneiung, welche in den letzten Jahren in vielen Gebieten deutlich ausgebaut wurde. Ein Ausbau der Beschneiung verteuert einerseits die Infrastruktur und drückt andererseits auf den Cashflow. Modernisierungen, Kapazitätserweiterungen und Komfortsteigerungen bei den Transportanlagen begründen ebenfalls das Wachstum des Infrastrukturwerts. Den aktuellen Verkehrsertrag verdient die Branche mit einer deutlich teureren Infrastruktur im Vergleich zu den früheren Jahren. Die gegenüber den damals stabilen Erträge und Cashflows führen daher zu einer Verschlechterung der Kapitalrentabilität und damit zu einer reduzierten Selbstfinanzierungskraft.

«Ein Ausbau der Beschneiung verteuert einerseits die Infrastruktur und drückt andererseits auf den Cashflow.»

«Den aktuellen Verkehrsertrag verdient die Branche mit einer deutlich teureren Infrastruktur Im Vergleich zu den früheren Jahren.»

2.4 Bedeutung von Schnee und Wetter

Die erfreuliche Wintersaison 2018/19 hat unter anderem die folgenden zwei positiven Aspekte gezeigt:

- Bei gutem Wetter und guten Schneeverhältnissen ist die Nachfrage nach Skifahren zumindest an den Wochenenden und in der Ferienzeit gross.
- Mit der technischen Beschneiung können ausbleibende Schneefälle, insbesondere zu Beginn der Saison, gut kompensiert werden.

Für eine erfolgreiche Beschneiung braucht es Perioden mit ausreichend tiefen Temperaturen. Der Klimawandel wird bewirken, dass geeignete Beschneiungsphasen seltener werden können. Klimaprognostiker sagen den Alpen verschiedene Entwicklungen voraus. Dazu gehören unter anderem:

- höhere Temperaturen
- mehr Niederschläge
- Länger anhaltende Wetterphasen, d.h. längere intensivere Niederschlagsperioden, aber auch längere Schönwetterphasen

«Der Klimawandel wird bewirken, dass geeignete Beschneiungsphasen seltener werden können.»

Es ist wohl nicht die Frage, ob diese Prognosen eintreffen werden, sondern eher wie schnell ein Wandel stattfindet. Betrachtet man die letzten 10 Jahre, war der Winter eigentlich sieben Mal davon zumindest «nicht-schlecht». Zufälligerweise fanden die drei schlechtesten Winter gerade nacheinander 2014/15, 2015/16 und 2016/17 statt. Es ist davon auszugehen, dass es in den nächsten Jahren ebenso gute, wie auch schlechte Winter geben wird. Die Häufung von guten und schlechten Wintersaisons hat sehr grosse Auswirkungen auf die finanzielle Situation der Bergbahnunternehmen. Wetter und Schnee sind die wichtigsten Einflussfaktoren. Dies wird durch die Entwicklung der letzten Jahre bestätigt. Im Folgenden werden die Auswirkungen auf die Kapitalrendite und damit auf die Fähigkeit, Investitionen zu verdienen, analysiert. Die Kapitalrendite wird gemessen als Verhältnis von Cashflow zu den Anschaffungswerten der Anlagen. Ein Verhältnis von beispielsweise 4% (3%) bedeutet, dass die Infrastruktur mit einem stabilen Cashflow über 25 (33.3) Jahre erneuert werden könnte. Bei den Anschaffungswerten der Anlagen handelt es sich um historische Werte. Die zukünftige Wiederbeschaffung von bestehenden, alten Anlagen wird jedoch teurer sein, so dass die Anschaffungswerte der Anlagen aufgrund von Ersatzinvestitionen zunehmen werden. Hinzu kommt, dass um den Gästebedürfnissen zu genügen, auch in Komfortsteigerungen, Kapazitätserweiterungen und in den Ausbau der Beschneiung investiert wird. Die Fähigkeit Investitionen aus dem Cashflow zu finanzieren ist daher effektiv etwas geringer, als es das Verhältnis von Cashflow zu Anschaffungswerten vorgibt. Im Folgenden werden drei Grenzwerte verwendet:

«Die Häufung von guten und schlechten Wintersaisons hat sehr grosse Auswirkungen auf die finanzielle Situation der Bergbahnunternehmen.»

- > 5%: Gut bis sehr gut: Auch grössere Erweiterungsinvestitionen sind eigenständig finanzierbar
- > 3.5%: Genügend: Ersatzinvestitionen sollten eigenständig (weitgehend) finanzierbar sein
- < 2.5%: Problematisch: Für Ersatzinvestitionen auf substanzielle Aussenfinanzierung angewiesen

Tabelle 5 zeigt die Auswirkungen der Häufung von guten und schlechten Wintern auf die Fähigkeit der Bergbahnen, ihre Investitionen zu finanzieren. Die Bezeichnung «5mal gut» bedeutet, dass in jeder Fünfjahresperiode fünfmal mit einem guten Winter à la 2018/19 zu rechnen ist, «2mal gut» bedeutet, dass pro Fünfjahresperiode dreimal mit einem schlechten Winter à la 2016/17 zu rechnen ist. Für die gesamte Stichprobe der 53 Bergbahnunternehmen resultiert in einem Szenario mit fünf guten Wintern eine Kapitalrendite von guten 4.4%. Dieser Wert entspricht gerade dem Wert des letzten Jahres bzw. 2018/19. Auf einer Infrastruktur von fast CHF 9 Mrd. verdienen die 53 Unternehmen einen Cashflow von rund CHF 394 Mio. Selbst in einem Szenario mit vier schlechten Wintern (und nur einem guten) resultiert für die gesamte Stichprobe noch gerade ein genügender Wert von 3.5%. Im unteren Bereich von Tabelle 5 sind acht Ausflugsbergbahnen aus der Analyse ausgeklammert. Dies führt zu einem deutlichen Rückgang der Kapitalrendite. Die zu erwartende Kapitalrendite in einem Szenario mit fünf guten Wintern erreicht gerade einen genügenden Wert für die 45 wintersportlastigen Bergbahnunternehmen. In einem Szenario mit nur zwei oder noch weniger guten Wintern pro Fünfjahresperiode sinkt der Wert in Richtung «problematisch» ab.

«Die zu erwartende Kapitalrendite in einem Szenario mit fünf guten Wintern erreicht gerade einen genügenden Wert für die 45 wintersportlastigen Bergbahnunternehmen.»

Tab. 5: Auswirkungen von guten bzw. schlechten Wintern auf die Kapitalrendite der Bergbahnbranche

Wetter/Schneeszenarien (Fünfjahresperiode), Cashflow in CHF	5× gut	4× gut	3× gut	2× gut	1x gut	0x gut
Cashflow (alle Unternehmen, N=53)	393'709	373'840	353'972	334'103	314'234	294'365
Cashflow / Anschaffungswerte Anlagen	4.4%	4.2%	3.9%	3.7%	3.5%	3.3%
Anschaffungswerte Anlagen / Cashflow	22.8	24.0	25.3	26.8	28.5	30.5
Cashflow (ohne Ausflugsbergbahnen, N=44)	242'234	229'533	216'832	204'131	191'430	178'729
Cashflow / Anschaffungswerte Anlagen	3.5%	3.3%	3.1%	2.9%	2.7%	2.6%
Anschaffungswerte Anlagen / Cashflow (Jahre)	28.9	30.5	32.3	34.3	36.6	39.2

Quelle: Berechnungen IFZ, Für einen guten Winter wird der höhere Cashflow der beiden Jahre 2018/19 und 2017/18 verwendet. Einige wenige, vor allem kleinere Bergbahnunternehmen hatten im Jahr 2017/18 den höheren Cashflow als 2018/19. Dies wird wohl daran liegen, dass 2017/18 deutlich mehr Naturschnee bis in tiefe Lagen fiel. Für einen schlechten Winter wird der Cashflow des Jahres 2016/17 eingesetzt. Für die wintersportlastigen Unternehmen mit einem Jahresabschluss im Herbst gibt es keine Abschlusszahlen, welche die Wintersaison 2018/19 inkludieren. Für diese Unternehmen wird ein «theoretischer» Cashflow 2018/19 geschätzt. Dazu wird der Cashflow 2017/18 mit dem durchschnittlichen Wachstum der Unternehmen mit verfügbarem Cashflow 2018/19 hochgerechnet. Für die Ausflugsbergbahnen wird für ein gutes Jahr der Cashflow 2018 verwendet.

Tabelle 5 zeigt aggregierte Werte für die gesamte Stichprobe. Die Kapitalrendite variiert allerdings sehr stark unter den einzelnen Bergbahnunternehmen. In einem Szenario «5mal gut» liegen, wie Tabelle 6 zeigt, 50% der Bergbahnunternehmen über dem Median von 3.22%. Dies bedeutet, dass in etwa die Hälfte zumindest knapp einen Wert erreicht, der weitgehend zur eigenständigen Finanzierung von Investitionen ausreicht. Ein Viertel der Bergbahnen liegt unter einem problematischen Wert von 2.57% (1. Quartil). Umgekehrt erreichen die Bergbahnen des besten Viertels einen mindestens annähernd guten Wert von mehr als 4.57% (3. Quartil).

Tab. 6: Auswirkungen von guten bzw. schlechten Wintern auf die Kapitalrendite der einzelnen Unternehmen

Kapitalrendite (Fünfjahresdurchschnitt)	5× gut	4× gut	3× gut	2× gut	1x gut	0x gut
Minimum	-0.78%	-0.79%	-0.80%	-0.81%	-0.82%	-0.89%
1. Quartil	2.57%	2.36%	2.10%	1.90%	1.64%	1.43%
Median	3.22%	3.03%	2.86%	2.64%	2.39%	2.23%
3. Quartil	4.57%	4.23%	3.88%	3.62%	3.34%	3.02%
Maximum	11.77%	11.01%	10.24%	9.48%	8.72%	7.96%

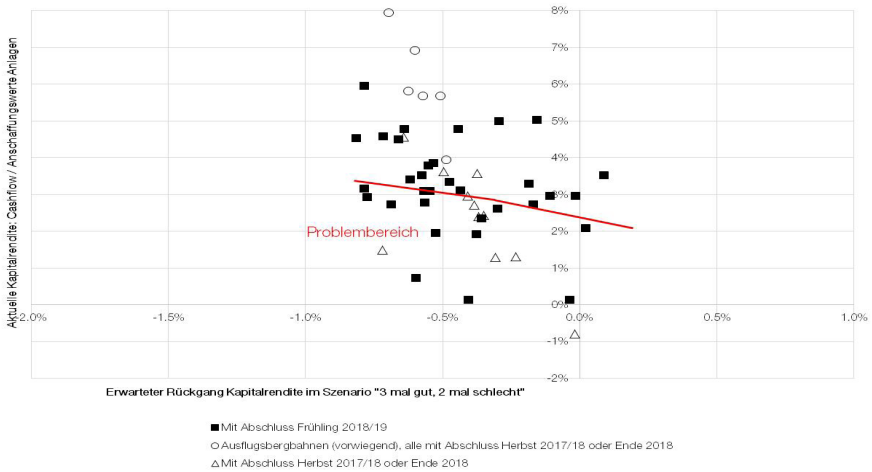
Quelle: Berechnungen IFZ, vgl. auch Fussnote zu Tabelle 5. Im Szenario «5mal gut» liegt ein Viertel unter 2.57% (1. Quartil), die Hälfte liegt unter bzw. über 3.22% (Median). Die 25% besten Werte liegen über 4.57% (3. Quartil).

Es ist zwar nicht ausgeschlossen, dass auch zukünftige Fünfjahresperioden fünf gute Winter umfassen. Die Wahrscheinlichkeit dürfte jedoch gering sein. In einem Szenario mit nur zwei guten Wintern fällt der Median von 3.22% auf 2.64%. Die Anzahl der Problemfälle steigt dann deutlich an.

