OTC-X RESEARCH
by BEKB | BCBE

BRANCHENANALYSE BERGBAHNEN

**«Die Gipfelstürme sind vorerst vorbei:
Covid-19-Pandemie stellt eine Branche auf den Kopf.»**

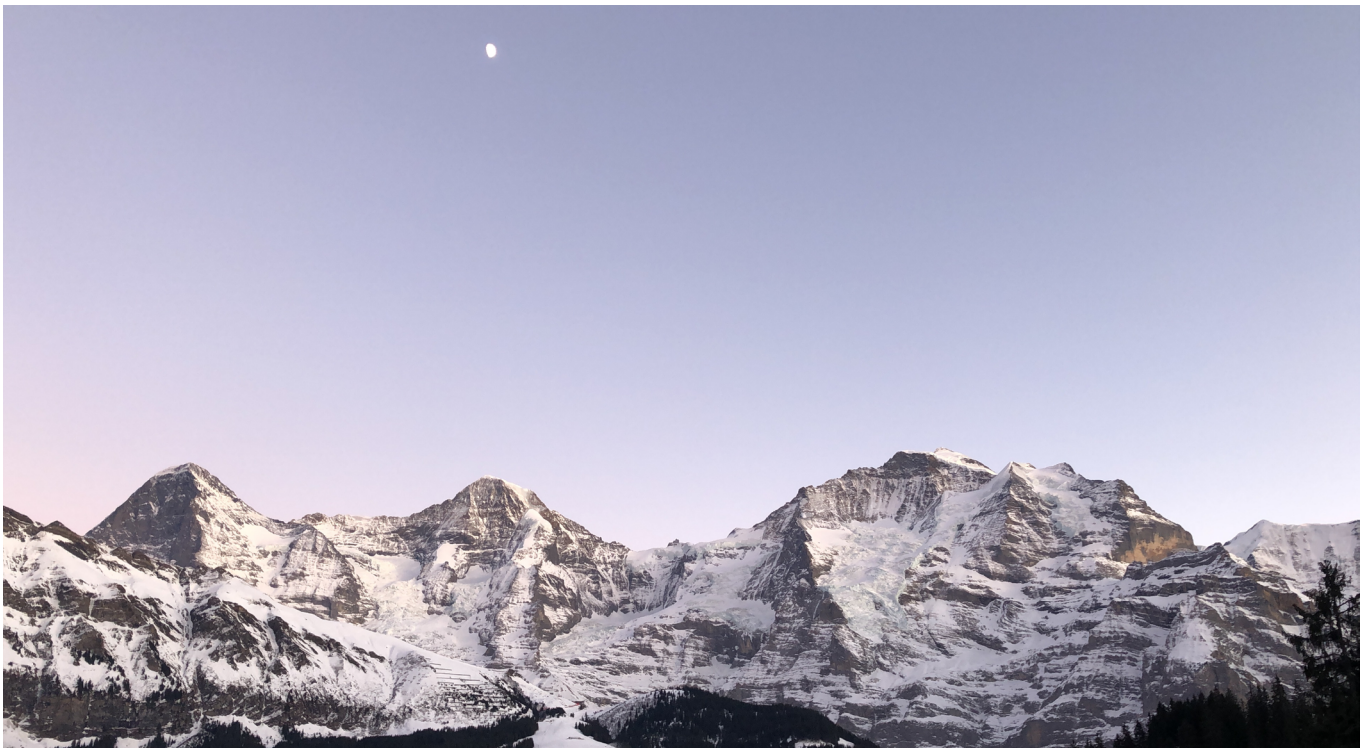


Bild: zernpartner

Weitere Informationen zu ausserbörslich gehandelten Nebenwerten finden Sie unter

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

Branche: **Bergbahnen**
Datum: 10.12.2020
Autor: Prof. Dr. Philipp Lütolf,
Hochschule Luzern Wirtschaft,
IFZ, für Zern & Partner GmbH

Inhaltsverzeichnis

– 1. Einleitung....S. 3
– 2. Wintersportbahnen....S. 4
  • 2.1 Aktuelle Finanzsituation.... S. 4
    • 2.1.1 Ertrag.... S. 4
    • 2.1.2 EBITDA.... S. 5
    • 2.1.3 Jahresgewinne.... S. 7
    • 2.1.4 Kapitalrentabilität.... S. 7
    • 2.1.5 Finanzierung.... S. 8
  • 2.2 Dividenden und Aktienkurs.... S. 10
  • 2.3 Ausblick.... S. 11
– 3. Ausflugsbahnen.... S. 14
  • 3.1 Finanzsituation per Ende 2019....S. 14
  • 3.2 Sommer 2020.... S. 15
  • 3.3 Bedeutung des Geschäfts mit internationalen Gästen....S. 16
  • 3.4 Dividenden und Aktienkurse.... S. 17
  • 3.5 Ausblick.... S. 18

Zusammenfassung

Vor einem Jahr zeigte sich in der Schweizer Bergbahnenbranche ein völlig anderes Bild: Gewinner waren die Destinationen mit Fokus auf dem Sommergeschäft und einem grossen Gästeanteil aus den Fernmärkten. Mit der Covid-19-Pandemie hat sich die Situation um 180 Grad gedreht. Jetzt gehören vor allem die grossen Bahnen mit einem hohen Anteil an Touristen aus Übersee zu den Verlierern. Weniger stark von der Pandemie betroffen sind hingegen Betriebe, die auf Schweizer und Gäste aus dem nahen europäischen Ausland gesetzt haben. Dies gilt allerdings nur bis und mit der Sommersaison 2020.

Angesichts der sinkenden Einnahmen rückt das Augenmerk nun wieder stärker auf die Finanzierung. Die Schuldenlast der 40 in der Studie analysierten Wintersportbetriebe ist im Jahr 2019/20 um 3.7% auf fast 1 Milliarde CHF angestiegen. Für ein Viertel der Betriebe ist es schon heute eine Herausforderung, das verzinsliche Fremdkapital mit den laufenden Cashflows zurückzuführen. Je nach Verlauf der Wintersaison 2020/21 könnte sich dies nochmals akzentuieren.

Bei den Ausflugsbahnen waren internationale Gäste bisher der Renditetreiber. Diese Betriebe konnten 2019 noch von Rekordergebnissen profitieren und weisen daher mehrheitlich eine hohe finanzielle Stabilität auf. Jedoch sind auch die Ausflugsbahnen auf eine baldige Rückkehr der Gäste aus Übersee angewiesen.

Die Aktienkurse der kotierten Bergbahnen verzeichnen seit dem Beginn der Pandemie zweistellige Kursverluste. Die auf OTC-X gehandelten Titel zeigen sich hingegen resilienter, was auch auf die geringere Liquidität zurückzuführen ist.

1. Einleitung

Das Covid-19 Virus hat den Schweizer Tourismus hart getroffen. Die Auswirkungen auf die einzelnen Regionen und Bergbahnunternehmen sind allerdings bislang sehr unterschiedlich stark. Der Abbruch der Wintersaison per Mitte März hat einige Skigebiete nur wenige Betriebstage gekostet. In anderen Gebieten wäre die Saison noch ein bis zwei Monate weitergelaufen. Besonders hart für diese Gebiete war, dass das Wetter praktisch ausnahmslos sonnig gewesen wäre. Viele Skigebiete lagen per Mitte März auf Rekordkurs. Ohne den Corona-Lockdown wäre daher im Winter 2019/20 für viele Skigebiete eine regelrechte Traumsaison möglich gewesen. Auch die Ausflugsbergbahnen hätten über Ostern viele Gäste verbuchen können. Am härtesten trifft die Corona-Krise jedoch bislang die stark im interkontinentalen Reisegeschäft tätigen Bergbahnunternehmen. Bei den wichtigen asiatischen und auch US-amerikanischen Gästen resultiert ein Totalausfall.

«Am härtesten trifft die Corona-Krise bislang die stark im interkontinentalen Reisegeschäft tätigen Bergbahnunternehmen.»

Für die vorliegende Studie wurden von 65 Schweizer Bergbahnunternehmen Geschäftsberichte ausgewertet. Davon schliessen deren 19 ihr Finanzjahr per Ende Dezember ab und deren sechs per Ende Oktober. Von diesen insgesamt 25 Unternehmen sind somit keine «corona-beeinflussten» Zahlen publik. Mit Abschluss im Frühling 2020 sind insgesamt 40 Geschäftsberichte verfügbar. Rückschlüsse auf die Auswirkungen des Lockdowns sind nur für diese 40 Unternehmen möglich. Fast alle davon sind vorwiegend im Wintersportgeschäft tätig.

Die folgenden Analysen erfolgen in zwei Teilen. Zunächst werden die Abschlüsse der wintersportlastigen Bahnen mit Abschluss im Frühling 2020 analysiert. Auf eine Analyse von wintersportlastigen Bergbahnen ohne 2019/20er Abschluss, d.h. ohne «corona-beeinflusste» Zahlen, wird dieses Jahr verzichtet. Bergbahnunternehmen wie beispielsweise Engadin St. Moritz oder Verbier fallen damit aus der Betrachtung.

