

BRANCHENANALYSE BERGBAHNEN

«Die Pandemie bremst den Aufwärtstrend abrupt ab, aber nicht überall.»



Bild: Jungfraubahn AG

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

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

Branche: Bergbahnen

Datum: 22.12.2021

Autor: Prof. Dr. Philipp Lütolf,
Hochschule Luzern Wirtschaft,
IFZ, für Zern & Partner GmbH

Inhaltsverzeichnis

– 1. Einleitung.....	S. 4
– 2. Wintersportbahnen.....	S. 4
• 2.1 Aktuelle Finanzsituation.....	S. 4
• 2.1.1 Ertrag.....	S. 4
• 2.1.2 EBITDA.....	S. 6
• 2.1.3 Jahresgewinne.....	S. 7
• 2.1.4 Kapitalrentabilität.....	S. 7
• 2.1.5 Finanzierung.....	S. 8
• 2.2 Sommergeschäft 2020.....	S. 10
• 2.3 Dividenden und Aktienkurse.....	S. 11
• 2.4 Ausblick.....	S. 12
– 3. Ausflugsbergbahnen.....	S. 13
• 3.1 Finanzsituation 2020.....	S. 13
• 3.1.1 Ertragskraft.....	S. 13
• 3.1.2 Finanzierung.....	S. 16
• 3.2 Sommer 2021.....	S. 17
• 3.3 Dividenden und Aktienkurse.....	S. 18
• 3.4 Ausblick.....	S. 19

Zusammenfassung

Jahrelang waren die Schweizer Bergbahnen vom Erfolg verwöhnt. Insbesondere die grossen Bahnbetriebe profitierten von den internationalen Tourismusströmen. Ohne Corona-Pandemie wären auch 2020 weitere Rekordwerte möglich gewesen. Doch die Folgen der Pandemie haben diesen Aufwärtstrend jäh gestoppt. Sie haben auch deutliche Spuren in den Jahresabschlüssen 2020 und 2020/21 der Schweizer Bergbahnen hinterlassen.

Allerdings gab es im Pandemiejahr nicht nur Verlierer. Bei den Wintersportbahnen litten die internationalen Skigebiete wie Samnaun und Zermatt wegen der Schliessung ihres grenzüberschreitenden Partners (Ischgl, Cervinia) am stärksten. Hingegen schnitten Bergbahnunternehmen aus Disentis und Bergün besser ab als in den letzten fünf Jahren. Dank guter Schneeverhältnisse und der Öffnung der Wintersportanlagen in der Saison 2020/21 fiel der Ertragsrückgang bei den Wintersportbahnen nicht ganz so gravierend aus wie bei den Ausflugsbergbahnen. Gelitten haben allerdings Betriebe mit einem eigenen Gastronomieangebot, da dieses zeitweise geschlossen war oder sie auf Take-away umstellen mussten. Im Sommer 2020 erzielten die Wintersportbahnen sogar einen Ertragszuwachs

«Im Pandemiejahr gab es nicht nur Verlierer.»

von 14% gegenüber dem Vorjahr und 22% gegenüber dem aktuellen Fünfjahresdurchschnitt. Trotz einer Reduktion der Abschreibungen musste die Mehrheit der Bergbahnen Verluste ausweisen. Rund 40% der Wintersportbahnen haben einen «Covid-Kredit» aufgenommen. Zu den besten zehn Wintersportbahnen gehören die Brunni Bahnen Engelberg, die Davos Klosters Bergbahnen oder die Weisse Arena Gruppe. Alle Bahnen konnten schon in den Vor-Corona-Jahren gute Renditen erwirtschaften. Da die Wintersaison 2020/21 in der Schweiz ohne grosse Komplikationen verlaufen ist, lässt dies auch für die laufende Wintersaison hoffen. Für Unsicherheit sorgt weiterhin die epidemiologische Lage.

«Für Unsicherheit sorgt weiterhin die epidemiologische Lage.»

Bei den Ausflugsbergbahnen verzeichneten die 15 analysierten Unternehmen im Schnitt einen Umsatzrückgang um 29%. Während die Jungfraubahn AG in 2020 mit der Inbetriebnahme des Eiger-Express ihr V-Bahn-Projekt trotz Pandemie planmässig fertigstellen konnte, befinden sich andere Grossprojekte derzeit in der Warteschleife. Denn insgesamt fehlt den Ausflugsbergbahnen gegenüber dem Vorjahr 136 Mio. CHF zum Investieren. Dennoch werden die Projekte wohl in den kommenden Jahren umgesetzt, da nicht davon auszugehen ist, dass die Reiselust nachhaltig geschädigt bleiben wird. Allerdings sind die Betriebe für die Rückkehr zur Ertragskraft der letzten Jahre auf eine Erholung der internationalen Reisemärkte angewiesen. Dank einer soliden Finanzierung - mit einer Ausnahme weisen sämtliche Ausflugsbergbahnen ein Eigenkapital von mindestens 60% aus - kann die aktuelle Durststrecke überwunden werden.