Für die Zukunft scheint wichtig zu sein, dass das Bergbahnunternehmen erstens bei guten Bedingungen einen hohen Cashflow verdienen kann, und dass zweitens der Rückgang in einem schlechten Winter nicht allzu gross ausfällt. Diese beiden Aspekte sind in Abbildung 9 und Abbildung 10 dargestellt. Auf der vertikalen Achse ist die aktuelle Kapitalrendite (2018/19), welche gleichzeitig dem Szenario «5mal gut» entspricht, abgetragen. Die horizontale Achse zeigt die Veränderung der Kapitalrendite, wenn das Szenario «3mal gut» (Abbildung 9) bzw. «2mal gut» eintrifft (Abbildung 10). Der oberste Datenpunkt in Abbildung 9 zeigt ein Bergbahnunternehmen mit einer aktuellen Kapitalrendite von 7.9%. In einem Szenario «3mal gut» würde die Kapitalrendite um 0.7% bzw. 0.7 Prozentpunkte tiefer liegen. Der Wert wäre also nach wie vor sehr gut. Ein Vergleich der beiden Abbildungen zeigt, dass im etwas positiveren Szenario «3mal gut» weniger Unternehmen in den Problembereich fallen. Dies bedeutet, dass branchenweit betrachtet zwei schlechte Winter auf fünf etwas besser verkraftet würden als drei schlechte Winter.

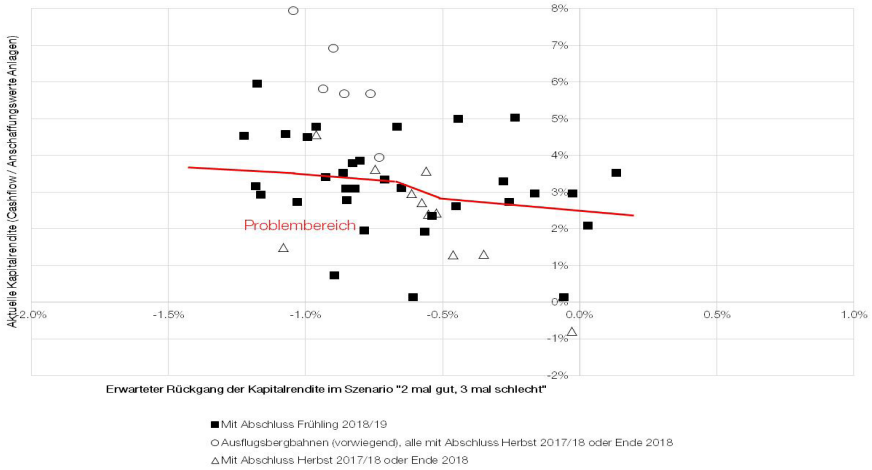
«Für die Zukunft scheint wichtig zu sein, dass das Bergbahnunternehmen bei guten Bedingungen einen hohen Cashflow verdienen kann und der Rückgang in einem schlechten Winter nicht allzu gross ausfällt.»

Abb. 9: Kapitalrendite aktuell und Rückgang im Szenario «3×gut & 2×schlecht»



Quelle: Berechnungen IFZ, N=53. Für eine bessere Darstellung wurde die aktuelle Kapitalrendite bei 8% beschränkt. Zwei Bergbahnunternehmen mit höheren Werten sind daher in der Abbildung nicht ersichtlich.

Abb. 10: Kapitalrendite aktuell und Rückgang im Szenario «2×gut & 3×schlecht»



Quelle: Berechnungen IFZ, N=53. Für eine bessere Darstellung wurde die aktuelle Kapitalrendite bei 8% beschränkt. Zwei Bergbahnunternehmen mit höheren Werten sind daher in der Abbildung nicht ersichtlich.

Es stellt sich die Frage, welche Bergbahnunternehmen zum Beispiel im Szenario «2mal gut» die höchsten bzw. tiefsten Kapitalrenditen aufweisen. Im Quartil (14 Bergbahnunternehmen) mit den höchsten Kapitalrenditen sind mit den Ausflugsbergen Hoher Kasten, Pilatus, Rigi, Stanserhorn vier Bergbahnunternehmen ohne (wesentlichen) Skibetrieb enthalten. Hinzu kommen die sehr stark im internationalen Ausflugsgeschäft positionierten Jungfrau-, Titlis- und Schilthornbahnen. Die Zermatt Bergbahnen gehören auch zum besten Viertel. Das starke Sommergeschäft macht rund 25% vom Jahresertrag aus. Bei den Brunni Bahnen Engelberg beträgt der Sommeranteil am Ertrag sogar rund 50%. Auch sie sind im besten Viertel vertreten. Somit erscheint relativ klar, dass ein erfolgreiches Sommergeschäft ein wichtiger Faktor für eine solide Finanzsituation ist. Im besten Viertel sind aber beispielsweise auch die Bergbahnen Davos, Weisse Arena, Lenk und Adelboden vertreten. Ihre Sommerertragsanteile liegen viel tiefer. Für weitere Analysen werden acht Ausflugsbergbahnen ausgeklammert.

«Ein erfolgreiches Sommergeschäft ist ein wichtiger Faktor für eine solide Finanzsituation.»

Zu diesen acht gehören Bergbahnunternehmen ohne nennenswerten Skibetrieb sowie die Jungfrau-, Titlis- und Schilthornbahnen. Zwei Faktoren scheinen die Verteilung der Kapitalrenditen (auch unter Ausklammerung der Ausflugsbergbahnen) einigermassen gut zu erklären. Es handelt sich dabei um den Sommeranteil sowie die Unternehmensgrösse gemessen als Betriebsertrag. Beide Faktoren korrelieren statistisch signifikant mit der Kapitalrendite im Szenario «2mal gut». (Die Korrelationskoeffizienten betragen 38% (Sommeranteil) und 44% (Unternehmensgrösse). Wie erwähnt sind acht Ausflugsbergbahnen ausgeklammert. Ansonsten wäre die Korrelation mit dem Sommeranteil höher. Da nicht alle Bergbahnunternehmen ihren Sommer- bzw. Verkehrsertragsanteil publizieren, ist die Stichprobe für die Analyse des Sommerertragsanteils etwas kleiner (N=24).) Überraschenderweise liegt die Korrelation zwischen Höhe über Meer und Kapitalrendite nahe null. Die Unternehmen des ertragsschwächsten Viertels liegen im Durchschnitt 2255 Meter über Meer. (Die Höhe ist als Durchschnitt des tiefsten

«Überraschenderweise liegt die Korrelation zwischen Höhe über Meer und Kapitalrendite nahe null.»

und höchsten Punkts des Skigebiets gemessen. Der höchste Punkt wird dabei doppelt gewichtet.) Für das beste Viertel (ohne Ausflugsbergbahnen) liegt die durchschnittliche Höhe bei 2225 Meter über Meer. Dass die Höhe über Meer nicht stärker finanzrelevant ist, könnte mit der technischen Beschneiung zusammenhängen. Die eher grösseren Unternehmen haben mehr in die Beschneiung investiert und sichern ihre Erträge so besser ab. Dies hat selbst in den schwierigen Wintern 2015/16 und 2016/17 einigermassen gut funktioniert. Wenn sich die Erwärmung in der Zukunft beschleunigt, wird der Höhe über Meer wohl mehr Einfluss zukommen. Zudem ist zu berücksichtigen, dass viele der tiefer gelegenen Gebiete eher an den Voralpen liegen. Diese Gebiete sind von den städtischen Zentren relativ gut erreichbar und daher beliebte Naherholungsziele. Ihr Sommeranteil ist daher im Durchschnitt höher, was die Finanzlage stabilisiert.

«Wenn sich die Erwärmung in der Zukunft beschleunigt, wird der Höhe über Meer wohl mehr Einfluss zukommen.»

Wie das Verhältnis von schlechten zu guten Wintern in zum Beispiel den nächsten zehn Jahren ausfallen wird, kann kaum vorhergesagt werden. Aufgrund der erwarteten Auswirkungen der Klimaveränderung sollte der Anteil schneearmer Winter mit den Dekaden zunehmen.

Abbildung 9 und Abbildung 10 zeigen, dass ein Teil der Bergbahnen die über den Lebenszyklus anstehenden Ersatzinvestitionen nicht aus eigener Kraft finanzieren kann. Im positivsten Zukunftsszenario «5mal gut» betrifft dies 29 Unternehmen, welchen zusammen jährlich im Durchschnitt rund CHF 48 Mio. fehlen. (Die jährlichen Investitionen werden mit 3.5% vom (historischen!) Anschaffungswert der Anlagen kalkuliert. Falls der Cashflow darunter liegt, ergibt sich eine Finanzierungslücke.) Dies bedeutet, dass diese 29 Unternehmen zusammen jährlich CHF 48 Mio. an Kapital von Banken, Aktionären oder der öffentlichen Hand aufnehmen müssen. Im Szenario «2mal gut» sind 37 Bergbahnunternehmen auf eine jährliche Finanzierung von CHF 72 Mio. angewiesen. Dies entspricht einer jährlichen Finanzierungslücke von ca. CHF 2 Mio. pro Unternehmung. Zu berücksichtigen gilt es, dass viele Kleinstunternehmen nicht in der vorliegenden Stichprobe enthalten sind. Die effektive Finanzierungslücke wird daher höher ausfallen als hier ausgewiesen. Eine Möglichkeit um die Finanzierungslücke zu reduzieren ist Wachstum. Der nächste Abschnitt geht auf das Wachstum im Sommergeschäft ein.

2.5 Bedeutung des Sommergeschäfts

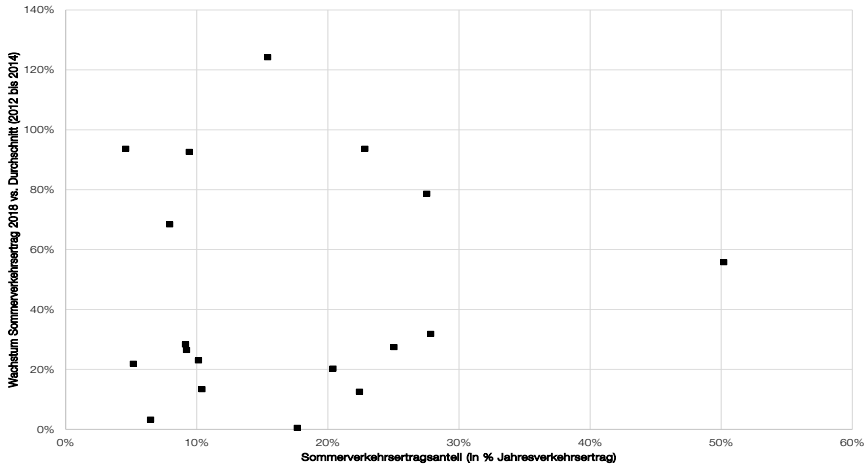
Das Sommergeschäft der Bergbahnen könnte im Gegensatz zum Skigeschäft vom Klimawandel profitieren. Es ist in den letzten Jahren zu beobachten, dass Bergferien im Sommer an Stellenwert und Ansehen gewinnen. Ob sich ein Trend zur verstärkten Substitution von Fernreisen durch Ferien im Inland etablieren kann, ist möglich, aber nicht gewiss. Im vorherigen Abschnitt zeigte sich, dass sich ein gutes Sommergeschäft positiv auf die Finanzlage der Bergbahnunternehmen auswirkt. Abbildung 11 zeigt den Stellenwert des Sommergeschäfts sowie dessen Wachstum für 19 Bergbahnunternehmen. (Für diese 19 Bergbahnunternehmen sind die Sommer- und Winterverkehrserträge bis 2012 zurück bekannt. Die Stichprobe enthält keine der klassischen Ausflugsbergbahnen. Ansonsten repräsentieren die 19 Unternehmen die gesamte Stichprobe relativ gut. Es sind sowohl typische Tagesgästegebiete als auch typische Residenzgästegebiete vertreten. In einem Unternehmen ist der Sommerverkehrsertrag zurückgegangen.

«Es ist in den letzten Jahren zu beobachten, dass Bergferien im Sommer an Stellenwert und Ansehen gewinnen.»