Danach erfolgt eine Analyse der Ausflugsbergbahn-Abschlüsse per Ende 2019 bzw. per Herbst 2019. Da wie bereits erwähnt noch keine corona-beeinflussten Zahlen vorliegen, erfolgt die Finanzanalyse im Vergleich zu den Wintersportbahnen etwas kürzer.

2. Wintersportbahnen

Die 40 analysierten Bergbahnunternehmen mit Jahresabschluss 2019/20 erreichen zusammen einen Verkehrsertrag von rund CHF 400 Mio. Zum Vergleich: Für die gesamte Stichprobe, d.h. inkl. der Unternehmen, für welche der aktuellste Geschäftsbericht per Ende 2019 oder per Herbst 2019 vorliegt, resultiert ein kumulierter Verkehrsertrag von fast CHF 900 Mio., was wohl rund 90% der Branche abdeckt. Die vorliegenden 40 Bergbahnunternehmen decken somit nur 40% des Branchenverkehrsertrags (Gesamtjahr) ab. Es ist jedoch davon auszugehen, dass der Anteil am Wintersport- bzw. Winterverkehrsertrag deutlich höher liegt. Die Bandbreite der Verkehrserträge der 40 analysierten Unternehmen liegt zwischen CHF 220'000 und CHF 60 Mio. Exakt die Hälfte (20 Unternehmen) hat einen Verkehrsertrag von mehr als CHF 5 Mio. In 12 Fällen liegt der Verkehrsertrag sogar über CHF 10 Mio. Unter der Grenze von einer Million liegen zwei Unternehmen.

In einem ersten Teilabschnitt erfolgt eine Analyse der Finanzsituation per Frühling 2020. Danach enthält der zweite Abschnitt einen Ausblick auf die Saison 2020/21 sowie einen Mittelfristausblick.

2.1 Aktuelle Finanzsituation

2.1.1 Ertrag

Die Wintersaison 2019/20 war in erster Linie durch den Lockdown bzw. die behördliche Schliessung der Seilbahnanlagen Mitte März geprägt. Weiter kann die Saison 2019/20 als «eher» warm und schneearm bezeichnet werden. Eine fünftägige Föhnlage hat sich kurz vor Weihnachten zumindest in den üblichen Föhngebieten als regelrechter Schneefresser gezeigt. Nichtsdestotrotz waren viele Bergbahnen bis Ende Februar auf hervorragendem Kurs. Gegenüber der ebenfalls erfolgreichen Vorsaison 2018/19 lagen die Skierdays per Ende Februar um 10.6% im Plus. Der Saison 2019/20 ist daher durchaus auch etwas Positives abzugewinnen. Es hat sich nämlich gezeigt, dass viele Gebiete auch in meteorologisch anspruchsvollen Jahren gute Verhältnisse bieten können, und dass die Gäste diese auch nutzen. Die stabile Hochdrucklage über die Weihnachtsferien hat sich sehr ertragssteigernd ausgewirkt.

«Gegenüber der erfolgreichen Vorsaison 2018/19 lagen die Skierdays per Ende Februar 2020 10.6% im Plus.»

Tab. 1: Ertragsentwicklung

	Verkehrsertrag gegenüber Vorjahr	Verkehrsertrag gegenüber 5JØ	Betriebsertrag gegenüber Vorjahr	Gastroertrag gegenüber Vorjahr
Mittelwert	-7.1%	3.2%	-6.7%	-12.9%
Minimum	-26.5%	-19.1%	-25.8%	-45.7%
1. Quartil	-10.7%	-0.1%	-10.7%	-18.3%
Median	-6.4%	2.3%	-7.4%	-12.7%
3. Quartil	-3.3%	7.9%	-2.9%	-7.8%
Maximum	27.9%	39.1%	32.2%	12.0%

Quelle: Berechnungen IFZ Zug; Für fünf Unternehmen liegen die Zahlen nicht für fünf Jahre zurück vor. Die Stichprobengrösse für die Auswertungen auf Basis des Fünfjahresdurchschnitts beträgt daher 35. Drei Fälle wurden von der Analyse des Gastronomieertrags ausgeklammert, da sich das Angebot im Jahr 2019/20 deutlich erhöht hat. Die Tabelle liest sich für die Grösse Verkehrsertrag gegenüber Vorjahr wie folgt: Der tiefste Wert beträgt -26.5%, 25% der Unternehmen liegen unter -10.7% (1. Quartil), weitere 25% liegen zwischen -10.7% und -6.4% (Median). Die 25% der Unternehmen mit den höchsten Werten liegen zwischen -3.3% (3. Quartil) und 27.9% (Maximum).

Von den vierzig untersuchten Bergbahnunternehmen erreichten im Jahr 2019/20 deren sechs ein Verkehrsertragswachstum gegenüber dem Vorjahr. Im Durchschnitt beträgt der Rückgang gegenüber dem Vorjahr 7.1%. Es gilt dabei zu berücksichtigen, dass nicht nur die Winterverkehrserträge, sondern auch die Sommerverkehrserträge gegenüber dem Vorjahr 2018/19 verbreitet rückläufig waren. Einige stark im Sommer engagierte Unternehmen wie etwa die Sattel-Hochstuckli, die Kaisereggbahnen Schwarzsee oder die Brunni-Bahnen Engelberg wurden daher gleich doppelt getroffen. Gegenüber dem Vorjahr haben sie rund einen Viertel des Verkehrsertrags verloren. Aufgrund ihrer «schlechten» Schneesicherheit verzeichneten die drei Gebiete in der Wintersaison 2019/20 massive Ertragsrückgänge. Ebenfalls stark fallende Erträge hinnehmen mussten die Skigebiete Zermatt (-15.5%) und Samnaun (-24.5%). In diesen beiden Fällen liegt der Grund für das starke Minus nicht in der fehlenden Schneesicherheit, sondern im vorzeitigen Saisonabbruch. Grundsätzlich gilt unter sonst gleichen Bedingungen: Je länger die Skisaison im Frühling andauert, umso grösser die Ertragseinbussen. In Zermatt gilt es zudem zu berücksichtigen, dass zusätzlich zum Skigeschäft auch das Ausflugsgeschäft, welches sich ab April stark beschleunigt, komplett weggefallen ist.

«Im Durchschnitt beträgt der Rückgang des Verkehrsertrages gegenüber dem Vorjahr 7.1%.»

Den höchsten Ertragszuwachs 2019/20 weisen die Disentis Bergbahnen mit einem Plus von 28% auf. Einen wichtigen Beitrag zu dieser äusserst positiven Entwicklung hat sicherlich die Fertigstellung des Catrina Resorts und die damit verbundene Erhöhung der verfügbaren attraktiven warmen Betten geliefert. Zudem wurde das Skigebiet Disentis mit einer Pendelbahn mit Sedrun verbunden. Steigende Verkehrserträge erreichten 2019/20 auch Leysin sowie kleinere Skigebiete wie Bergün, Splügen, Vercorin und Eischoll. In Bergün beispielsweise endet die Skisaison Mitte März. Der Lockdown hat daher kaum zu Einbussen geführt. Die Bergbahnen Splügen schreiben in ihrem Geschäftsbericht 2019/20, dass sie durch den Lockdown neun Tage verloren haben.

Wie bereits erwähnt, konnten nur 6 von 40 Unternehmen den Verkehrsertrag gegenüber dem Vorjahr steigern. Gegenüber dem Fünfjahresdurchschnitt liegen jedoch 25 der 40 Unternehmen im Plus. 30 der 40 analysierten Bergbahnunternehmen weisen auch einen Gastronomieertrag aus. (Ein allfälliger Beherbergungsertrag ist darin auch enthalten. In den meisten Fällen handelt es sich jedoch um einen «reinen» Gastronomieertrag. Drei Fälle wurden von der Analyse ausgeklammert, da sich das Angebot im Jahr 2019/20 deutlich erhöht hat.) Der Verkehrsertrag dieser Unternehmen war im Durchschnitt gegenüber dem Vorjahr um rund 8% rückläufig. Der Gastronomieertrag war jedoch sogar um 12% rückläufig. Es liegt daher die Vermutung nahe, dass die Gastronomie- bzw. vor allem die Terrassenerträge in der «warmen» Frühlingssaison besonders wichtig sind.

«6 von 40 Unternehmen konnten den Verkehrsertrag gegenüber dem Vorjahr steigern.»