Per Ende September 2021 lagen die Ersteintritte schweizweit um 27% hinter dem Jahr 2019 zurück, wobei wie bereits 2020 das Berner Oberland sowie die Zentralschweiz die grössten Verluste zu verzeichnen haben. Dennoch gehen die meisten Anleger auch davon aus, dass sich nach einer Normalisierung der Pandemie-Situation die Ertragslage für die Ausflugsbergbahnen wieder normalisiert. Denn die Aktienkurse der Jungfraubahn-Gruppe, der Pilatus-Bahnen und der Sântis-Schwebebahn haben sich in den letzten Monaten vergleichsweise stabil gehalten.

Insgesamt sind die Schweizer Bergbahnbetriebe bisher dank Schweizer Gästen und Besuchern aus dem nahen Ausland, Kurzarbeitsentschädigung, Covid-Krediten und der Härtefallgelder des Bundes gut durch die Corona-Pandemie gekommen.

1. Einleitung

Das Geschäftsjahr 2020/21 stand klar im Zeichen der Corona-Pandemie. Dank der guten Schneeverhältnisse 2020/21 haben sich die Wintersporterträge gar nicht so schlecht entwickelt. Deutliche Einbussen resultierten hingegen in der Gastronomie, welche über weite Teile der Saison nur Take-away-Angebote anbieten durfte. Den Ausflugsbergbahnen fehlen die interkontinentalen (Gruppen-)Gäste. In der Zentralschweiz und im Berner Oberland leiden die Bergbahnen sehr stark darunter. Die vor allem auf Schweizer setzenden Unternehmen entwickeln sich hingegen einigermaßen stabil. Leider wird auch das Geschäftsjahr 2021/22 im Zeichen der Corona-Pandemie stehen.

Die folgenden Analysen erfolgen in zwei Teilen. Zunächst werden die Abschlüsse von 39 wintersportlastigen Bahnen mit Abschluss im Frühling 2021 analysiert. Danach erfolgt eine Analyse von 15 Ausflugsbergbahn-Abschlüssen per Ende 2020 bzw. per Herbst 2020.

2. Wintersportbahnen

Die 39 analysierten Bergbahnunternehmen mit Jahresabschluss 2020/21 erreichen zusammen einen Gesamtertrag von 542 Mio. CHF und einen Verkehrsertrag von rund 366 Mio. CHF. Zum Vergleich: Für die gesamte Stichprobe, d.h. inkl. der Unternehmen, für welche der aktuellste Geschäftsbericht per Ende 2020 oder per Herbst 2019/20 vorliegt, resultiert ein kumulierter Verkehrsertrag von fast 746 Mio. CHF, was wohl rund 90% der Branche abdeckt. Die zur Analyse vorliegenden 39 Bergbahnunternehmen decken ca. 70% des Branchenverkehrsertrags (Gesamtjahr) ab. Es ist davon auszugehen, dass der Anteil am Wintersport- bzw. Winterverkehrsertrag noch höher liegt. Die Bandbreite der Verkehrserträge der 39 analysierten Unternehmen liegt zwischen 208'000 CHF und 51 Mio. CHF.

2.1 Aktuelle Finanzsituation

2.1.1 Ertrag

Das Geschäftsjahr 2020/21 stand eindeutig im Zeichen der Corona-Pandemie. Für die meisten der ausgewerteten «Wintersportbahnen» ist der Winter ertragsmässig stark dominierend. Die Bergbahnen in den Kantonen Graubünden, Bern und Wallis konnten ihre Anlagen den ganzen Winter über in Betrieb halten. Die übrigen Kantone waren über die Weihnachtsferien (zumindest teilweise) in einem «Ski-Lockdown». Am längsten dauerte der Lockdown im Kanton Luzern.