Zwecks einer besseren Darstellung wurde das Minimum bei 0% festgelegt. Dieser Fall ist in der Abbildung daher nicht ersichtlich.) Im Durchschnitt liegt der Sommerverkehrsertrag 2018 um rund 40% über dem Durchschnitt der Jahre 2012 bis 2014. Zu berücksichtigen gilt es dabei, dass das Sommerwetter 2018 perfekt war. Aber auch der Sommerwert 2017 liegt um knapp 20% über dem Durchschnitt 2012 bis 2014. Es scheint, als ob der Sommerertrag in einem positiven Trend liegt.

Abbildung 11 zeigt den aktuellen Sommerverkehrsertragsanteil (2018) sowie das Wachstum über die letzten Jahre. Dabei ist ersichtlich, dass sowohl Unternehmen mit einem eher geringen Anteil als auch Unternehmen mit einem höheren Anteil deutlich gewachsen sind.

Abb. 11: Bedeutung und Wachstum Sommerverkehrsertrag



Quelle: Berechnungen IFZ

Acht der analysierten Bergbahnunternehmen weisen in den Geschäftsberichten sowohl die Winter- und Sommerverkehrserträge als auch die Winter- und Sommereintritte aus. Für diese Fälle kann der Ertrag je Eintritt bestimmt werden. Der durchschnittliche Winterertrag je Eintritt liegt in diesen acht Gebieten bei CHF 29.20. Es gilt dabei zu berücksichtigen, dass in diesen Zahlen auch Fussgänger, Schlittler, etc. enthalten sind. Im Sommer liegt der Wert je Eintritt bei CHF 13.80. Der Sommerdurchschnittsertrag liegt somit um 53% tiefer. Um den Ertrag eines Skifahrers zu kompensieren braucht es somit rund zwei Sommergäste. Da die Aufwendungen im Sommer tendenziell geringer sind, weil zum Beispiel die Pistenpräparation und Sicherung wegfällt, braucht es auf Stufe Cashflow etwas weniger als zwei Sommergäste um den Wintergast zu kompensieren. Falls Zusatzleistungen verkauft werden können, braucht es noch etwas weniger Gäste zur Kompensation.

«Der Sommerdurchschnittsertrag liegt um 53% tiefer als der Winterdurchschnittsertrag.»

In Zermatt liegt der durchschnittliche Sommerertrag «nur» um 27% unter dem Winterwert. Der eher geringe Abschlag liegt sicherlich daran, dass Zermatt mit dem Matterhorn eine Sehenswürdigkeit mit internationaler Ausstrahlung besitzt. Sogar nur um 20% beträgt der Sommerabschlag im Gebiet Pizol. Dies könnte daran liegen, dass der Pizol ein beliebtes, schnell erreichbares Nahausflugsziel ist

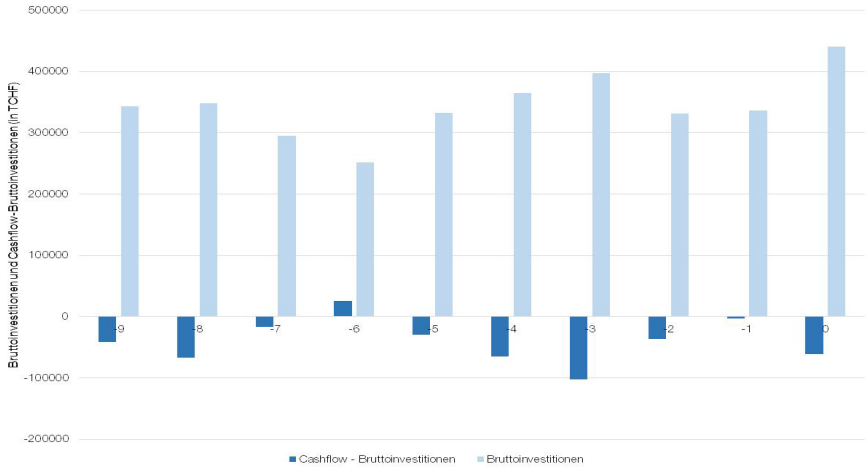
mit sehr hohem Tagesgästeanteil. In Destinationen mit höherem Residenzgästeanteil liegt der Sommerverkehrsertrag je Eintritt deutlich tiefer. In Davos und Belalp liegt der durchschnittliche Sommerertragsanteil beispielsweise ca. 75% unter dem Winterdurchschnitt.

2.6 Investitionen

Die Bruttoinvestitionen haben im Jahr 2018/19 (bzw. für einige Unternehmen 2017/18 oder 2018) den höchsten Stand seit 10 Jahren erreicht. 51 analysierte Bergbahnen kommen auf einen Wert von CHF 440 Millionen (vgl. Abbildung 12). Diesen Investitionen steht ein Cashflow von CHF 379 Millionen gegenüber. Insgesamt rund 60% der Unternehmen weisen einen Cashflow aus, welcher die getätigten Investitionen übersteigt. Der Anteil ist über die letzten zwei Jahre angestiegen, zuvor lag er bei rund 50%. Drei der beobachteten Unternehmen haben im aktuellsten Berichtsjahr jeweils mehr als CHF 50 Millionen. investiert. Werden diese drei Unternehmen aus der Analyse ausgeklammert, liegen die aktuellen Investitionen ziemlich genau im Durchschnitt der letzten zehn Jahre.

«Die Bruttoinvestitionen haben im Jahr 2018/19 den höchsten Stand seit 10 Jahren erreicht.»

Abb. 12: Investitionstätigkeit über die letzten 10 Jahre



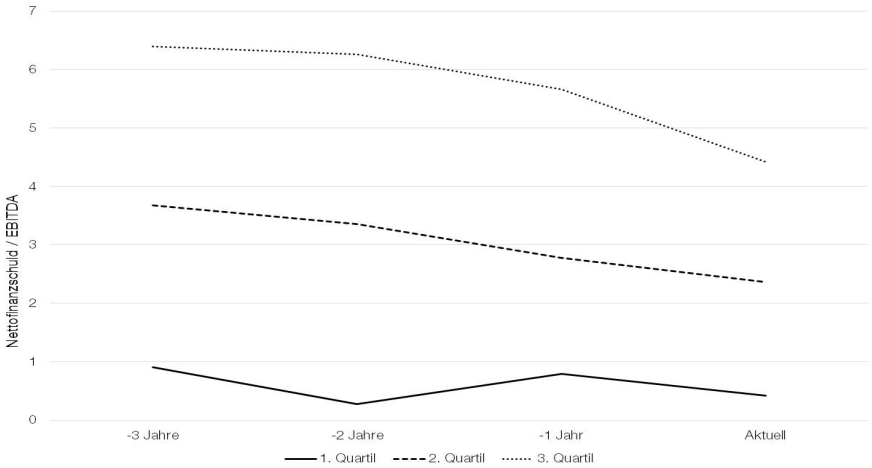
Quelle: Berechnungen IFZ, N=51. Das aktuellste verfügbare Rechnungsjahr ist als «Jahr 0» bezeichnet. «-1» steht für das Jahr zuvor.

2.7 Finanzierung

Im Hinblick auf eine hohe Investitionstätigkeit und die latente Gefahr schlechter Wintersaisons ist neben einem starken Cashflow auch eine solide Finanzierung von Vorteil. Eine Auswertung des Eigenfinanzierungsgrads ist aufgrund der verbreiteten OR-Abschlüsse, welche teilweise durch stille Reserven beeinflusst sind, wenig aussagekräftig. Stattdessen wird das Verhältnis von Nettofinanzschulden und EBITDA (=Entschuldungsdauer) zur Einschätzung der Finanzierung verwendet. Wie Abbildung 13 zeigt, ist die Entschuldungsdauer über die letzten Jahre gefallen. Der Median der 53 untersuchten Bahnunternehmen ist von 3.7 auf 2.4 gefallen. Der Wert des 3. Quartils ist von 6.4 auf 4.4 gefallen.

«Die Entschuldungsdauer ist über die letzten Jahre gefallen.»

Abb. 13: Entwicklung der Verschuldung der Schweizer Bergbahnen über die letzten vier Jahre



Quelle: Berechnungen IFZ, 25% der Bahnunternehmen haben im aktuellen Jahr ein Verhältnis Nettofinanzschuld / EBITDA (=Entschuldungsdauer) von weniger als 0.4 Jahre (1. Quartil). 25% liegen über einem Wert von 4.4 Jahren (3. Quartil). Ein negativer Wert kann auf zwei unterschiedliche Arten resultieren. Zum einen im Falle einer negativen Finanzschuld. In diesem Fall sind die flüssigen Mittel grösser als die verzinslichen Schulden. Die Finanzsituation ist als solide zu betrachten. Zum anderen führt auch ein negatives EBITDA zu einem negativen Verhältnis. In diesem Fall ist die Finanzsituation negativ einzuschätzen. Eine Entschuldung mit dem EBITDA ist dann nicht möglich. In der Analyse wurde im Falle von negativen EBITDA eine pauschale lange Entschuldungsdauer von 100 Jahren eingesetzt.

Insgesamt weisen aktuell 10 Bahnunternehmen eine negative Nettofinanzschuld auf, d.h. in diesen Fällen übersteigen die flüssigen Mittel die verzinslichen Schulden. Abbildung 13 zeigt, dass die Entschuldungsdauer über die letzten Jahre abgenommen hat. Dies liegt vor allem an einem steigenden EBITDA. Das verzinsliche Fremdkapital der gesamten Stichprobe ist in den letzten vier Jahren um rund CHF 170 Millionen angestiegen. Drei Bergbahnunternehmen haben zusammen fast CHF 200 Millionen Fremdkapital aufgenommen. 30 der 53 untersuchten Bergbahnunternehmen (57%) haben die guten Ergebnisse der letzten Jahre zum Schuldenabbau genutzt und weisen aktuell weniger verzinsliche Schulden auf als vor drei Jahren.

«Das verzinsliche Fremdkapital der gesamten Stichprobe ist in den letzten vier Jahren um rund 170 Mio. CHF angestiegen.»

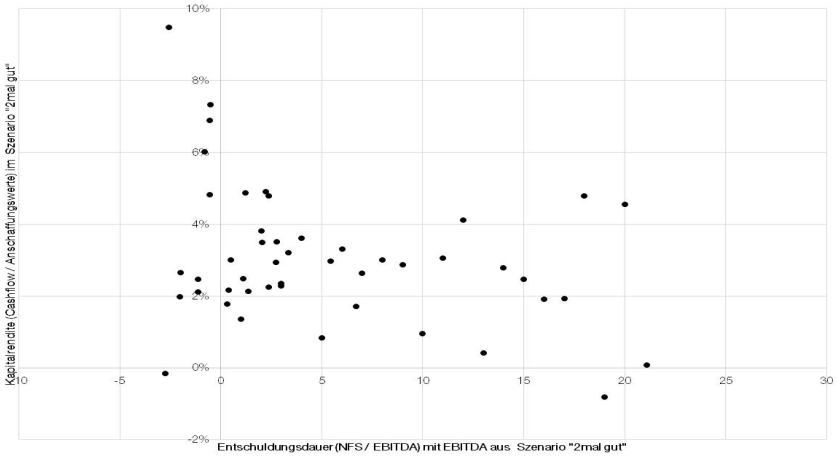
Gemessen an der aktuellen Ertragskraft (EBITDA) liegt die Verschuldung für mindestens drei Viertel der Unternehmen im tiefen bzw. ordentlichen Bereich. 11 Unternehmen haben eine lange Entschuldungsdauer von mehr als 5 Jahren. In fünf Fällen liegt der Wert sogar über 10 Jahren. Es gilt jedoch zu berücksichtigen, dass das in den nächsten Jahren im Durchschnitt zu erwartende EBITDA für viele Unternehmen mit hoher Wahrscheinlichkeit tiefer liegen wird als der aktuelle Wert. Wird statt dem aktuellen EBITDA ein erwarteter Durchschnittswert (z.B. Szenario 3mal schlecht/2mal gut) zur Berechnung der Entschuldungsdauer verwendet, steigt der Median leicht von 2.4 auf 2.7 und der Wert des 3. Quartils von 4.4 auf 4.9 Jahre. Über einem Wert von 12 Jahren liegen dann sechs Unternehmen. Die durchschnittliche Verschuldung der Branche liegt in diesem Szenario nur leicht höher.