2.1.2 EBITDA

In drei Fällen ist das EBITDA 2019/20 gegenüber dem Vorjahr zwischen 100% und 600% gestiegen. Es handelt sich dabei um «Problembahnen», welche Wachstum auf tiefem Niveau erreicht haben. Unter Ausklammerung dieser Fälle ist das EBITDA der Unternehmen der Stichprobe im Durchschnitt um 13% gefallen (Tabelle 2). 31 der beobachteten Bergbahnunternehmen verzeichneten

ein rückläufiges EBITDA. Die Bandbreite der 2019/20er EBITDA-Margen reicht von 0% bis 52%. Abbildung 1 zeigt die EBITDA-Margen in Abhängigkeit des Verkehrsertragsanteils. Wie hinlänglich bekannt ist, muss die EBITDA-Marge im Zusammenhang mit dem Ertragsmix beurteilt werden. Unternehmen mit hohem Verkehrsertragsanteil weisen unter sonst gleichen Bedingungen die höhere EBITDA-Marge auf. Die Unterscheide sind jedoch beträchtlich. Im Bereich von einem Verkehrsertragsanteil von etwas mehr als 90% resultieren Margen von rund 20% bis 50%. Die höchste EBITDA-Marge erreichen die Bergbahnen Obersaxen mit 52%. Den zweithöchsten Wert haben die Zermatt Bergbahnen mit 48%. Ebenfalls über der Marke von 40% liegen die Bergbahnen aus Grächen, Davos-Klosters und Rosswald. Den geringsten Verkehrsertragsanteil von diesen Unternehmen weisen die Davos-Klosters Bergbahnen auf. In elf Fällen liegt die EBITDA-Marge unter 20%. Bei einem durchschnittlichen Ertragsmix sind diese Werte ganz klar ungenügend.

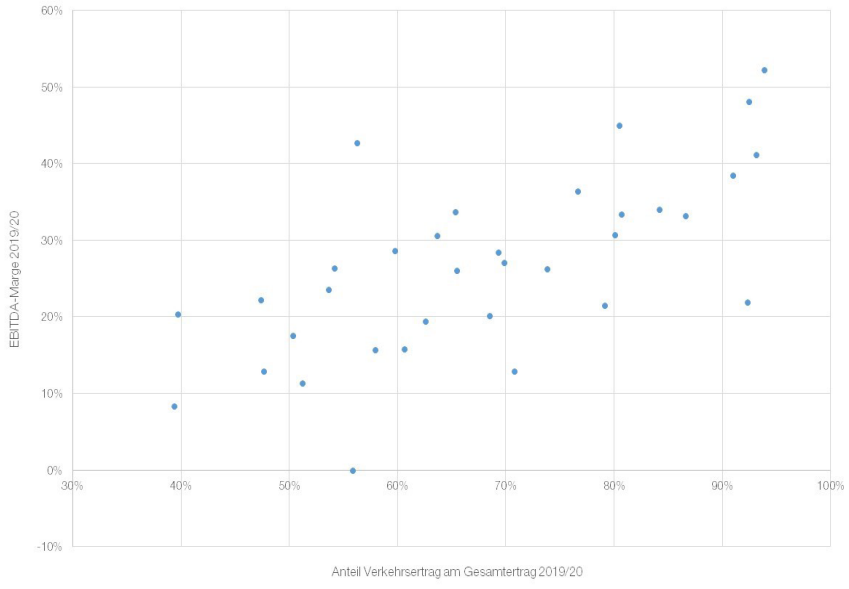
«Die Bandbreite der 2019/20er EBITDA-Margen geht von 0% bis 52%.»

Tab. 2: EBITDA und EBITDA-Margen 2019/20 und im 5-JØ

	EBITDA gegenüber Vorjahr	EBITDA gegenüber 5JØ	EBITDA-Marge 2019/20	EBITDA-Marge 5JØ
Mittelwert	-13.0%	4.7%	26.5%	27.6%
Minimum	-100.5%	-100.6%	-0.1%	8.4%
1. Quartil	-23.3%	-1.8%	19.5%	20.1%
Median	-10.1%	9.2%	26.2%	27.3%
3. Quartil	-3.1%	19.3%	33.5%	33.4%
Maximum	92.7%	44.5%	52.2%	49.0%

Quelle: Berechnungen IFZ Zug; Beim EBITDA-Wachstum wurden drei Fälle ausgeklammert, welche ein sehr hohes 2019/20er EBITDA-Wachstum auf einem sehr tiefen Niveau erreicht haben. Es handelt sich dabei um drei «Problembahnen». Die Stichprobengrösse ist daher nur 37. Bei der Analyse der Fünfjahresdurchschnitte ist die Stichprobengrösse noch um fünf weitere Fälle kleiner, da die Zahlen nicht bis fünf Jahre zurück vorliegen.

Abb. 1: EBITDA-Margen und Verkehrsertragsanteil 2019/20



Quelle: Berechnungen IFZ Zug

2.1.3 Jahresgewinne

Sämtliche 40 Unternehmen erstellen ihre Jahresrechnungen nach den Vorschriften des Obligationenrechts. Die Zahlen entsprechen daher nicht unbedingt einer «True and fair View» und können durch die Bildung steuerlich motivierter stiller Reserven verzerrt sein. Die Folge ist dann ein zu tief ausgewiesener Jahresgewinn. Betroffen sind davon vor allem die ertragsstarken Unternehmen, welche sich «Überabschreiber» leisten können. Für das Jahr 2019/20 weisen 29 der 40 Unternehmen einen positiven Jahresgewinn auf. Davon haben jedoch deren neun nur dank ausserordentlichen Erträgen einen positiven Jahresgewinn erreicht. Somit schreibt genau die Hälfte der Stichprobe rote Zahlen. In weiteren sieben Fällen liegt der Gewinn unter CHF 10'000. Einige vor allem kleinere Unternehmen sind ihrer «alten» Infrastruktur wegen im positiven Gewinnbereich. Falls die Anlagen noch zukunftsfähig sind und die Abschreibungen auf tiefem Niveau gehalten werden können, sind die Zahlen aussagekräftig. Falls jedoch ein Investitionsrückstau besteht, werden die Abschreibungen zukünftig ansteigen und der Ausweis eines Gewinns damit deutlich schwieriger. Die 2019/20er Abschreibungen liegen im Durchschnitt 6% unter den Abschreibungen des Vorjahres. 24 von 40 Unternehmen haben weniger abgeschrieben als im Vorjahr.

«Genau die Hälfte der Stichprobe schreibt rote Zahlen.»

«24 von 40 Unternehmen haben weniger abgeschrieben als im Vorjahr.»

2.1.4 Kapitalrentabilität

Tabelle 3 zeigt die Kapitalrenditen der analysierten Unternehmen. Die Hälfte der Unternehmen weist für das Geschäftsjahr 2019/20 eine Kapitalrendite (gemessen als Verhältnis von Cashflow und Anschaffungswerten der Anlagen) von mindestens 2.6% (Median) auf. Das «beste» Viertel weist Kapitalrenditen zwischen 3.3% und 5.5% aus. Diese Unternehmen dürften über eine genügende bis sehr gute Fähigkeit zur Finanzierung von Investitionen aus eigener Kraft haben. Im «zweitbesten» Viertel (Kapitalrendite zwischen 2.6% bis 3.3%) muss die Fähigkeit zur Finanzierung von Investitionen von Fall zu Fall eingeschätzt werden. Entscheidende Faktoren sind der Modernisierungsgrad der Anlagen, die Art der Anlagen oder die Höhe der aktuellen Verschuldung. Die «schlechtere» Hälfte der Unternehmen weist klar eine ungenügende Kapitalrendite auf und ist auf grössere Aussenfinanzierungsmassnahmen angewiesen, falls es zu einem substanziellen Kapitalbedarf kommt.

Die höchste Kapitalrendite für das Jahr 2019/20 erreichen die Bivio Sportbahnen (5.5%). Das «nur» aus Skiliften bestehende Kleinunternehmen erreicht den höchsten Cashflow relativ zum Infrastrukturwert. Über 4% liegen die Davos-Klosters Bergbahnen, die touristische Unternehmung Grächen und die Bergbahnen Adelboden. Werte zwischen 3% und 4% haben die Bergbahnen aus den folgenden Destinationen: Zermatt, Weisse Arena, Rosswald, Grimentz-Zinal, Arosa und Grüsch-Danusa. Mit Ausnahme der Bergbahnen Adelboden stammen die Unternehmen mit der höchsten Kapitalrendite ausnahmslos aus den Kantonen Graubünden und Wallis.

Tab. 3: Kapitalrentabilität 2019/20 und im 5-JØ

	EBITDA / AW Anlagen	EBITDA (5JØ) / AW Anlagen	Cashflow / AW Anlagen	Cashflow (5JØ) / AW Anlagen
Mittelwert	3.0%	2.9%	2.6%	2.6%
Minimum	0.0%	0.5%	-0.2%	-0.1%
1. Quartil	2.4%	2.2%	2.2%	2.0%
Median	3.1%	2.9%	2.6%	2.6%
3. Quartil	3.6%	3.5%	3.3%	3.1%
Maximum	5.8%	5.0%	5.5%	4.7%

Quelle: Berechnungen IFZ Zug; Die Anschaffungswerte der Anlagen sind für 35 der 40 beobachteten Unternehmen bekannt. Die Stichprobengrösse für die Auswertungen des Jahres 2019/20 beträgt daher nur 35. Für weitere vier Unternehmen liegen die Zahlen nicht für fünf Jahre zurück vor. Die Stichprobengrösse für die Auswertungen auf Basis des Fünfjahresdurchschnitts beträgt daher 31. Die Abweichung der Rendite Cashflow / Anschaffungswerte der Anlagen vom Fünfjahresdurchschnitt ist in Prozentpunkten gemessen.