Zwischen Kapitalrendite und Entschuldungsdauer besteht eine deutlich negative Korrelation. (Der Korrelationskoeffizient beträgt -0.45.) Im Quartil der 13 rendite-

schwächsten Unternehmen gehören deren sechs ebenfalls zum höchstverschuldeten Quartil. Weiter profitierten drei Unternehmen aus dem renditeschwächsten Quartil in den letzten Jahren von einer Bilanzsanierung. Ansonsten würden diese auch zu den höchstverschuldeten Unternehmen gehören. Dass die ertragsschwächeren Unternehmen höher verschuldet sind als die renditestärkeren, ist kaum erstaunlich, da renditestarke Unternehmen viele Investitionen aus dem Cashflow finanzieren können und daher weniger verzinsliches Fremdkapital nachfragen. Die Kombination von schwacher Ertragskraft und hoher Schuldenlast ist jedoch gefährlich. Je weiter unten rechts ein Unternehmen in Abbildung 14 positioniert ist, umso schwieriger die Lage.

«Die Kombination von schwacher Ertragskraft und hoher Schuldenlast ist gefährlich.»

Abb. 14: Zusammenhang zwischen Kapitalrendite und Entschuldungsdauer



Quelle: Berechnungen IFZ, Zwecks besserer Darstellung wurde die Entschuldungsdauer in Abbildung 14 bei 30 (Jahren) begrenzt. Zwei Unternehmen mit längerer Entschuldungsdauer sind aus diesem Grund in Abbildung 14 nicht ersichtlich.

2.8 «Langfristszenarien» Klimawandel

Dass es in vielen vor allem kleinen und tiefer gelegenen Skigebieten vermehrt zu Austritten aus dem Skigeschäft kommen kann, wird schon lange diskutiert. Spürbar ist davon bisher nicht viel. In den meisten Fällen lassen sich Investoren finden, welche Defizite schlechter Jahre und Investitionen finanzieren. In diesem Abschnitt wird der Frage nachgegangen, was passiert, wenn dies zukünftig nicht mehr der Fall ist bzw. wenn dies keinen Sinn mehr macht.

«Aufgrund der erwarteten Auswirkungen des Klimawandels stehen tiefergelegene Skigebiete vor einer immer grösseren Herausforderung.»

Aufgrund der erwarteten Auswirkungen des Klimawandels stehen tiefergelegene Skigebiete vor einer immer grösseren Herausforderung. Mit zunehmender Erwärmung wird der Betrieb der Skipisten stets schwieriger. Auf längere Frist scheint es daher unumgänglich, dass verschiedene Gebiete aufgrund nicht mehr gegebener Schneesicherheit aus dem Wintersport aussteigen müssen. Schneesicherheit darf allerdings nicht nur auf die Höhe über Meer beschränkt werden. Weitere Faktoren wie die Exposition der Pisten, der Untergrund der Piste oder mikroklimatische Gegebenheiten sind ebenfalls wichtig. Auch die Messung der Höhe über Meer ist nicht einfach. Ist die Höhe der Talstation zu berücksichtigen, der höchste Punkt im Skigebiet oder eine gewichtete Höhenlage der Pisten mit oder ohne Talabfahrt? Die zukünftigen «Problembahnen» werden daher an dieser

«Auf längere Frist scheint es unumgänglich, dass verschiedene Gebiete aufgrund nicht mehr gegebener Schneesicherheit aus dem Wintersport aussteigen müssen.»

Stelle nicht anhand der Höhenlage identifiziert, sondern anhand der finanziellen Situation (gemessen als Kapitalrendite). In den Jahren 2014/15 bis 2016/17 zeigte sich sehr deutlich, dass Schneesicherheit eine notwendige Voraussetzung, jedoch keine Garantie, für finanziellen Erfolg (im Wintersportgeschäft) darstellt.

In einem schnee- und klimabedingt negativen Zukunftsszenario mit nur noch einem guten Winter auf fünf Jahre sind mehr als die Hälfte der wintersportlastigen Bergbahnunternehmen als Problembahnen zu bezeichnen. Diese Bahnunternehmen decken das Höhenlage-Spektrum der Stichprobe sehr gut ab. Es sind sowohl sehr tiefgelegene als auch überdurchschnittlich hoch gelegene Unternehmen unter den Problembahnen enthalten. Unbedingt berücksichtigt werden muss, dass wohl rund 10% des Verkehrsertrags der Branche nicht in der vorliegenden Stichprobe enthalten sind. Da es sich dabei nicht nur, aber vor allem um eher kleine, tiefgelegene Gebiete handelt, muss von einem hohen Problemanteil ausgegangen werden. Die Problembahnen der Stichprobe und drei Viertel der nicht in der Stichprobe enthaltenen Skigebiete gelten im Folgenden als die Problembahnen. Es ist davon auszugehen, dass diese zusammen in einem schlechten Winter wie 2016/17 rund 7 Mio. Skierdays erreichen, was knapp einem Drittel der Branche entspricht.

«In einem schnee- und klimabedingt negativen Zukunftsszenario sind mehr als die Hälfte der wintersportlastigen Bergbahnunternehmen als Problembahnen zu bezeichnen.»

Es ist nicht davon auszugehen, dass das nachfolgend skizzierte Szenario in den nächsten Jahren bzw. im nächsten Anlagezyklus eintreten wird. Es handelt sich daher um einen sehr langfristigen Ausblick, welcher den erwarteten Klimaprognosen Rechnung trägt. Grundsätzlich wird davon ausgegangen, dass auf fünf Jahre nur noch ein guter Winter resultiert. In diesem Fall würde aufgrund des aktuellen Nachfrageverhaltens eine durchschnittliche jährliche Anzahl Skierdays von knapp 22 Mio. resultieren. Es werden nun die folgenden drei Parameter definiert.

- Allgemeiner Rückgang Skierdays in allen Skigebieten: Wie stark reduziert sich das Potenzial von 22 Mio. Skierdays für die Schweizer Skigebiete? (Für einen Rückgang könnte es diverse Faktoren geben: fehlende Winterstimmung, zunehmende Rückführung per Gondelbahn ins Tal aufgrund fehlendem Schnee auf Talabfahrten, negative Berichterstattung Skisport. Davon sind nicht nur Problemgebiete, sondern alle Gebiete betroffen.)
- Exit-Quote von Problemskigebieten: Wie viele Problemskigebiete steigen aus dem Skisport aus?
- Exit Quote von Skifahrern aus Problemskigebieten: Wie viele Gäste der Problemskigebiete ziehen sich aus dem Skisport zurück, weil «ihr» Gebiet schliesst?

In Tabelle 7 ist ein Szenario mit einem Marktrückgang um 10% skizziert. Dies bedeutet, dass gegenüber einem ohnehin schon negativen Szenario mit vier schlechten Wintern pro Fünfjahresperiode weitere 10% an Skierdays verloren gehen. Die Skierdays 2018/19 liegen um fast 30% über dem Wert des hier analysierten Szenarios. Dieser Rückgang um 10% betrifft die Gesamtbranche bzw. alle Skigebiete. Der Hauptgrund für den Rückgang ist ein rückläufiges Interesse der Skifahrer am Wintersport, beispielsweise aufgrund fehlender Winterstimmung. Ein 10%-Rückgang der Skierdays bedeutet nicht, dass 10% der Skifahrer aus dem Wintersport aussteigen. Da in erster Linie die Gelegenheitsfah-

rer mit Skifahren aufhören, liegt die Anzahl aussteigender Skifahrer deutlich höher als 10%. Tabelle 7 ist wie folgt zu lesen: Falls der Gesamtmarkt der Skifahrer gegenüber einem ohnehin schon negativen Szenario um weitere 10% rückläufig ist, und falls 30% der Problemskigebiete aus dem Markt aussteigen (es sind eigentlich nicht 30% der Skigebiete die aussteigen, sondern Skigebiete, welche 30% der Skierdays der Problembahnen verzeichnen.), und falls 30% der Skifahrer der Problemskigebiete aus dem Wintersport aussteigen, profitieren die «überlebenden» Skigebiete von einer zusätzlichen Anzahl Skifahrer von 1.27 Mio. Zu den überlebenden Skigebieten gehören auch jene Problemskigebiete, welche nicht aus dem Skisport aussteigen. Die überlebenden Skigebiete werden ohne diesen Verlagerungseffekt etwa 17.8 Mio. Skierdays zählen. Der Verlagerungseffekt von 1.27 Mio. Skierdays beträgt daher 7.1% der bestehenden Skierdays. Dies bedeutet, dass der unterstellte Marktrückgang (-10%) in diesem Szenario zu etwas mehr als zwei Drittel mit einer Verlagerung von Skifahrern kompensiert werden kann.

Unter den aktuellen Problemgebieten befinden sich auch einige Gebiete mit recht hoch gelegenen Pisten. Diese haben die Chance, zu den Gewinnern der Entwicklung zu gehören. Umgekehrt können einige heute genügend rentierenden Bahnunternehmen zukünftig zu Problembahnen werden. Die Hauptgefahr dürfte darin bestehen, dass zu viele Skigebiete zu lange mit einem Ausstieg zuwarten. Es liegt eine klassische Trittbrettfahrer-Problematik vor. Wer aus dem Wintersport aussteigt, hilft damit anderen Skigebieten. Unter sonst gleichen Bedingungen gilt nämlich: Je mehr Skigebiete aussteigen, umso besser für die «Überlebenden». Mit dem Verlust von Skigebieten verlieren jedoch Skifahrer ihren Bezug zum Skisport. Die Folge ist, dass die Betroffenen mit dem Skifahren aufhören und den «Überlebenden» keine zusätzlichen Skierdays bringen.

«Die Hauptgefahr dürfte darin bestehen, dass zu viele Skigebiete zu lange mit einem Ausstieg zuwarten.»

Tab. 7: Verlagerung von Skierdays von Problemgebieten in «überlebende» Gebiete bei einem Marktrückgang um 10%

Skierdaysverlagerung von Problemgebieten in die "überlebenden" Skigebiete

Exit-Quote Skigebiete	Exit Quote Skifahrer in Problemgebieten						
	0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%
0%	-	-	-	-	-	-	-
10%	604'517	544'065	483'613	423'162	362'710	302'258	241'807
20%	1'209'033	1'088'130	967'226	846'323	725'420	604'517	483'613
30%	1'813'550	1'632'195	1'450'840	1'269'485	1'088'130	906'775	725'420
40%	2'418'066	2'176'260	1'934'453	1'692'646	1'450'840	1'209'033	967'226
50%	3'022'583	2'720'324	2'418'066	2'115'808	1'813'550	1'511'291	1'209'033
60%	3'627'099	3'264'389	2'901'679	2'538'969	2'176'260	1'813'550	1'450'840

Skierdays in den "überlebenden" Skigebieten (ohne Verlagerungseffekt aus Problemgebieten)

Exit-Quote Skigebiete	Exit Quote Skifahrer in Problemgebieten						
	0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%
0%	19'620'000	19'620'000	19'620'000	19'620'000	19'620'000	19'620'000	19'620'000
10%	19'015'483	19'015'483	19'015'483	19'015'483	19'015'483	19'015'483	19'015'483
20%	18'410'967	18'410'967	18'410'967	18'410'967	18'410'967	18'410'967	18'410'967
30%	17'806'450	17'806'450	17'806'450	17'806'450	17'806'450	17'806'450	17'806'450
40%	17'201'934	17'201'934	17'201'934	17'201'934	17'201'934	17'201'934	17'201'934
50%	16'597'417	16'597'417	16'597'417	16'597'417	16'597'417	16'597'417	16'597'417
60%	15'992'901	15'992'901	15'992'901	15'992'901	15'992'901	15'992'901	15'992'901