Zwei Drittel der beobachteten Unternehmen weist für das Jahr 2019/20 eine über dem Fünfjahresdurchschnitt liegende Kapitalrendite auf. Daraus lässt sich schlussfolgern, dass das «Lockdown-Jahr 2020» erfolgreicher war als die ebenfalls zum aktuellen Fünfjahresdurchschnitt gehöhrenden schlechten Wintersaisons 2015/16 und 2016/17.

«Zwei Drittel der beobachteten Unternehmen weist für das Jahr 2019/20 eine über dem Fünfjahresdurchschnitt liegende Kapitalrendite auf.»

2.1.5 Finanzierung

Die Analysen zu EBITDA, Jahresgewinn und Kapitalrendite zeigen, dass die Bergbahnbranche in der Wintersaison 2019/20 mit einem blauen Auge davongekommen ist. Ob dies 2020/21 ebenfalls der Fall sein wird, ist aufgrund einer aktuellen Einschätzung höchst fraglich. Der aktuellen Finanzierung der Bergbahnunternehmen kommt daher eine wichtige Bedeutung zu.

«Die Analysen zu EBITDA, Jahresgewinn und Kapitalrendite zeigen, dass die Bergbahnbranche in der Wintersaison 2019/20 mit einem blauen Auge davongekommen ist.»

Per Frühling 2020 weisen die 40 analysierten Bergbahnunternehmen insgesamt ein verzinsliches Fremdkapital von CHF 834 Mio. auf. Mehr als ein Viertel dieses Schuldbetrags entfällt auf zwei Unternehmen (Zermatt Bergbahnen und Weisse Arena Gruppe). Hinzu kommen CHF 141 Mio. an nicht verzinslichen, aber rückzahlbaren Schulden. Das Total der rückzahlbaren Schulden (verzinslich oder nicht verzinslich) liegt daher bei fast einer Milliarde. Insgesamt ist die Schuldenlast im Geschäftsjahr 2019/20 um 3.7% angestiegen. Die verzinslichen Schulden sind gegenüber dem Vorjahr um 2% gewachsen.

Tabelle 4 zeigt die Entschuldungsdauern der vierzig beobachteten Unternehmen. Auf Basis des EBITDA (5JØ) weist ein Viertel der Unternehmen eine Entschuldungsdauer von höchstens 3.5 (alle rückzahlbaren Schulden) auf. Das zweitbeste Viertel liegt zwischen 3.5 und 5. Geht man davon aus, dass auf lange Frist eine Entschuldungsdauer von ca. 4 bis 4.5 nachhaltig tragbar ist, liegt zumindest die Hälfte der Unternehmen im genügenden Bereich. Das schlechteste Viertel liegt zwischen 7.7 und 77.8. In diesen Fällen lastet die Verschuldung (zu) schwer auf den Unternehmen. Der aktuelle EBITDA-Fünfjahresdurchschnitt könnte für die Zukunft repräsentativ sein, da das ganze Spektrum von einem sehr schlechten bis zu einem sehr guten Jahr darin vertreten ist. Die Wintersaison 2020/21 könnte je nach dem Pandemieverlauf eine ganz schlechte werden. Unklar ist, in wieweit der Staat die Unternehmen im Falle von behördlich angeordneten Schliessungen entschädigt. Es ist gut möglich, dass der Bedarf an Aussenfinanzierung vorüber-

«Unklar ist, in wieweit der Staat die Unternehmen im Falle von behördlich angeordneten Schliessungen entschädigt.»

gehend zunimmt. Die wenig stark verschuldeten Unternehmen werden dann im Vorteil sein. Eine Entschuldungsdauer (5JØ, alle rückzahlbaren Schulden) von weniger als einmal EBITDA haben die Bergbahnunternehmen aus Bivio, Grüsch-Danusa und Rosswald. Ebenfalls im am wenigsten stark verschuldeten Viertel enthalten sind die Bergbahnunternehmen aus den folgenden Regionen: Rinerhorn, Davos-Klosters, Bellwald, Adelboden, Obersaxen, Gstaad und Sörenberg.

Tab. 4: Entschuldungsdauer und Eigenkapitalanteil per Frühling 2020

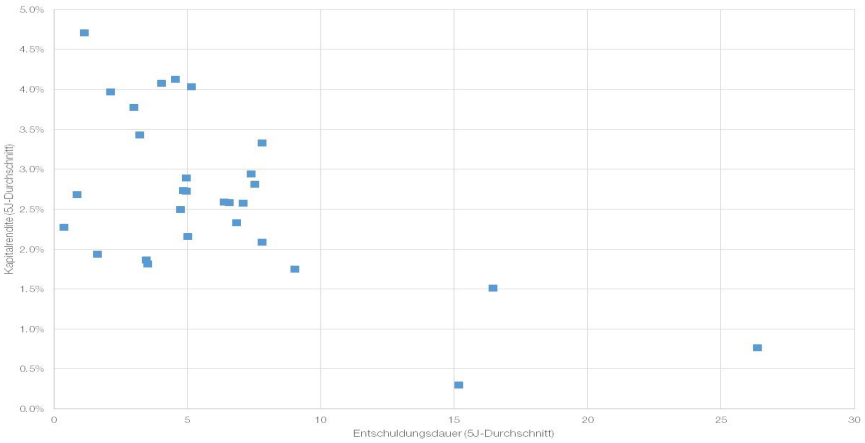
	Verzinsliche Schulden / EBITDA	Rückzahlbare Schulden / EBITDA	Verzinsliche Schulden / EBITDA (5JØ)	Rückzahlbare Schulden / EBITDA (5JØ)	Eigenkapital-anteil
Mittelwert	5.3	6.8	6.8	8.8	44%
Minimum	0.0	0.1	0.0	0.4	13%
1. Quartil	2.5	3.2	2.9	3.5	32%
Median	4.0	5.6	4.2	5.0	39%
2. Quartil	6.0	7.4	5.3	7.7	55%
Maximum	31.4	37.0	66.1	77.8	85%

Quelle: Berechnungen IFZ Zug; Ein Unternehmen wurde als Folge eines negativen EBITDA 2019/20 ausgeklammert, so dass die Stichprobengrösse 39 ist. Für weitere fünf Unternehmen liegen keine Zahlen für fünf Jahre vor. Den Auswertungen auf Basis des Fünfjahresdurchschnitts liegen daher Zahlen von 34 Unternehmen zugrunde. Die Rückzahlbaren Schulden umfassen neben den verzinslichen Schulden auch nicht-verzinsliche Schulden, welche zurückbezahlt werden müssen (z.B. NRP-Darlehen).

Die Entschuldungsdauer korreliert stark negativ mit der Kapitalrendite. (Der Korrelationskoeffizient beträgt -0.62.) Je stärker die Ertragskraft, umso geringer der Bedarf nach Fremdkapital. Abbildung 2 zeigt den Zusammenhang zwischen Kapitalrendite und Entschuldungsdauer. Je weiter oben links sich der Datenpunkt befindet, umso solider die finanzielle Situation. Die Höhe der Verschuldung ist zumindest teilweise auch im Hinblick auf unternehmensspezifische Eigenschaften zu beurteilen. Besonders gefährlich ist die Kombination von hoher Verschuldung und grossem Investitionsbedarf. Weiter ist zu berücksichtigen, ob eine Bilanzsanierung stattgefunden hat und Gläubiger ihre Schulden abgeschrieben haben.

«Besonders gefährlich ist die Kombination von hoher Verschuldung und grossem Investitionsbedarf.»

Abb. 2: Kapitalrenditen und Entschuldungsdauer (5JØ)



Quelle: Berechnungen IFZ Zug; Die Stichprobe umfasst jene 30 Unternehmen, für welche zum einen Fünfjahreszahlen verfügbar und zum anderen die Anschaffungswerte der Anlagen publik sind. Die Kapitalrendite ist gemessen als Verhältnis von Cashflow und Anschaffungswerten der Anlagen. Ein «Extremwert» mit einer Entschuldungsdauer von fast 78 Jahren ist in der Abbildung nicht ersichtlich.

Tabelle 4 zeigt auch die Eigenkapitalanteile der 40 analysierten Bergbahnunternehmen per Frühling 2020. Bei der Interpretation der Zahlen ist zu berücksichtigen, dass steuerlich motivierte Überabschreiber zu einem buchmässig zu tief ausgewiesenen Eigenkapital führen. Im Viertel mit dem geringsten Eigenkapitalanteil (1. Quartil: 32%) ist das ganze Renditespektrum von sehr ertragsstark bis sehr ertragsschwach vertreten. Es ist gut möglich, dass ein Drittel bis die Hälfte des schwächsten Viertels eigentlich ein (deutlich) höheres Eigenkapital hätte. In zwei Fällen bestehen neben dem Eigenkapital grössere nicht verzinsliche Fremdkapitalpositionen, welche die Form von wirtschaftlichem Eigenkapital aufweisen könnten. Dies bedeutet, dass auch in diesen Fällen von einem höheren Eigenkapital als ausgewiesen ausgegangen werden darf.

Von den 40 analysierten Bergbahnunternehmen geben deren 12 im Geschäftsbericht 2019/20 an, dass sie einen Covid-19 Kredit aufgenommen haben. Es ist nicht auszuschliessen, dass weitere Unternehmen diese Möglichkeit ebenfalls nutzten. Die angegebenen Kreditvolumina liegen zwischen CHF 300'000 und CHF 500'000. Die betroffenen Unternehmen kommen aus allen Landesregionen (4mal Wallis, 4mal Zentralschweiz, 2mal Graubünden, 1mal je Ost- und Westschweiz). Im Durchschnitt weisen die zwölf Unternehmen einen Verkehrsertrag von CHF 5.7 Mio. aus. Die Verkehrsertragsbandbreite reicht von rund CHF 3 Mio. bis rund CHF 12 Mio. Die Kapitalrenditen der betroffenen Unternehmen liegen zwischen 1.5% und 4%. (Für drei der betroffenen Unternehmen kann keine Kapitalrendite berechnet werden, da Angaben zu den Anschaffungswerten der Anlagen fehlen.) Im Mittel sind die Unternehmen gemessen an der Entschuldungsdauer deutlich überdurchschnittlich stark verschuldet. Es lässt sich somit festhalten, dass vor allem kleine bis mittlere Unternehmen aus der ganzen Schweiz, welche bereits überdurchschnittlich hoch verschuldet sind, die Möglichkeit eines Covid-Kredits genutzt haben. Ein Unternehmen gibt unter «Ereignisse nach dem Bilanzstichtag» an, dass der Kredit bereits wieder zurückbezahlt ist.

«12 der 40 analysierten Bergbahnunternehmen teilen im Geschäftsbericht mit, dass sie einen Covid-19 Kredit aufgenommen haben.»

«Vor allem kleine bis mittlere Unternehmen aus der ganzen Schweiz, welche bereits überdurchschnittlich hoch verschuldet sind, haben die Möglichkeit eines Covid-Kredits genutzt.»

2.2 Dividenden und Aktienkurse

Die regelmässigen Bardividendenausschütter Davos, Weisse Arena und Zermatt verzichten aufgrund der Unsicherheit bezüglich zukünftigem Geschäftsverlauf auf eine Dividendenausschüttung für das Jahr 2019/20. Auch die sporadisch ausschüttenden Brunni-Bahnen Engelberg sowie die Arosa Bergbahnen, welche 2018/19 nach längerer Pause wieder eine Bardividende bezahlten, schütten nichts aus. Damit verbleibt die Aletsch-Bahnen AG als einzige Barausschütterin. (Diese Aussage bezieht sich nur auf die 40 der untersuchten Unternehmen. Es ist nicht ausgeschlossen, dass andere Unternehmen etwas ausschütten. Viele werden es aber auf jeden Fall nicht sein.) Die Dividende beträgt CHF 156'000 (Vorjahr: CHF 260'000).

Die Aktienkurse der ausserbörslich gehandelten Bergbahntitel sind relativ stabil. Über die letzten zwölf Monate bewegen sich die Aktien der Bergbahnen Zermatt und der Weissen Arena in den üblichen Schwankungsbreiten mit eher positiver Tendenz. Etwas negativ ist die Jahresentwicklung beispielsweise für die Bergbahnen aus Davos und Arosa. Mit Ausnahme der Arosa-Bergbahnen ist die Dreijahreskursentwicklung für alle soeben erwähnten Unternehmen positiv.

«Die Aktienkurse der ausserbörslich gehandelten Bergbahntitel sind relativ stabil.»

Ebenfalls eine negative Tendenz weisen die Aktien der Lenzerheide Bergbahnen auf. Für die meisten anderen Bergbahnunternehmen sind Aussagen zur Kursentwicklung noch problematischer, da diese noch deutlich illiquider bzw. weniger oft gehandelt sind als die erwähnten. Alles in allem handelt es sich vorwiegend um Liebhaberaktien.

2.3 Ausblick (Stand 6. Dezember 2020)

Prognosen für die Wintersaison sind noch schwieriger als sonst. Für einmal dürfte nicht der (mangelnde) Schnee das grösste Fragezeichen sein. Die intensiven Schneefälle am 5. und 6. Dezember sind sehr erfreulich. Grösste Sorge ist aktuell die Corona-Situation. Zurzeit sieht es so aus, als ob die Skigebiete über die Festtage offenbleiben dürfen. Mit weiter ansteigenden Fallzahlen könnte der Druck zur Schliessung der Skigebiete allerdings wieder zunehmen. Dies obwohl der Skisport zum grössten Teil draussen stattfindet und zumindest bislang keine Erkenntnisse vorliegen, dass der öffentliche Verkehr oder touristische Transporte übermässige Ansteckungsherde sind. Dank den frühen Oktoberschneefällen konnten einige Gebiete wie zum Beispiel Zermatt, Saas Fee, Davos oder Titlis ihren Gästen bereits gute Pistenverhältnisse bieten. Der bisherige Skibetrieb zeigt zwei erfreuliche Tendenzen. Zum einen ist das Bedürfnis der Schweizer nach Wintersport gross. Dass die Lust auf das Skifahren gross ist, zeigen etwa auch die Vorverkaufszahlen des Magic Pass (Saisonkarte für 25 Unterwalliser und Westschweizer Skigebiete). Bereinigt um den Abgang des Skigebiets Crans Montana konnten gegenüber der Vorsaison knapp 5% mehr Saisonkarten verkauft werden (Medienmitteilung Magic Pass vom 27. Oktober 2020). Zum anderen sind die Schutzkonzepte funktionsfähig und von den Gästen akzeptiert. Selbstverständlich sind noch nicht die grossen Massen auf den Pisten unterwegs, doch die Gäste konzentrieren sich erstens auf wenige Skigebiete und zweitens auf wenig geöffnete Anlagen und Pisten.

«Für einmal dürfte nicht der (mangelnde) Schnee das grösste Fragezeichen der Wintersaison 2020/21 sein.»

Angenommen, die Skisaison kann ohne Einschränkungen durchgezogen werden. Dann stellt sich die Frage, wie viele Gäste kommen. Es ist davon auszugehen, dass rund 25% der Skierdays in der Schweiz von Ausländern verzeichnet werden. Auf Basis des Fünfjahresdurchschnitts wären dies rund 6 Mio. Skierdays. Bei einem Durchschnittsertrag je Skierdays von beispielsweise CHF 33 ergibt dies schätzungsweise ein ausländisches Verkehrsertragspotenzial von gegen CHF 200 Mio. Die holländische Regierung hat der Bevölkerung dringend geraten bis Mitte Januar auf Auslandsreisen (und explizit auf Skiferien) zu verzichten. Für die deutschen Gäste sind sämtliche Alpenregionen Österreichs, Frankreichs, Italiens und der Schweiz auf der Liste der Risikogebiete. Schweiz-Skiurlaub-Rückkehrer müssen voraussichtlich in allen Nachbarländern in Quarantäne. Selbstverständlich werden nicht alle Leute den Ratschlägen ihrer Regierungen folgen. Dennoch ist wohl mit einem massiven Rückgang ausländischer Skifahrer zu rechnen. Die Erfahrungen aus dem Sommer 2020 zeigen, dass europäische Gäste nach Aufhebung von Reiserestriktionen durchaus wieder relativ schnell ins Ausland verreisen. Mit einer allmählichen Beruhigung der Situation könnten in der zweiten Saisonhälfte durchaus wieder mehr Ausländer in die Skiferien kommen.

«Das Verkehrsertragspotenzial von ausländischen Gästen dürfte schätzungsweise bei CHF 200 Mio liegen.»

«Mit einer Beruhigung der Situation könnten in der zweiten Saisonhälfte durchaus wieder mehr Ausländer in die Skiferien kommen.»

Was den Schweizer Skigebieten etwas Hoffnung machen kann, sind die rund 1.8 Mio. Logiernächte, welche Schweizer Gäste im Winter 2018/19 im Vorarlberg und Tirol verzeichnet haben. Inklusive den restlichen österreichischen Regionen, dem Südtirol und auch Frankreich dürften Schweizer sicherlich mindestens 2.5 Mio. Skiferien-Logiernächte im Ausland verzeichnen. Zumindest ein Teil davon könnte dieses Jahr an die Schweiz fallen. Was jene Schweizer machen, die ihre Winterferien üblicherweise am Strand oder am Golfen in der Wärme verbringen, ist unklar. Ein wohl eher geringer Teil davon könnte durchaus auf Skiferien wechseln oder die Bergbahnen als Ausflugsgast oder Winterwanderer besuchen.

«Was den Schweizer Skigebieten etwas Hoffnung machen kann, sind die rund 1.8 Mio. Logiernächte, welche Schweizer Gäste im Winter 2018/19 in Vorarlberg und Tirol verzeichnet haben.»