Verlagerungseffekt in % der Skierdays der überlebenden Skigebiete								
		Exit Quote Skifahrer in Problemgebieten						
		0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%
Exit-Quote Skigebiete	0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	10%	3.2%	2.9%	2.5%	2.2%	1.9%	1.6%	1.3%
	20%	6.6%	5.9%	5.3%	4.6%	3.9%	3.3%	2.6%
	30%	10.2%	9.2%	8.1%	7.1%	6.1%	5.1%	4.1%
	40%	14.1%	12.7%	11.2%	9.8%	8.4%	7.0%	5.6%
	50%	18.2%	16.4%	14.6%	12.7%	10.9%	9.1%	7.3%
	60%	22.7%	20.4%	18.1%	15.9%	13.6%	11.3%	9.1%

Quelle: Berechnungen IFZ

Die Werte beider Exit-Quoten sind ebenso wie ein allfälliger allgemeiner Marktrückgang sehr schwierig einzuschätzen. Die Verlagerung könnte wie in Tabelle 7 eingerahmt dargestellt in einer Bandbreite zwischen 4% und 11% liegen. Am oberen Ende liesse sich somit ein Gesamtmarktrückgang um 10% kompensieren. Am unteren Ende der Bandbreite wären 6% (10% - 4%) nicht zu kompensieren. Unterstellt man sogar einen allgemeinen Marktrückgang um 20% (zusätzlich zu einem schon negativen Szenario), wären mit dem geschätzten Verlagerungseffekt ebenfalls 4% bis 11% zu kompensieren. Gegenüber diesem Szenario liegen die Skierdays 2018/19 um 43% höher. Der geschätzte Verlagerungseffekt ist unabhängig vom unterstellten Rückgang des Gesamtmarktes und hängt nur von den beiden Exit-Quoten ab. Kommt es zu einem Marktrückgang um 20%, würden die Skisporterträge der überlebenden Bahnen um ca. 9% bis 16% fallen. Um das Ertragsniveau zu halten, müssten dann die Sommer- bzw. nicht aus dem Skisport stammenden Wintererträge gesteigert werden. Angenommen, die Skisport-unabhängigen Erträge würden in einem negativen Szenario mit vielen schlechten Wintern auf ca. 20% steigen. Um die 9% bis 16% rückläufigen Skisporterträge zu kompensieren braucht es in diesem Fall ein Sommer- bzw. nicht aus den Skisport stammendes Wachstum um 35% bis 65%. Ob die Gesamtbranche dieses Wachstum auf lange Frist erreichen kann, ist schwierig abzuschätzen. Für einige Bahnen könnte dies langfristig im Bereich des Möglichen liegen.

Klar ist, dass erstens der Rückgang nicht alle Unternehmen gleichermassen trifft, und dass zweitens nicht alle das Potenzial im Sommer voll abschöpfen können. Wie bereits heute werden daher auch künftig einige besser und andere schlechter abschneiden. Die Erfolgsfaktoren werden die gleichen bleiben wie heute: stimmige Gesamtangebote, Schneesicherheit, Innovationen und ein erfolgreiches Sommergeschäft. Skiferien könnten vermehrt zu Winterferien werden. In höheren Lagen bzw. an Schattenhängen konzentriert sich der Skisport, in den tieferen Gebieten und an Sonnenhängen besteht die Möglichkeit für alternative Tätigkeiten. Für den finanziellen Erfolg ist es jedoch für mittelgrosse und grosse Gebiete wichtig, dass ein Schneesportgeschäft erhalten bleiben kann. Unter Umständen kann die Skiinfrastruktur in tiefen Lagen teilweise zurückgebaut bzw. vereinfacht werden. Entscheidend wird auch sein, in welchen Regionen wie viele Skigebiete aussteigen werden bzw. aussteigen müssen. Aufgrund der Höhenlage könnten beispielsweise in der Zentralschweiz viele Skigebiete in eine problematische Situation kommen. Davon könnten die höchstgelegenen Gebiete der Region wie Andermatt und Engelberg-Titlis profitieren. Schneesichere Bündner Gebiete könnten von Ausstiegen in der Ostschweiz profitieren.

«Die Erfolgsfaktoren werden die gleichen bleiben wie heute: stimmige Gesamtangebote, Schneesicherheit, Innovationen und ein erfolgreiches Sommergeschäft.»

Teil 3: Analyse ausgewählter Bergbahnunternehmen

3.1 Ausflugsbergbahnen

Tabelle 8 und Tabelle 9 enthalten Kennzahlen ausgewählter Bergbahnunternehmen. Es handelt sich dabei einerseits um reine Ausflugsbergbahnen ohne Wintersportgeschäft. Andererseits jedoch auch um im Wintersport tätige Bergbahnunternehmen, welche ein erfolgreiches Ausflugsgeschäft betreiben. Davon sind auch einige Unternehmen erfolgreich im Wintersportgeschäft unterwegs, für Wachstum sorgen jedoch in erster Linie die Ausflugsgäste. Beim Verkehrsertrag fällt auf, dass (fast) alle Bergbahnunternehmen aus Tabelle 8 und Tabelle 9 sowohl über zwei Jahre, über fünf Jahre als auch über zehn Jahre im Plus liegen. Dafür gibt es vor allem drei Gründe: das nahezu perfekte Sommerwetter 2018, Wachstum von internationalen Gästen sowie publikumswirksame Investitionen. Die Bergbahnen Hoher Kasten liegen 2018 um rund 5% hinter dem Verkehrsertrag von 2008. Über 11 Jahre gemessen beträgt das Wachstum hingegen 160%. Im Jahr 2008 wurde auf dem Hohen Kasten ein neues Drehrestaurant eröffnet, welches zu einem massiven Wachstumssprung geführt hat. Auch das langfristige Ertragswachstum der Stanserhornbahn ist bestimmt zu einem bedeutenden Teil auf die Cabrio®-Bahn (Eröffnung 2012) zurückzuführen. Dass die Bergbahnen Hoher Kasten seit 2008 kaum noch zulegen konnten, hängt auch damit zusammen, dass die Ostschweizer Berge weniger von internationalen, vor allem asiatischen, Gästen besucht werden. Dies erklärt auch das eher moderate Verkehrsertragswachstum der Säntis-Schwebebahn.

Selbstverständlich haben auch die anderen Bahnunternehmen Investitionen getätigt. In grösseren Unternehmen mit mehreren Bahnen und Attraktionspunkten ist das Wachstum jedoch schwieriger einzelnen Investitionsprojekten zuzuordnen.

«Beim Verkehrsertrag fällt auf, dass fast alle Ausflugsbergbahnen sowohl über zwei Jahre, fünf Jahre, als auch über zehn Jahre im Plus liegen.»

Tab. 8: Kennzahlen ausgewählter Ausflugsbergbahnen (Teil 1)

in TCHF	Stanser-hornbahn	Pilatus-Bahnen	Hoher Kasten	Rigi Bahnen	Säntis-Schwebe-bahn	Brunni Bahnen Engelberg
Rechnungslegung	OR	OR	OR	OR	OR	OR
Handelsplatz	OTC	OTC	OTC	OTC	OTC	OTC
Letzter Abschluss	2018	2018	2018	2018	2018	2018/19
Gesamtertrag (GE)	9'221	37'881	3'039	29'288	19'364	7'683
Verkehrsertrag (VE)	4'909	24'620	2'648	22'934	6'051	4'559
Anteil VE am GE	53.2%	65.0%	87.1%	78.3%	31.2%	59.3%
Anteil Gastro/Beherb. am GE	41.4%	24.1%	0.0%	8.1%	64.5%	32.0%
EBITDA	2'553	14'727	1'505	7'703	3'619	2'090
Anschaffungswerte (AW) Anlagen	37'457	115'359	n.a.	132'980	88'278	33'073
Verzinsliches FK	0	0	3'400	3'650	11'875	4850
Nicht verzinsliches, rückzahlbares	3'900	0	0	3'015	1'320	0
Flüssige Mittel	1'728	30'620	416	7'182	2'019	669
Nettofinanzschuld (NFS nur verzinsl.)	-1'728	-30'620	2'984	-3'532	9'856	4'181
Nettofinanzschuld (NFS)	2'172	-30'620	2'984	-517	11'176	4'181
EBITDA-Marge	27.7%	38.9%	49.5%	26.3%	18.7%	27.2%
GE / AW	24.6%	32.8%	n.a.	22.0%	21.9%	23.2%
Cashflow / AW	6.9%	11.8%	n.a.	5.7%	3.9%	6.0%
NFS / EBITDA	0.9	-2.1	2.0	-0.1	3.1	2.0
Kennzahlen auf Basis Fünfjahresdurchschnittsertragskraft						
Verkehrsertrag	4'532	20'136	2'244	19'107	5'368	3'851
EBITDA	2'037	10'479	1'213	6'158	2'604	1'493
EBITDA-Marge	25.1%	31.9%	44.4%	25.8%	15.7%	22.5%
Cashflow / AW	5.5%	8.6%	n.a.	4.5%	2.9%	4.1%
Wachstum Verkehrsertrag						
2 Jahre	6.8%	27.0%	12.6%	22.4%	12.2%	n.a.
5 Jahre	28.0%	52.1%	37.7%	67.9%	19.4%	22.6%
10 Jahre	122.8%	79.2%	-5.0%	84.5%	7.4%	100.9%
Kennzahlen zur Aktienbewertung						
Aktienkurs (in CHF)	1'320	3'007	123	10.8	1'007.0	1'981.0
Anzahl Aktien	12'080	26'400	152'000	3'600'000	48'000	6'000
Verzinsliches FK + zinslose Darlehen	3'900	0	3'400	6'665	13'195	4'850
Enterprise Value (EV)	19'846	79'385	22'096	45'545	61'531	16'736
EV / EBITDA	7.8	5.4	14.7	5.9	17.0	8.0
EV / EBITDA (5JØ)	9.7	7.6	18.2	7.4	23.6	11.2
Ausschüttung	0	50	0	0.12	0	25
Ausschüttungsrendite	0.0%	1.7%	0.0%	1.1%	0.0%	1.3%

Quelle: Geschäftsberichte der Unternehmen. Die Aktienkurse sind per 21. November 2019 erhoben. Für ausserbörslich gehandelte Gesellschaften wird ein volumengewichteter Durchschnitt aus den letzten 10 Transaktionen verwendet. Falls Transaktionen zu lange her sind, kann der Durchschnitt auf weniger als 10 Transaktionen basieren. Die Zahlen sind «nicht» um Sondereffekte bereinigt. Von der Ausschüttung der Pilatus-Bahnen sind CHF 10 als Sonderdividende deklariert Für die Bergbahnen Hoher Kasten ist das Wachstum über 9 statt 10 Jahre berechnet. Nicht verzinsliche, rückzahlbare Schulden (z.B. Darlehen der öffentlichen Hand) sind nicht in allen Jahresrechnungen transparent gekennzeichnet. Es kann daher sein, dass diese Position in Einzelfällen höher liegt.