Wenn die ausländischen Gäste zu einem bedeutenden Teil ausfallen, wird dies nicht alle Regionen gleichermassen treffen. Tendenziell dürften die grossen Skigebiete einen höheren Ausländeranteil aufweisen. Besonders international ausgerichtete Destinationen wie Zermatt oder Verbier dürften daher besonders betroffen sein. Allerdings könnte sich auch ein ähnlicher Effekt wie schon im Sommer einstellen, als viele Schweizer Gäste die Chance nutzten und zum Beispiel auf das Jungfraujoch reisten. Vielleicht wäre der Winter 2020/21 die Chance, das üblicherweise sehr stark beschäftigte Zermatt einmal mit etwas weniger Gästen zu besuchen. Auch für Fasnächtler könnte der Winter 2020/21 eine Chance auf Wintersportferien sein.

Es ist nicht so, dass in kleinen Skigebieten nur Schweizer Skifahren. In Bellwald im Wallis machen die Ausländer beispielsweise rund 40% der Skierdays aus. Die Ausländer kommen vorwiegend aus Holland und Deutschland. Am wenigsten von ausländischer Gästen abhängig dürften die nahe an den städtischen Zentren gelegenen, bei Tagesgästen beliebten Skigebiete (z.B. in der Zentral- und Ostschweiz) sein. Neben den Ausländern dürfte mit den «Après-Ski-Fans» eine zweite Gästekategorie zumindest teilweise ausfallen.

Aktuelle Gästeumfragen belegen, dass die Sicherheit (vor dem Corona-Virus) zu einem bedeutenden Buchungskriterium geworden ist. Auf die Skiferien bezogen könnten daher Kombinationen von Ferienwohnungen (am besten Ski-in/Ski-out) und Skigebieten ohne (viele) Kabinenbahnen gefragt sein. In vielen Gebieten folgt der Zugang über eine Kabinenbahn. Die Beschäftigungsfahrten können dann mit Skiliften oder vor allem Sesselbahnen gemacht werden. Ohne Kabinenzubringerbahn ins Skigebiet zu gelangen ist beispielsweise in Lenzerheide oder Davos-Jakobshorn möglich. Ganz ohne Kabinenbahnen sind beispielsweise die Gebiete Obersaxen, Brigels oder St. Luc.

«Aktuelle Gästeumfragen belegen, dass die Sicherheit (vor dem Corona-Virus) zu einem bedeutenden Buchungskriterium geworden ist.»

Die Nachfrage von «kontaktarmen» Beschäftigungen wie Langlauf, Skitouren, Schneeschuhtouren oder Winterwandern wird diesen Winter sicherlich weiter zunehmen. Im Vergleich zum Skisport ist das Wachstum allerdings auf einem sehr geringen Niveau. Ohne Skisportler werden Hotels höchstens in Ausnahmefällen wirtschaftlich zu betreiben sein. Dies zeigte sich auch nach dem Lockdown im März 2020. Hotelbetriebe hätten offenbleiben dürfen. Ohne die Pistenskifahrer rechnete sich der Betrieb jedoch nicht, so dass die Hotels faktisch schliessen mussten.

«Ohne Skisportler werden Hotels höchsten in Ausnahmefällen wirtschaftlich zu betreiben sein.»

Inwieweit die Corona-Situation die Schweizer Bergbahnen auch noch in der Wintersaison 2021/22 negativ beeinflusst, ist unklar. Wenn sich die Situation etwas beruhigt, dürften die Chancen gutstehen, dass sich das Wintersportge-

schäft rasch normalisiert. Zu einer Beruhigung beitragen können eine Impfung, bessere Therapiemöglichkeiten oder eine zunehmende Durchseuchung der Gesellschaft. Zudem dürfte die gesellschaftliche Akzeptanz von Lockdowns jeder Art mit der Zeit nachlassen. Mittelfristig ist daher damit zu rechnen, dass Wetter und Schnee wieder zu den zwei wichtigsten Treibern der Skierdays werden. Dass Corona dem Wintersport nachhaltigen, grösseren Schaden zufügt, ist eher nicht zu erwarten.

«Mittelfristig ist wieder damit zu rechnen, dass Wetter und Schnee zu den wichtigsten Treibern der Skierdays werden.»

3. Ausflugsbahnen

Für das Jahr 2020 liegen noch keine Zahlen vor. Daher bilden die 2019er Abschlüsse die Basis der Analyse. Da sich die Finanzsituation einiger Unternehmen 2020 komplett verändern wird, erfolgt die Analyse der aktuellen finanziellen Lage im ersten Teilabschnitt etwas kürzer als üblich. Die Finanzanalyse erfolgt kombiniert mit einer aktuellen Markteinschätzung. Der zweite Abschnitt enthält danach eine Analyse der Bedeutung internationaler Gäste. Danach wird im dritten Abschnitt auf die Dividendenausschüttungen und Aktienkursentwicklungen eingegangen. Den Schluss bildet im vierten Teilabschnitt ein Ausblick.

3.1 Finanzsituation per Ende 2019

Die 2019er Ergebnisse der Ausflugsbergbahnen sind sehr gut ausgefallen. Vier der 15 in Tabelle 5 aufgeführten Unternehmen haben einen unter dem Fünfjahresdurchschnitt liegenden Verkehrsertrag erreicht. Gegenüber dem «Superjahr» 2018 liegt allerdings die Mehrheit leicht zurück. Die Unterschiede der EBITDA-Margen sind sehr gross. Wichtig ist, dass diese in Abhängigkeit der Ertragsstruktur beurteilt werden. Die tiefen Werte von Kronberg, Brienz Rothorn, Säntis und Niesen hängen auch mit dem tiefen Verkehrsertragsanteil zusammen. Das tiefmargige Gastronomiegeschäft drückt auf die EBITDA-Marge. Dass aber auch mit bedeutendem Gastronomieanteil eine hohe EBITDA-Marge erreichbar ist, zeigen zum Beispiel die Pilatus-Bahnen. Für einen Spitzenwert braucht es in erster Linie eine über möglichst viele Monate hinweg hohe Auslastung der Infrastruktur. Was die Kapitalrendite betrifft, schneidet wie schon seit einigen Jahren das Trio Pilatus, Jungfrau und Titlis deutlich am besten ab. Aber auch einige andere Unternehmen aus Tabelle 5 weisen gute bis sehr gute Werte von 4% oder mehr auf.

«Die 2019er Ergebnisse der Ausflugsbergbahnen sind sehr gut ausgefallen.»

Die sogenannte Entschuldungsdauer, welche angibt, über wie viele Jahre die rückzahlbaren Schulden (verzinslich und nicht-verzinslich) mit dem EBITDA amortisiert werden könnten, liegt für die Unternehmen aus Tabelle 5 zwischen 0 und 8.3. Den höchsten Wert weist die Gondelbahn Grindelwald Männlichen AG auf. Vor drei Jahren war das Unternehmen noch schuldenfrei. Mit dem Grossprojekt V-Bahn ist die Verschuldung allerdings stark angestiegen. Grossinvestitionen sind ein wichtiger Treiber der Verschuldung. Die Stanserhornbahn AG trug per Ende 2012 aufgrund des Baus der Cabriobahn verzinsliche Schulden und NRP Darlehen im Umfang von CHF 14 Mio. Dank des guten Geschäftsgangs sind per Ende 2019 nur noch NRP-Darlehen (Neue Regionalpolitik) von CHF 1.3 Mio. ausstehend.

Tab. 5: Kennzahlen ausgewählter Ausflugsbergbahnen per Ende 2019

	Anteil Verkehrs-ertrag (2019)	Verkehrs-ertrag (2019) ggüber 5JØ	EBITDA-Marge (2019)	EBITDA (2019) / AW Anlagen	Cashflow (2019) / AW Anlagen	Free Cashflow kum. 5 Jahre (TCHF)	Rückzahl-bare Schulden / EBITDA (2019)
Brienz Rothorn	54%		14.2%	3.3%	2.8%		0.7
LSB Ebenalp	100%	5.4%	32.7%				0.0
LSB Wengen Männlichen	98%	13.2%	30.8%	4.7%	4.2%		3.3
LSB Jakobsbad Kronberg	36%	8.0%	10.1%	2.2%	2.1%	-690	4.2
LSB Kandersteg Sunnbüel	71%		16.8%	2.2%	1.8%		6.7
Pilatus-Bahnen	64%	12.5%	37.3%	11.8%	10.7%	31'711	0.0
Jungfraubahn-Gruppe	72%	12.5%	46.1%	8.9%	7.8%	67'553	0.5
Säntis-Schwebebahn	26%	-10.1%	15.4%	3.0%	2.9%	-22'981	5.4
Rigi Bahnen	78%	10.2%	24.5%	4.6%	4.5%	-10'261	2.5
Schilthorn Bahn	68%	5.3%	29.9%	5.5%	5.3%	6'644	1.1
Niesenbahn	54%	-1.2%	19.8%			-3'536	5.2
Stanserhorn	56%	-1.7%	22.8%	4.9%	4.9%	8'824	1.4
Hoher Kasten	88%	8.5%	48.0%			83	3.7
GB Grindelwald Männlichen	94%	-0.7%	25.4%	2.4%	1.9%	-30'240	8.3
Bergbahnen Titlis Rotair	68%	5.4%	39.3%	7.9%	7.6%	11'993	0.0

Quelle: Berechnungen IFZ Zug; Die Unternehmen Ebenalp, Niesen, und Hoher Kasten weisen die Anschaffungswerte der Anlagen nicht aus. Daher kann keine Kapitalrendite berechnet werden. Für die Unternehmen Brienz Rothorn und Kandersteg Sunnbüel (Gemmi) wurden die Daten in diesem Jahr zum ersten Mal erhoben. Daher sind einige Positionen in der Tabelle leer. Der Free Cashflow errechnet sich als Differenz von Cashflow und Bruttoinvestitionen ins Anlagevermögen. Desinvestitionserlöse sind dabei vernachlässigt. Rückzahlbare Schulden beinhalten sowohl verzinsliche als auch nicht-verzinsliche Positionen wie zum Beispiel Darlehen der neuen Regionalpolitik.