Tab. 9: Kennzahlen ausgewählter Bergbahnunternehmen mit attraktivem Ausflugsziel (Teil 2)

in TCHF	BB Titlis Rotair	Jungfrau-bahnen	Schilthorn Bahn	Zermatt BB	BVZ	Aletsch Bahnen
Rechnungslegung	FER	FER	OR	OR	FER	OR
Handelsplatz	SIX	SIX	OTC	OTC	SIX	OTC
Letzter Abschluss (H= Herbst)	2017/18 H	2018	2018	2018/19	2018	2018/19
Gesamtertrag (GE)	79'016	212'815	30'916	76'095	165'991	41'996
Verkehrsertrag (VE)	53'275	153'833	21'081	71'125	96'821	33'788
Anteil VE am GE	67.4%	72.3%	68.2%	93.5%	58.3%	80.5%
Anteil Gastro/Beherb. am GE	25.2%	2.1%	21.2%	2.3%	0.0%	11.6%
EBITDA	33'103	95'111	9'978	39'597	47'673	13'766
Anschaffungswerte (AW) Anlagen	359'945	1'045'466	161'157	713'870	833'942	417'663
Verzinsliches FK	0	0	11'257	144'198	179'943	61'002
Nicht verzinsliches, rückzahlbares	0	42'011	0	0	0	13'699
Flüssige Mittel	15175	87390	690	7176	43855	7804
Nettofinanzschuld (NFS nur verzinsl.)	-15'175	-87'390	10'567	137'022	136'088	53'198
Nettofinanzschuld (NFS)	-15'175	-45'379	10'567	137'022	136'088	66'897
EBITDA-Marge	41.9%	44.7%	32.3%	52.0%	28.7%	32.8%
GE / AW	22.0%	20.4%	19.2%	10.7%	19.9%	10.1%
Cashflow / AW	8.5%	7.9%	5.8%	5.0%	5.0%	3.0%
NFS / EBITDA	-0.5	-0.5	1.1	3.5	2.9	4.9
Kennzahlen auf Basis Fünfjahresdurchschnittsertragskraft						
Verkehrsertrag	48'171	135'816	19'091	65'075	85'608	32'252
EBITDA	33'439	80'116	8'430	34'285	37'713	12'690
EBITDA-Marge	44.5%	43.4%	30.5%	49.1%	25.4%	32.7%
Cashflow / AW	7.8%	6.7%	4.8%	4.2%	3.6%	2.7%
Wachstum Verkehrsertrag						
2 Jahre	20.1%	22.1%	15.1%	10.1%	17.9%	7.4%
5 Jahre	30.6%	26.6%	21.2%	13.9%	32.2%	4.6%
10 Jahre	89.0%	48.8%	17.9%	12.3%	33.1%	4.4%
Kennzahlen zur Aktienbewertung						
Aktienkurs (in CHF)	347.0	154.8	1'867.0	483.0	1'200.0	52.0
Anzahl Aktien	672'000	5'835'000	38'500	629'200	197'278	260'000
Verzinsliches FK + zinslose Darlehen	0	42'011	11'257	144'198	179'943	74'701
Enterprise Value (EV)	233'184	945'269	83'137	448'102	416'677	88'221
EV / EBITDA	7.0	9.9	8.3	11.3	8.7	6.4
EV / EBITDA (5JØ)	7.0	11.8	9.9	13.1	11.0	7.0
Ausschüttung	9.4	2.8	40.0	4.0	14.0	1.0
Ausschüttungsrendite	2.7%	1.8%	2.1%	0.8%	1.2%	1.9%

Quelle: Geschäftsberichte der Unternehmen. Die Aktienkurse sind per 21. November 2019 erhoben. Für die börsenkotierten Gesellschaften wurde der letzt 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 auf weniger als 10 Transaktionen basieren. Die Zahlen sind «nicht» um Sondereffekte bereinigt. Die aktuell laufende Aktienkapitalerhöhung der Schilthornbahn ist bereits berücksichtigt. Bei der BVZ Holding ist unter dem Verkehrsertrag nur der Personenverkehrsertrag aufgeführt. Nicht verzinsliche, rückzahlbare Schulden (z.B. Darlehen der öffentlichen Hand) sind nicht in allen Jahresrechnungen transparent gekennzeichnet. Es kann daher sein, dass diese Position in Einzelfällen höher liegt.

Investitionen bzw. Innovationen kommt eine wichtige Bedeutung zu. Es sind derzeit verschiedene grössere Infrastrukturprojekte geplant. Die Titlisbahnen planen für rund CHF 100 Mio. eine Modernisierung/Erweiterung ihres Gipfelgebäudes (inkl. Zweiterschliessungspendelbahn), die Jungfraubahnen sind am Bau der V-Bahn, welche inkl. weiterer Nebenprojekte rund CHF 470 Mio. kostet. Die Schilthornbahn plant für maximal CHF 90 Mio. die in die Jahre gekommenen Pendelbahnen durch neue zu ersetzen. Bei den Pilatus- und Rigibahnen steht die Anschaffung von neuem Rollmaterial an. Die in diesem Abschnitt genannten Bergbahnunternehmen haben gemeinsam, dass sie eine gute bis sehr gute Ertragskraft aufweisen. Zudem sind sie entweder finanzschuldenfrei oder sie sind nur sehr massvoll verschuldet. Die Investitionen können daher weitgehend aus dem Cashflow und zur Überbrückung mit Bankkrediten finanziert werden. Eher kleinere Aktienkapitalerhöhungen haben jüngst nur die Schilthornbahn und die Rigi Bahnen durchgeführt.

«Mit den Investitionen versuchen die Bergbahnunternehmen den Aufenthalt ihrer Gäste angenehmer und werthaltiger zu machen.»

Mit den erwähnten Investitionen versuchen die Bergbahnunternehmen den Aufenthalt ihrer Gäste angenehmer und werthaltiger zu machen. Es geht dabei um die Verkürzung der Reisezeiten, um die Reduktion von Wartezeiten, um die Sicherung einer 365-tägigen Erreichbarkeit und um die Steigerung des Erlebnisgehalts des Ausflugs. Alle diese Ziele haben die Zermatt Bergbahnen mit dem Bau der 3S-Bahn auf das Kleinmatterhorn (Glacier Ride) verfolgt. Im für asiatische Gäste wichtigen Monat Mai konnten die Frequenzen auf das Klein Matterhorn verdoppelt werden. Zudem fiel gegenüber dem Vorjahr aufgrund der Doppelerschliessung des Klein Matterhorns eine zehntägige Revision weg. Ab Winter 2021/22 soll eine neue Bahn das Klein Matterhorn mit Testa Griga verbinden. Dies wird das «Alpine Crossing» möglich machen, d.h. die Strecke Cervinia – Zermatt kann als Fussgänger zurückgelegt werden. Mit dieser neuen Attraktion wollen die Zermatt Bergbahnen den bedeutenden Reisestrom Milano – Paris via Côte d'Azur „anzapfen".

«Im Jahr 2019 sind einige Ausflugsbahnen wieder sehr gut unterwegs.»

Im Jahr 2019 sind einige Ausflugsbahnen wieder sehr gut unterwegs. Im ersten Halbjahr 2019 stiegen die Besucherzahlen des Glacier Express (BVZ) um 16%, der Verkehrsertrag der Gornergratbahn legte um 17% zu. Auf dem Jungfraujoch stieg die Anzahl Ankünfte im ersten Semester 2019 um 1%. Dank einem steigenden Durchschnittsertrag stieg der Ertrag um 4.2%. Der Sommerertrag 2019 der Schilthornbahn (nur: Luftseilbahn) liegt über dem Rekordwert 2018, obwohl die Frequenzen (-0.8%) leicht rückläufig waren. Die Titlisbahnen liegen per Ende Juni 2019 sowohl bei Gruppen- als auch Individualreisenden im Plus. Die Ersteintritte in den wichtigen Reisemonaten Mai und Juni sind gegenüber dem Vorjahr um 2.5% gestiegen. Im Pilatusgebiet bleiben sowohl Ersteintritte als auch Verkehrsertrag 2019 auf konstantem Rekordniveau des Vorjahres 2018. Auf der Rigi ist der Sommerertrag 2019 um 4% rückläufig gegenüber dem Vorjahr, die Ersteintritte sind 5% im Minus. Dass sich der Ertrag im Allgemeinen besser hält als die Gästeanzahl ist erfreulich.

Stellen die anstehenden Grossinvestitionen im Hinblick auf die leicht «schwächelnden» asiatischen Märkte nun ein Problem dar? Dies dürfte aus mehreren Gründen nicht der Fall sein. Erstens werden die Unternehmen eher vorsichtig budgetieren, da wohl kaum jemand davon ausgegangen ist, dass sich die Wachstumsraten der vergangenen Jahre beliebig lang fortsetzen. Mittelfristig dürfte sich

ein Wachstumstrend (auf geringerem) Niveau fortsetzen. Zweitens haben einige der Ausflugsbergbahnen ein Renditeniveau erreicht, welches die Finanzierung der anstehenden Projekte auch mit etwas weniger Cashflow mehr oder weniger problemlos ermöglicht. Drittens werden die Investitionen nicht nur für asiatische Gäste getätigt. 30-jährige oder noch ältere Gebäude und Bahnen sind nicht mehr zeitgemäss und müssten ohnehin ersetzt werden. Es wäre für die meisten Fahrgäste schlicht unvorstellbar, wenn die SBB mit vierzigjährigem Rollmaterial fahren würde. Die V-Bahn, leistungsstärkere Bahnen am Schilthorn oder eine geräumigere Bergstation auf dem Titlis werden auch dem Skifahrer und Schweizer Wanderer zugute kommen. Viertens sind Investitionen in die Werthaltigkeit des Ausflugs ein wichtiges Mittel, um den Preis zu erhöhen bzw. um Preisrückgänge möglichst zu vermeiden. Die asiatischen Gäste sorgen in den Gebieten für eine wichtige Grundauslastung, was sehr wichtig für den finanziellen Erfolg ist.

«Investitionen in die Werthaltigkeit des Ausflugs sind ein wichtiges Mittel, um den Preis zu erhöhen bzw. um Preisrückgänge möglichst zu vermeiden.»

Die Unterteilung des Verkehrsertrags in einen Sommer- und Winteranteil ist nicht für alle Bergbahnunternehmen möglich. Von den in Tabelle 8 und Tabelle 9 aufgeführten Unternehmen haben die Aletsch Bahnen (20%) und Zermatt Bergbahnen (25%) den tiefsten Sommeranteil. Der Hauptgrund ist, dass die beiden ein erfolgreiches Skigebiet betreiben.

In der Aletsch Arena wirkt sich nachteilig aus, dass der Sommerverkehrsertrag von rund CHF 5.5 Mio. (2018) mit drei Bahnachsen verdient wird. Finanzwirtschaftlich wäre es attraktiver, wenn im Sommer nur eine Achse betrieben werden müsste. Aufgrund der Bedeutung der einzelnen Dörfer als Ferienorte ist diese Option wohl unrealistisch. Nichtsdestotrotz hat die Aletsch Arena Aufholpotenzial bei den Sommererträgen, was sich auch auf die Finanzen positiv auswirken wird.

Betreffend die Kapitalrentabilität (CF / AW) liegen alle Bergbahnunternehmen über dem aktuellen Fünfjahresdurchschnitt. Dies liegt einerseits am schönen Sommerwetter 2018. Anderseits zeigen aber auch die trotz weniger Sonnentagen sehr guten 2019er Zahlen, dass Bergausflüge bei In- und Ausländern einem positiven Trend unterliegen. Unternehmen, welche einen bedeutenden Teil des Ertrags mit Schweizer Gästen verdienen, liegen aktuell etwas deutlicher über dem Fünfjahresdurchschnitt als die übrigen Bahnunternehmen. Ihre Wetteranfälligkeit ist als stärker einzuschätzen. In der Aletsch Arena und in Zermatt ist zu berücksichtigen, dass die Erträge mit deutlichem Schwergewicht im kapitalintensiveren Wintersportgeschäft verdient werden. Dies drückt unter sonst gleichen Bedingungen auf die Kapitalrendite. Dies und der sehr hohe Verkehrsertragsanteil sind auch die Gründe dafür, dass die beiden Unternehmen den deutlich geringsten Kapitalumschlag (Gesamtertrag / AW) ausweisen. Sowohl Kapitalumschlag als auch EBITDA-Marge sind unter Berücksichtigung des Ertragsmix zu beurteilen. Die tiefe EBITDA-Marge der Säntis Schwebebahn von 18.7% ist mit dem sehr hohen Gastro/Hotel-Umsatzanteil von 64.5% begründet. Ein Blick auf die Kapitalrendite von 3.9%, zeigt, dass der 2018er Abschluss deutlich im genügenden Bereich liegt. Für ein Bergbahnunternehmen, welches den Ertrag schwergewichtig mit dem Transport verdient, wäre eine EBITDA-Marge von weniger als 20% allerdings schwach.