3.2 Sommer 2020

Im Jahr 2020 haben sich die Kräfteverhältnisse unter den Ausflugsbergbahnen deutlich verschoben. Das Geschäft mit den sehr wenig witterungsabhängigen interkontinentalen (Gruppen-)Gästen hat sich in den letzten Jahren als wichtigster Auslastungs- und damit auch Renditetreiber erwiesen. Seit dem Winter 2020 ist das Geschäft total zusammengebrochen. Mit Schweizer Gästen und Besuchern aus dem nahen Ausland sind die Verluste bei weitem nicht zu kompensieren. Die Zentralschweiz und das Berner Oberland sind daher die grössten Verlierer des Sommers 2020. Die 2020er Sommerersteintritte (bis Ende September) sind gegenüber dem Vorjahr um rund 50% eingebrochen. Schweizweit beträgt das Minus 29%. Einzig der Kanton Graubünden liegt im Plus (18.3%). Dies liegt insbesondere daran, dass Graubünden nur sehr wenig von interkontinentalen Gästen besucht wird. Zudem gilt es zu berücksichtigen, dass die Sommersaison in Graubünden erst auf Anfang Juli richtig Fahrt aufnimmt, während dem die Ausflugsberge beispielsweise im Appenzell oder in der Zentralschweiz schon viel früher Gäste anziehen. Wander- und Bikeferien in den Bergen liegen aber auch seit einigen Jahren verstärkt im Trend. Graubünden hat sich gut positioniert und profitiert davon. Die Logiernächte in den Bündner Hotels und Kurbetrieben sind in den Monaten Juli bis und mit September gegenüber dem Vorjahr um 9% angestiegen. Die Logiernächte der Schweizer nahmen um rund 450'000 zu, die Logiernächte der Ausländer sanken um rund 300'000. Für die deutschen Gäste resultierte ein Minus von 27%, die asiatischen und US-amerikanischen Gästeübernachtungen sanken um nahezu 100%. Aber auch in Graubünden konnten

«Im Jahr 2020 haben sich die Kräfteverhältnisse unter den Ausflugsbergbahnen deutlich verschoben.»

nicht alle Regionen profitieren. Die eher etwas internationaler ausgerichteten Destinationen wie St. Moritz und Davos konnten nicht mit dem Rest mithalten. In Davos haben sich zudem fehlende Kongress- und Veranstaltungsteilnehmer negativ auf die Logiernächteentwicklung ausgewirkt. Das Wallis konnte die Rückgänge der ausländischen Gäste nicht vollumfänglich mit Schweizer Gästen kompensieren. Es resultierte ein Minus von rund 11%. Für das Wallis gilt es wie immer den Zermatt Effekt zu berücksichtigen. Das stark international ausgerichtete Zermatt hat einen sehr hohen Anteil an den Walliser Hotellogiernächten und im Sommer 2020 viele ausländische Logiernächte verloren. Neben den städtischen Regionen verzeichnen das Berner Oberland und die Zentralschweiz die stärksten Logiernächteeinbussen.

«Neben den städtischen Regionen verzeichnen das Berner Oberland und die Zentralschweiz die stärksten Logiernächteeinbussen.»

3.3 Bedeutung des Geschäfts mit internationalen Gästen

Wie bereits in Tabelle 5 aufgezeigt, war das Geschäft mit internationalen Gästen in den letzten Jahren ein sehr wichtiger Renditetreiber. Tabelle 6 zeigt die Kapitalrenditen einiger Unternehmen, gemessen als Verhältnis von Cashflow und den Anschaffungswerten der Anlagen. Für die aufgeführten Unternehmen liegt die durchschnittliche Rendite der Jahre 2011 bis 2019 zwischen 4.7% und 9.2%. Angenommen, sämtliche Unternehmen wären nie stark im Geschäft mit internatonalen Gästen aktiv gewesen. Es würde sich dann wahrscheinlich um renditemässig ganz «normale» Bergbahnunternehmen handeln. Weiter sei angenommen, dass sämtliche Unternehmen in jedem Jahr eine im Branchenquervergleich immer noch solide Rendite von «nur» 3.5% erreicht hätten. Im Falle der Pilatus-Bahnen wäre der Cashflow dann beispielsweise gegenüber den effektiven Zahlen um CHF 48 Mio. geringer ausgefallen (= «Über-Cashflow kum. 2011 bis 2019»). Dieser Über-Cashflow kann als eine Schätzung des dank den internationalen Ausflugsgästen zwischen 2011 und 2019 generierten Zusatz-Cashflows betrachtet werden. Dieser entspricht für die Pilatus-Bahnen dem 13.3fachen des durchschnittlich pro Jahr erwirtschafteten Cashflows in einem Szenario ohne internationale Gäste. Oder anders ausgedrückt. Die internationalen Gäste haben den Pilatus-Bahnen in den acht Jahren 2011 bis 2019 13.3 zusätzliche Jahrescashflows eingebracht.

«Die internationalen Gäste haben den Pilatus-Bahnen in den Jahren 2011 bis 2019 13.3 zusätzliche Jahrescashflows eingebracht.»

Es ist relativ unwahrscheinlich, dass die in der Tabelle aufgeführten Ausflugsunternehmen in den letzten Jahren derart teure Investitionen gemacht hätten, wenn sie nicht so stark von internationalen Gästen profitiert hätten. In der unteren Hälfte von Tabelle 6 ist daher noch ein Szenario abgebildet, in welchem unterstellt wird, dass nur die Hälfte investiert worden wäre. In diesem Szenario fällt der Cashflow (berechnet als 3.5% mal Anschaffungswerte) geringer aus, wodurch ein noch höherer Über-Cashflow resultiert. Der Über-Cashflow entspricht dann für die Pilatus-Bahnen sogar der Summe von ca. 16 jährlichen Cashflows in einem Szenario ohne internationale Gäste.

Tab. 6: «Über-Cashflows» ausgewählter Bergbahnunternehmen mit vielen interkontinentalen Gästen

	Zermatt BB	Schilthorn B	Rigi B	Jungfrau B	Titlis B	Pilatus B
Cashflow kumuliert 2011 bis 2019	229'232	56'757	43'356	554'587	217'292	77'267
Rendite: Cashflow / AW Anlagen (Ø 2011 bis 2019)	4.7%	4.9%	4.7%	7.6%	9.1%	9.2%
Szenario mit unveränderten Investitionen						
Cashflow kum. 2011 bis 2019 bei Rendite von 3.5%	172'197	39'745	31'666	253'668	84'444	29'073
Über-Cashflow kum. 2011 bis 2019	57'035	17'012	11'690	300'919	132'848	48'194
in Durchschnittscashflows (2011 bis 2019)*	2.7	3.4	3.0	9.5	12.6	13.3
Szenario mit Reduktion der Investitionen um 50%						
Cashflow kum. 2011 bis 2019 bei Rendite von 3.5%	156'708	36'610	27'809	225'310	65'917	25'630
Über-Cashflow kum. 2011 bis 2019	72'524	20'147	15'547	329'277	151'375	51'637
in Durchschnittscashflows (2011 bis 2019)*	3.7	4.4	4.5	11.7	18.3	16.1

Quelle: Berechnungen IFZ Zug; Ein Wert von 2.7 bedeutet beispielsweise, dass der Über-Cashflow dem 2.7fachen des ohne internationale Ausflugsgäste zu erwartenden durchschnittlichen Cashflows (2011 bis 2019) entspricht. Der Über-Cashflow ist eine Schätzung für den nur dank internationaler Ausflugsgäste verdienten Cashflow.

Die in Tabelle 6 aufgeführten Unternehmen haben dank internationaler Gäste zwischen 2011 und 2019 einen Über-Cashflow von rund CHF 640 Mio. erreicht. Die Schätzung basiert auf mehreren Annahmen. Sicher ist jedoch, dass das Geschäft mit den internationalen Ausflugsgästen mehrere 100 Millionen an Zusatzcashflow gebracht hat. Der Grossteil davon ist auf asiatische Gäste zurückzuführen.

Für das Jahr 2020 und wohl auch für das Jahr 2021 werden die Über-Cashflows vollständig verschwinden. Die Auswertungen in diesem Abschnitt zeigen jedoch, dass sich das starke Engagement in den Fernmärkten rückblickend auch dann noch als lohnenswert erweist, wenn die Gäste mehrere Jahre wegbleiben sollten. Und auch wenn das Volumen auch danach nicht das Niveau von 2019 erreicht.

«Für das Jahr 2020 und wohl auch für das Jahr 2021 werden die Übercash-flows durch ausländische Gäste vollständig verschwinden.»

3.4 Dividenden und Aktienkurse

Die renditestarken Ausflugsbergbahnen haben in den letzten Jahren regelmässig Dividenden ausgeschüttet. In den letzten Jahren sind die Dividendenbeträge teilweise deutlich angestiegen. Die Schilthornbahn AG hat für das Geschäftsjahr 2019 erstmals seit 1975 keine Dividende ausgeschüttet. Auch die Jungfraubahnen und die LSB Wengen-Männlichen haben auf die Ausschüttung einer Dividende verzichtet. Unverändert gegenüber dem Vorjahr ausgeschüttet haben die Ebenalp-, Niesen-, Pilatus-, Rigi- und Titlisbahnen. Die übrigen in der Tabelle 5 aufgeführten Unternehmen haben auch im Vorjahr keine Dividende ausgeschüttet. Für das Geschäftsjahr 2020 werden die Titlis-, Pilatus- und Rigibahnen wohl keine Dividenden mehr ausbezahlen. Für die Ebenalp- und Niesenbahn dürfte die Ausschüttung einer Dividende wahrscheinlicher sein.

Die Aktien der Titlisbahnen und der BVZ Gruppe haben seit Anfang 2020 um rund 37% an Wert verloren. Für die Titel der Jungfraubahn resultiert ein Minus von 27%. (Die positiven Nachrichten bezüglich der Impfstoffentwicklung haben zu Beginn der zweiten Novemberwoche zu stark steigenden Aktienkursen geführt. Per 5. November lagen die beiden Aktien noch um 45% (Titlis) bzw. 35% (Jung-

frau) im Minus.) Die ausserbörslich gehandelten Titel der Pilatus- und Rigi-Bahnen haben mit rund 15% bis 20% deutlich weniger an Kurswert verloren. Der Kursverlust der Säntisbahn ist etwas geringer, die Aktien der Schilthornbahn haben etwas mehr als Pilatus und Rigi verloren. Für die unterschiedlichen Kursrückgänge dürften vor allem zwei Faktoren ausschlaggebend sein. Zum einen erweisen sich die ausserbörslich gehandelten Titel als krisenresistenter. Die geringe Marktliquidität sowie Liebhaberanlagemotive dürften Investoren von Verkäufen abgehalten haben. Zum anderen spielt wohl auch die Abhängigkeit von interkontinentalen Gästen eine Rolle. Dieser Faktor erklärt, wieso die Aktien der Säntisbahn am wenigsten verloren haben. Auch der im Quervergleich eher unterdurchschnittliche Kursverlust der Rigi-Bahnen dürfte damit zu erklären sein. Bei der Schilthornbahn könnten die grossen Investitionspläne zusätzlich für etwas Unsicherheit sorgen.

«Die ausserbörslich gehandelten Titel erweisen sich als krisenresistenter.»

3.5 Ausblick (Stand 13. November 2020)

Jene Unternehmen, welche derzeit von der Corona-Krise besonders stark betroffen sind, wiesen per Ende 2019 zumeist sehr tiefe Verschuldungen auf. Die Pilatus- und Titlisbahnen waren per Ende 2019 schuldenfrei. Die Jungfrau-, Schilthorn- und Rigibahnen waren mit dem 0.5fachen, 1.1fachen bzw. dem 2.5fachen des 2019er EBITDAs verschuldet. Die tiefe Verschuldung dieser Unternehmen ist vor allem die Folge einer starken Innenfinanzierungskraft. Die gerade erwähnten Unternehmen haben mit Ausnahme der Rigi-Bahnen über die letzten fünf Jahre trotz teilweise hohen Investitionen mehr Cashflow verdient als investiert. Es lässt sich insgesamt festhalten, dass die am stärksten betroffenen Unternehmen solide bis sehr solide finanziert sind. Nun werden sich jedoch Ertragskraft und damit auch die Entschuldungsdauer zumindest vorübergehend deutlich verschlechtern. Für das Jahr 2020 werden einige negative Cashflows und andere bestenfalls leicht positive Cashflows ausweisen. Erschwerend kommt hinzu, dass grosse Investitionsprojekte geplant bzw. schon ausgelöst sind. Mit der 2019er Ertragskraft wären Investitionsprojekte wie etwa die rund CHF 50 Mio. teure Rollmaterialbeschaffung der Pilatusbahnen oder der rund CHF 100 Mio. teure Gipfelausbau der Titlisbahnen problemlos finanzierbar gewesen. Die aktuelle Krise wird je nach Dauer riesige Cashflow-Einbussen mit sich bringen. Dass sich die internationalen touristischen Reisemärkte (zumindest annähernd) erholen werden, ist mit einer hohen Wahrscheinlichkeit anzunehmen. Angesichts der langen Anlagezyklen der Infrastruktur sollte daher grundsätzlich an Projekten festgehalten werden, welche vor der Corona-Krise als notwendig und sinnvoll befunden wurden. Für die Finanzierung und Tragbarkeit dieser Projekte ist die Dauer der Corona-Krise allerdings sehr entscheidend.

«Jene Unternehmen, welche derzeit von der Corona-Krise besonders stark betroffen sind, wiesen per Ende 2019 zumeist sehr tiefe Verschuldungen auf.»

In der Woche vom 2. bis zum 9. November wurden weltweit im Vergleich zur Vorjahresperiode 47% weniger Flüge verzeichnet. In Deutschland und Frankreich liegt das Minus bei 79% bzw. 76%. In China liegt der Rückgang hingegen nur noch bei 3.2%. (https://www.oag.com/coronavirus-airline-schedules-data) Die Flugreisen der Chinesen haben zumindest im Inland wieder das Vorjahresniveau erreicht. Dies sollte ein Zeichen dafür sein, dass die Leute nach überstandener Krise wieder relativ schnell zur Normalität zurückkehren könnten. Das Problem

besteht jedoch darin, dass der europäische Weg zurück zur Normalität noch etwas länger dauern könnte. Wie lange es geht, bis asiatische und US-amerikanische Gäste wieder nach Europa reisen, ist vorerst noch offen.

Eine entscheidende Frage ist, ob die Corona-Krise, womöglich in Kombination mit der Klima- und Massentourismus-Diskussion, zu einer nachhaltigen Veränderung der Reisegewohnheiten führt. Einiges spricht dafür, dass die asiatischen Gäste nach einer Normalisierung der Lage relativ schnell wieder ihre Reisetätigkeiten aufnehmen. In Europa ist wohl eher mit einer Veränderung des Reiseverhaltens zu rechnen. Für die Ausflugsbergbahnen könnte dies sogar ein Vorteil sein. Die Schweizer und Europäer machen vermehrt Ferien im Inland oder nahen Ausland und die Asiaten reisen weiterhin in die Ferne. Eine zweite entscheidende Frage ist, ob die Bevölkerungen in beispielsweise Luzern oder Interlaken kritischer gegenüber ausländischen Touristenmassen werden und Massnahmen erlassen, welche dem Gästeaufkommen schaden könnten. Die nahegelegenen Bergbahnen wären davon negativ betroffen. Profitieren könnten davon eventuell neue Regionen.

«Eine entscheidende Frage ist, ob die Corona-Krise, womöglich mit der Klima- und Massentourismus-Diskussion, zu einer nachhaltigen Veränderung der Reisegewohnheiten führt.»

Die Schweizer Gäste haben den 2020er Sommer vielerorts gerettet. Logiernächte von Schweizern sind in den Berggebieten teilweise massiv gestiegen. Die Frage ist nun, ob die zusätzlich gewonnenem Gäste gehalten werden können. Dagegen spricht, dass wohl ein aufgestautes Bedürfnis nach Ferienreisen ins Ausland besteht. Dafür spricht, dass sich die Bergregionen (auch etwas dank Wetterglück) in einem sehr guten Licht zeigen konnten. Insgesamt ist wohl davon auszugehen, dass der negative Aspekt überwiegen wird. Mit einer langsamen Rückkehr zur «Reisenormalität», werden wieder mehr Ausländer in die Schweiz reisen. Dafür werden auch wieder mehr Schweizer ins Ausland reisen.

Die grösste Zukunftshoffnung ist im Moment sicher ein funktionsfähiger Impfstoff. Anfangs der zweiten Novemberwoche haben Tourismusaktien sehr positiv auf die guten Nachrichten bezüglich Impfstoff reagiert. Der Aktienkurs der Jungfraubahn ist um rund 20% angestiegen, jener der Titlisbahnen etwas weniger. Noch stärker zugewonnen haben die Aktien der Fluggesellschaften. Der Aktienkurs von beispielsweise Easyjet ist um fast 40% auf einen Höchststand seit Juni gestiegen.

«Die grösste Zukunftshoffnung ist im Moment sicher ein funktionsfähiger Impfstoff.»

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.