Aufgrund der in der Branche weit verbreiteten OR-Abschlüsse, deren Spielräume einige Unternehmen zur Bildung steuerlich motivierter Überabschreibungen nutzen, können die Jahresgewinne nur für wenige Unternehmen sinnvoll beurteilt werden. Für die Jungfrau- und Titlis-Bahnen verblieben im Jahr 2018 bzw. 2017/18 je rund 22% vom Betriebsertrag nach Abzug sämtlicher Aufwendungen als Jahresgewinn (Jahresgewinnmarge). Der Spartenrechnung der BVZ Gruppe ist für das Segment der Gornergratbahn sogar eine Jahresgewinnmarge von 32% zu entnehmen. Es handelt sich bei diesen Werten sowohl im Branchenquervergleich als auch im Vergleich mit anderen Branchen um Spitzenresultate. Aufgrund der branchenbedingt hohen Kapitalintensität fällt die buchhalterische Eigenkapitalrendite mit 8.6% (Jungfrau) bzw. 11.5% (Titlis) im Vergleich zu anderen Branchen etwas bescheidener aus. (Als Kapitalbasis für die Berechnung wurde der Durchschnitt von Jahresanfang und Jahresende verwendet.) Die BVZ-Gruppe erreichte 2018 eine Eigenkapitalrendite von 11.2%. (Für die BVZ-Sparte der Gornergratbahn kann aufgrund der verfügbaren Informationen keine Eigenkapitalrendite berechnet werden.) Es ist davon auszugehen, dass alle drei Unternehmen die risikogerechten Eigenkapitalkosten übertreffen und so Unternehmenswerte generieren. Das dürfte auch für einige andere Bahnunternehmen aus Tabelle 8 und Tabelle 9 zutreffen.

Von den zwölf in Tabelle 8 und Tabelle 9 aufgeführten Bergbahnunternehmen schütten deren neun Cash an die Aktionäre aus. Die Säntis-Aktionäre verzichten schon seit einigen Jahren auf Barausschüttungen, so dass die gesamten Gewinne reinvestiert werden können. Die Stanserhornbahn hat für das Jahr 2008 letztmals eine Dividende ausgeschüttet. Danach hat man zugunsten der Finanzierung der Cabrio®-Bahn auf eine Ausschüttung verzichtet. Mit dem Bau der Bahn hat die Verschuldung deutlich zugenommen. Dank einer guten Ertragskraft ist das verzinsliche Fremdkapital abgebaut. Nicht verzinsliche Schulden (Darlehen Bund und Kanton) bestehen noch im Umfang von CHF 3.9 Mio. Finanziell könnte sich die Stanserhornbahn eine Ausschüttung sicherlich leisten. Es ist gut möglich, dass der Aktionär wieder eine Ausschüttung erhält, wenn die Schulden vollständig abgebaut sind. Die meisten Unternehmen sind vorsichtig mit Erhöhungen der Ausschüttungsbeträge. Dies bedeutet, dass die Ausschüttungen nicht sofort an höhere Gewinne angepasst werden, sondern erst wenn das höhere Gewinn- und Ertragsniveau als nachhaltig erreichbar betrachtet wird. Einige Bahnunternehmen arbeiten auch mit dem Instrument der Sonderdividende. Bei der Pilatus-Dividende von CHF 50 für das Geschäftsjahr 2018 sind CHF 10 als Sonderdividende deklariert. Wäre das Geschäftsjahr 2019 schlechter als 2018 ausgefallen, müsste man wahrscheinlich mit der «normalen» Dividende von CHF 40 rechnen. Für das Geschäftsjahr 2018 sind die Pilatus Bahnen das einzige Unternehmen mit einer Sonderdividende. Es ist davon auszugehen, dass die meisten Dividenden nach unten relativ gut abgesichert sind. Das heisst, auch wenn das Jahr 2020 aufgrund von schlechterem Wetter oder einer Delle im Geschäft mit den asiatischen Gästen etwas schlechter ausfallen wird, ist die Wahrscheinlichkeit einer konstanten Dividende hoch. Es ist in den meisten Fällen auch nicht davon auszugehen, dass anstehende Investitionen zu Dividendenkürzungen führen werden. Sehr wahrscheinlich ist es jedoch, dass grosse Projekte Erhöhungen der Ausschüttungen verhindern oder verzögern.

«Die meisten Unternehmen sind vorsichtig mit Erhöhungen der Ausschüttungsbeträge.»

«Es ist davon auszugehen, dass die meisten Dividenden nach unten relativ gut abgesichert sind.»

«Sehr wahrscheinlich ist es, dass grosse Projekte Erhöhungen der Ausschüttungen verhindern oder verzögern.»

3.2 Wintersportbahnen

Tabelle 10 und Tabelle 11 zeigen Kennzahlen ausgewählter wintersportlastiger Bergbahnunternehmen. Die Unternehmen sind wie folgt ausgewählt: Zum einen muss ein öffentlich verfügbarer Jahresbericht vorliegen. Aus diesem Grund fallen beispielsweise die Bergbahnen aus den Gebieten Flumserberge oder Villars Gryon Les Diablerets aus der Betrachtung. Zum anderen muss eine Jahresrechnung, welche die Wintersaison 2018/19 umfasst, vorliegen. Für Unternehmen, welche ihr Geschäftsjahr per Ende Oktober oder per Ende Dezember abschliessen, sind diese Zahlen noch nicht publik. Die Zahlen der Bergbahnen aus beispielsweise St. Moritz, Verbier, Andermatt Sedrun, Saas Fee, Lenk, Crans Montana oder Meiringen Hasliberg fehlen daher in den Tabellen. Der Grund für den Ausschluss dieser Bahnen ist der verbreitet sehr gute Winter 2018/19, welcher dazu führen würde, dass die Zahlen dieser Bergbahnunternehmen unter sonst gleichen Bedingungen gegenüber den übrigen schlechter aussehen. Von den Bergbahnen mit verfügbaren 2018/19 Zahlen wurden vor allem die grösseren ausgewählt. Zu berücksichtigen gilt es, dass einige Skigebiete bereits in die Analyse der Ausflugsbahnen eingeflossen sind (Jungfraugebiet inkl. Schilthorn, Engelberg Titlis und Brunni, Aletsch Arena, Zermatt).

Sowohl bezüglich Ertragskraft als auch bezüglich Verschuldung zeigt sich ein sehr heterogenes Bild. Die Ertragskraft gemessen als Kapitalrendite (CF / AW) ist beispielsweise in Davos, Laax und Adelboden gut einzuschätzen. Bei allen liegt die aktuelle Rentabilität mehr oder weniger deutlich über dem Fünfjahresdurchschnitt. Dies liegt daran, dass 2018/19 ein guter Winter war, der Fünfjahresdurchschnitt jedoch 3 schlechte Winter umfasst. Mit einer sehr hohen Verschuldung fallen die Stoosbahnen auf. Inkl. nicht verzinslicher Darlehen ergibt sich eine Entschuldungsdauer (Nettofinanzschulden / EBITDA) von langen 16 Jahren. Die hohe Verschuldung hängt mit dem Bau der Zubringerstandseilbahn zusammen. Die Höhe der Verschuldung hängt von der Ertragskraft, der Investitionstätigkeit und der Bereitschaft der Entscheidungsträger sich zu verschulden, ab. So haben beispielsweise auch die Lenzerheide Bergbahnen und die Belalp Bahnen eine etwas hohe Schuldenlast. Beide haben in den letzten Jahren grosse Investitionen hinter sich.

«Sowohl bezüglich Ertragskraft als auch Verschuldung zeigt sich ein sehr heterogenes Bild.»

Tab. 10: Kennzahlen ausgewählter Wintersportbahnen (Teil 1)

in TCHF	Davos Klosters BB	Weisse Arena	Arosa BB	Lenzer-heide BB	BB Samnaun	BB Adelboden
Rechnungslegung	OR	OR	OR	OR	OR	OR
Handelsplatz	OTC	OTC	OTC	OTC	OTC	OTC
Letzter Abschluss	2018/19	2018/19	2018/19	2018/19	2018/19	2018/19
Gesamtertrag (GE)	60'972	97'000	29'420	32'369	26'695	17'195
Verkehrsertrag (VE)	37'498	37'566	18'295	27'503	17'995	13'077
Anteil VE am GE	61.5%	38.7%	62.2%	85.0%	67.4%	76.1%
Anteil Gastro/Beherb. am GE	26.8%	30.0%	29.6%	2.2%	32.0%	14.2%
EBITDA	25'929	25'636	9'465	11'169	8'006	6'711
Anschaffungswerte (AW) Anlagen	524'599	480'158	219'210	315'177	227'872	133'521
Verzinsliches FK	48'350	90'745	37'598	65'019	29'420	15'732
Nicht verzinsliches, rückzahlbares	0	0	0	0	0	3'130
Flüssige Mittel	15'905	5'590	6'010	8'721	8'008	4'537
Nettofinanzschuld (NFS nur verzinsl.)	32'445	85'155	31'588	56'298	21'412	11'195
Nettofinanzschuld (NFS)	32'445	85'155	31'588	56'298	21'412	14'325
EBITDA-Marge	42.5%	26.4%	32.2%	34.5%	30.0%	39.0%
GE / AW	11.6%	20.2%	13.4%	10.3%	11.7%	12.9%
Cashflow / AW	4.8%	5.0%	3.8%	3.1%	3.3%	4.8%
NFS / EBITDA	1.3	3.3	3.3	5.0	2.7	2.1
Kennzahlen auf Basis Fünfjahresdurchschnittsertragskraft						
Verkehrsertrag	34'981	33'396	16'389	24'419	17'450	11'689
EBITDA	21'491	23'289	7'412	9'407	7'443	5'301
EBITDA-Marge	38.2%	26.2%	27.5%	32.7%	28.7%	33.5%
Cashflow / AW	3.9%	4.4%	2.8%	2.6%	2.9%	3.6%
Wachstum Verkehrsertrag						
2 Jahre	10.9%	18.1%	20.5%	22.8%	4.7%	17.2%
5 Jahre	6.0%	13.1%	8.3%	13.1%	1.5%	13.2%
10 Jahre	-7.3%	2.6%	3.3%	2.2%	-13.8%	-4.4%
Kennzahlen zur Aktienbewertung						
Aktienkurs (in CHF)	234.0	126.6	95.7	16.6	835.6	4.8
Anzahl Aktien	386'000	550'000	156'138	1'940'789	18'000	1'655'000
Verzinsliches FK + zinslose Darlehen	48'350	90'745	37'598	65'019	29'420	18'862
Enterprise Value (EV)	138'674	160'375	52'540	97'236	44'461	26'839
EV / EBITDA	5.3	6.3	5.6	8.7	5.6	4.0
EV / EBITDA (5JØ)	6.5	6.9	7.1	10.3	6.0	5.1
Ausschüttung	10.0	4.0	2.0	0	0	0
Ausschüttungsrendite	4.3%	3.2%	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%

Quelle: Geschäftsberichte der Unternehmen. Die Aktienkurse sind per 21. November 2019 erhoben. Für ausserbörslich gehandelte Gesellschaften wird ein volumengewichteter Durchschnitt aus den letzten 10 Transaktionen verwendet. Falls Transaktionen zu lange her sind, kann der Durchschnitt aus weniger als 10 Transaktionen basieren. Die Zahlen sind «nicht» um Sondereffekte bereinigt. Bei den Davos Klosters Bergbahnen besteht die Ausschüttung aus einer Sonderdividende von CHF 6.40 und der ordentlichen Dividende von CHF 3.60. Nicht verzinsliche, rückzahlbare Schulden (z.B. Darlehen der öffentlichen Hand) sind nicht in allen Jahresrechnungen transparent gekennzeichnet. Es kann daher sein, dass diese Position in Einzelfällen höher liegt.

Tab. 11: Kennzahlen ausgewählter Wintersportbahnen (Teil 2)

in TCHF	BB Scuol	RM Grimentz Zinal	BB Gstaad	Belalp BB	BB Sören-berg	Stoos-bahnen
Rechnungslegung	OR	OR	OR	OR	OR	OR
Handelsplatz	OTC	OTC	OTC	OTC	OTC	OTC
Letzter Abschluss	2018/19	2018/19	2018/19	2018/19	2018/19	2018/19
Gesamtertrag (GE)	14'752	24'480	27'563	7'283	13'990	14'729
Verkehrsertrag (VE)	9'770	13'107	19'224	6'639	8'442	10'594
Anteil VE am GE	66.2%	53.5%	69.7%	91.2%	60.3%	71.9%
Anteil Gastro/Beherb. am GE	25.0%	46.5%	11.4%	0.0%	37.3%	0.0%
EBITDA	5001	6993	7328	2847	3423	5897
Anschaffungswerte (AW)	127'876	139'007	266'896	83'624	n.a.	n.a.
Verzinsliches FK	20'664	23'142	12'108	9'001	7'547	78'408
Nicht verzinsliches,	0	8'106	0	12'463	0	21'076
Flüssige Mittel	662	3'722	9'697	1'191	1'226	5'380
Nettofinanzschuld (NFS nur verzinsl.)	20'002	19'420	2'411	7'810	6'321	73'028
Nettofinanzschuld (NFS)	20'002	27'526	2'411	20'273	6'321	94'104
EBITDA-Marge	33.9%	28.6%	26.6%	39.1%	24.5%	40.0%
GE / AW	11.5%	17.6%	10.3%	8.7%	n.a.	n.a.
Cashflow / AW	3.3%	4.5%	2.6%	3.0%	n.a.	n.a.
NFS / EBITDA	4.0	3.9	0.3	7.1	1.8	16.0
Kennzahlen auf Basis Fünfjahresdurchschnittsertragskraft						
Verkehrsertrag	8'884	11'471	16'975	6'498	7'281	n.a.
EBITDA	4'198	4'970	4'563	2'841	2'648	n.a.
EBITDA-Marge	31.3%	24.6%	17.5%	40.3%	22.3%	n.a.
Cashflow / AW	2.7%	3.0%	1.6%	2.9%	n.a.	n.a.
Wachstum Verkehrsertrag						
2 Jahre	20.4%	19.6%	28.3%	4.4%	25.0%	n.a.
5 Jahre	-2.3%	22.5%	8.6%	-0.9%	n.a.	n.a.
10 Jahre	-6.7%	29.4%	4.2%	11.6%	n.a.	n.a.
Kennzahlen zur Aktienbewertung						
Aktienkurs (in CHF)	100		0.05		538.6	8.8
Anzahl Aktien	27'000		361'033'333		8'080	558'000
Verzinsliches FK + zinslose Darlehen	20'664		12'108		7'547	99'484
Enterprise Value (EV)	23'364		30'160		11'899	104'372
EV / EBITDA	4.7		4.1		3.5	17.7
EV / EBITDA (5JØ)	5.6		6.6		4.5	n.a.
Ausschüttung	0	0	0	0	0	0
Ausschüttungsrendite	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Quelle: Geschäftsberichte der Unternehmen. Die Aktienkurse sind per 21. November 2019 erhoben. Für ausserbörslich gehandelte Gesellschaften wird ein volumengewichteter Durchschnitt aus den letzten 10 Transaktionen verwendet. Falls Transaktionen zu lange her sind, kann der Durchschnitt aus weniger als 10 Transaktionen basieren. Die Zahlen sind «nicht» um Sondereffekte bereinigt. Nicht verzinsliche, rückzahlbare Schulden (z.B. Darlehen der öffentlichen Hand) sind nicht in allen Jahresrechnungen transparent gekennzeichnet. Es kann daher sein, dass diese Position in Einzelfällen höher liegt.

Im Zweijahres-Vergleich weisen sämtliche Bergbahnunternehmen ein Verkehrsertragswachstum auf. Tendenziell fällt die Zunahme umso höher aus, je schlechter der schneearme Winter 2016/17 (vor zwei Jahren) war. Wie schlecht der Winter 2016/17 war, hängt auch mit der Schneesicherheit zusammen, welche die Skigebiete den Gästen bieten können. Daher überrascht es nicht, dass die Bergbahnen Sörenberg in den letzten zwei Jahren rund fünfmal stärker gewachsen sind als die Bergbahnen in Samnaun. Gegenüber dem Verkehrsertrag von vor 10 Jahren liegen einige Gebiete im Plus und andere im Minus. Zu berücksichtigen gilt es dabei, dass es sich um den Jahresverkehrsertrag handelt. Die Lenzerheide Bergbahnen wären ohne Berücksichtigung des Sommers leicht hinter dem Jahr 2008/09 zurück. Dass sich die Lenzerheide trotz einer kleinen Einbusse besser als andere Gebiete gehalten hat, liegt zum einen daran, dass viel Dynamik im Beherbergungssektor mit attraktiven neuen Angeboten vorhanden ist. Zum anderen wurde die Attraktivität durch die Skigebietsverbindung mit Arosa erhöht. Wenn der Verkehrsertrag aktuell auf dem Niveau von vor zehn Jahren (2008/09) liegt, bedeutet dies nicht, dass die Anzahl Gäste auf dem gleichen Niveau liegt. Aufgrund von höheren Tarifen liegen die Skierdays in diesem Fall im Minus.

«Im Zweijahres-Vergleich weisen sämtliche Bergbahnunternehmen ein Verkehrsertragswachstum auf.»

Das höchste Wachstum im Zehnjahresvergleich erreichen die Bergbahnen Val d'Anniviers (Grimentz und Zinal). Ein wichtiger Grund dafür ist die Skigebietsverbindung zwischen Grimentz und Zinal, welche 2014 realisiert werden konnte. Weiter dürfte auch der Magic Pass (gebietsübergreifende Saisonkarte für CHF 399 im Vorverkauf) einen positiven Einfluss auf die Ertragsentwicklung gehabt haben. Die Kapitalrendite hat sich in Grimentz/Zinal deutlich verbessert. Zu berücksichtigen gilt es, dass in den nächsten Jahren hohe Investitionen anstehen. Für CHF 24 Mio. stehen unmittelbare Ersatzinvestitionen (Gondelbahn und Sesselbahn) an. Anschliessend soll eine weitere Bahn gebaut und die Gastronomie modernisiert werden. (Dem Emissionsprospekt Kapitalerhöhung Bergbahnen Val d'Anniviers zu entnehmen.) Die Kapitalrendite wird durch die Investitionen unter Druck kommen.

Bei den wintersportlastigen Bergbahnunternehmen stellt sich die Herausforderung die Abhängigkeit vom Winter zu reduzieren. Grosse Pläne verfolgt diesbezüglich die Weisse Arena Gruppe. Zunächst wird der Cassons bzw. die Tektonikarena (UNESCO Weltnaturerbe) mit Blick aufs Martinsloch mit zwei neuen Pendelbahnen erschlossen. Die Bahnen sollen den Betrieb frühestens 2022/23 aufnehmen und werden über eine PPP-Gesellschaft (Public Private Partnership) mit der Gemeinde Flims und der Weissen Arena Gruppe als Eigentümer finanziert. Das Ziel des Projekts ist es, im Ausflugstourismus Fuss zu fassen und internationale Gäste aus dem Raum Zürich zu gewinnen. Der zweite Pfeiler im Ausflugsgeschäft soll später der Vorab werden. Die Idee wäre eine Seilbahnverbindung nach Elm über 2000 Höhenmeter bzw. über die spektakuläre Vorab-Nordwand. In Davos wird das Bergbahnen-Inklusive-Angebot für Aufenthaltsgäste ab Sommer 2020 aufgehoben. Auch wenn sicherlich ein Teil der Gäste auf Bergbahnfahrten verzichtet, wird sich die Abkehr vom Inklusive-Angebot positiv auf die Erträge der Bergbahnen auswirken. Die Lenk Bergbahnen sind an einer Kapitalerhöhung und wollen einen neuen Speichersee bauen und die neue Umgebung im Sommer als Badesee, Erlebnisregion und Spielplatz nutzen. Damit soll einerseits die Sommerattraktivität gesteigert werden und andererseits die Schneesicherheit verbessert werden. Es wird immer wichtiger, dass die geeigne-

«Bei den wintersportlastigen Bergbahnunternehmen stellt sich die Herausforderung die Abhängigkeit vom Winter zu reduzieren.»

ten Beschneiungsperioden effizient genutzt werden können. Ein weiterer Schlüsselfaktor sind attraktive Betten, welche den Bedürfnissen der Gäste entsprechen. Die Bedeutung der Beherbergung für die Wahl von Skiaufenthalten ist nicht zu unterschätzen. Und bei den Aufenthaltsgästen besteht durchaus noch Verbesserungspotenzial, auch gegenüber dem guten Winter 2018/19. Für den finanziellen Erfolg in den nächsten Jahren dürften neben einem attraktiven Angebot am Berg die Schneesicherheit und die Angebote in der Beherbergung Matchentscheidend sein. Und ein wichtiger Trumpf sind Angebote, mit welchen sich im Sommer Geld verdienen lässt. Sind die Erfolgsvoraussetzungen erfüllt, werden auch Dividendenausschüttungen zum Thema.

Konstante Dividendenzahler sind von den Unternehmen aus Tabelle 10 und Tabelle 11 nur die Bergbahnen Davos Klosters und die Weisse Arena Gruppe. Die Aktionäre der Davos Klosters Bergbahnen erhielten für das Geschäftsjahr 2018/19 sogar eine Sonderdividende von CHF 6.40. Anlass dazu sind einmalige Gewinne aus dem Verkauf von Wohnungen sowie das Jubiläum zum 15-jährigen Bestehen des Unternehmens. Nach einigen Jahren Dividendenpause schütten auch die Arosa Bergbahnen Cash an ihre Aktionäre aus. Mit der Ausschüttung soll ein positives Zeichen gesetzt werden, dass ein Investment ins Unternehmen mit einer Rendite belohnt wird, und dass das Unternehmen in der Lage ist in einem anspruchsvollen Umfeld erfreuliche Ergebnisse zu erzielen. Von den nicht in den Tabellen aufgeführten Bergbahnunternehmen gehört Téléverbier ebenfalls zu den regelmässigen Dividendenzahlern. Ob es vereinzelt zu Dividendenerhöhungen kommt, ist nicht ausgeschlossen. Es wird von der Investitionstätigkeit und dem Geschäftsgang abhängig sein.

«Die Bedeutung der Beherbergung für die Wahl von Skiauftenthalten ist nicht zu unterschätzen.»

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 analysierten Emittenten darf nicht allein auf der Grundlage dieses Dokumentes erfolgen. In jedem Fall muss hierfür ein Verkaufsprospekt beigezogen werden, der vom Emittenten genehmigt und bei der zuständigen Aufsichtsbehörde hinterlegt ist.

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 der Autor dieser Studie unterstellen sich den «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» (herausgegeben durch Swiss Banking).

Der Autor dieser Studie hält persönlich oder über mit ihm verbundene Dritte keine Wertpapiere und Wertrechte des analysierten Emittenten sowie auch keine aus diesen abgeleitete Derivate. Der Autor ist mit dem untersuchten Unternehmen/Emittenten in keiner Weise verflochten, weder über wesentliche Forderungen, Mandate oder verwandtschaftliche Verhältnisse.

Die Zern & Partner GmbH kann Wertpapiere, Wertrechte oder Derivate des beschriebenen Emittenten halten. Die Positionen werden bei Erstellung der Studie veröffentlicht (ohne Anzahl oder Wert). Während einer Sperrfrist von 30 Tagen vor und 30 Tagen nach Erstellung der Studie erfolgen keine Käufe oder Verkäufe in Wertpapieren oder Wertrechten des analysierten Emittenten sowie in daraus abgeleiteten Derivaten.

Die Zern & Partner GmbH ist nicht verantwortlich für Konsequenzen, speziell für Verluste, welche durch die Verwendung oder die Unterlassung der Verwendung aus den in diesem Bericht enthaltenen Meinungen und Rückschlüssen resultieren oder resultieren werden. Die Zern & Partner GmbH ist ein unabhängiges Medienunternehmen, an dem die Berner Kantonalbank AG (nachfolgend BEKB genannt) keinerlei Beteiligungen hält. Die Analysen werden von den Mitarbeitenden unabhängig und ohne Einfluss der BEKB erstellt. Für den Inhalt ist einzig und allein die Zern & Partner GmbH verantwortlich.

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

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