Die Wintersaison 2020/21 war lang und äusserst schneereich. Ohne die Corona-Pandemie wären Rekordwerte möglich gewesen. Tabelle 1 zeigt, wie stark der Ertrag 2020/21 vom Fünfjahresdurchschnitt vor Corona (2014/15 bis 2018/19) abweicht. Der Median liegt für den Verkehrsertrag bei +1%. Dies bedeutet, dass rund die Hälfte der Bergbahnen in der Saison 2020/21 einen Verkehrsertrag über dem Fünfjahresdurchschnitt erreichte. Dass trotz Corona die Hälfte über dem Fünfjahresdurchschnitt liegt, dürfte vor allem den sehr guten Schneeverhältnissen geschuldet sein. Demgegenüber umfasst der verwendete Vor-Corona-Fünf-

«Ohne die Corona-Pandemie wären
Rekordwerte möglich gewesen.»

jahresdurchschnitt drei schwache Saisons. Deutlich über dem Fünfjahresschnitt liegen daher vor allem etwas weniger schneesichere Gebiete und/oder Gebiete mit einem hohen Anteil an Schweizer Gästen. Den Fünfjahresdurchschnitt am stärksten übertroffen haben die Seilbahnen in St. Luc, Bergün, Stoos, Grösch-Danusa, Disentis, Leysin, Braunwald und Vercorin. In einigen Fällen (z.B. Disentis und Vercorin) ist auch die Schaffung von neuen warmen Betten mitverantwortlich für das Übertreffen des Fünfjahresdurchschnitts.

Am deutlichsten hinter dem Fünfjahresdurchschnitt liegen die internationalen Gebiete von Samnaun (Ischgl) und Zermatt (Cervinia), welche unter der Schliessung ihres grenzüberschreitenden Partners litten. Mit Ausnahme der Bergbahnen von Samnaun liegt nur ein weiteres Bündner Skigebiet unter dem Fünfjahresdurchschnitt.

Die schlechteste Wintersaison der letzten Dekade war 2016/17. Tabelle 2 zeigt die Abweichung des 2020/21er Ertrags gegenüber 2016/17. Der Median liegt bei +7%, das erste Quartil bei -2.2%. Dies bedeutet, dass drei Viertel der Bergbahnen 2020/21 mehr Verkehrsertrag als 2016/17 erreichten bzw. zumindest nicht mehr als 2.2% unter dem Jahr 2016/17 liegen. Daraus lässt sich schliessen, dass ein Corona-Jahr à la 2020 für die Mehrheit weniger schlimm ist als eine sehr schnee-arme Saison mit spätem Wintereinbruch. Diese Aussage trifft jedoch nur für den Verkehrsertrag zu, nicht aber für die Gastronomie. Tabelle 1 und Tabelle 2 zeigen deutlich, dass die Auswirkungen der Corona-Pandemie auf die Gastronomie schwerwiegend sind. Ein Viertel hat gegenüber der ohnehin schon schwachen Saison 2016/17 mehr als 40% an Ertrag verloren, die Hälfte mehr als 17%. Es gilt zu berücksichtigen, dass die Sommergastronomieerträge auch in den Zahlen inkludiert sind. Zudem gilt es zu berücksichtigen, dass die Beherbergungserträge ebenfalls in den Gastronomieerträgen enthalten sind. Dies führt zu einer Stabilisierung der Erträge, denn die Beherbergungsbetriebe konnten die gesamte Saison geöffnet bleiben und waren oft gut gebucht. Einige Unternehmen haben gegenüber 2016/17 neue Gastronomie- und Beherbergungsangebote geschaffen. Dies führt ebenfalls dazu, dass das Minus gegenüber 2016/17 weniger hoch ausfällt. Es ist daher davon auszugehen, dass die Berggastronomie noch deutlich mehr als in den Tabellen ausgewiesen verloren hat.

Tab. 1: Ertrag 2020/21: Abweichung zum 5-JØ vor Corona (2014/15 bis 2018/19)

	Gastronomieertrag	Verkehrsertrag
Mittelwert	15.6%	5.4%
Minimum	-81.0%	-68.9%
1. Quartil	-39.9%	-6.0%
Median	-13.3%	1.0%
3. Quartil	2.4%	21.0%
Maximum	407.6%	71.4%

Quelle: Berechnungen IFZ Zug; Nicht für alle ausgewerteten Bahnen liegen Daten bis 2016/17 zurück vor. Die Auswertungen zum Verkehrsertrag basieren auf 32 Unternehmen, jene zum Gastronomieertrag auf 23 Unternehmen. Der Beherbergungsertrag ist im Gastronomieertrag inkludiert.

«Am deutlichsten hinter dem Fünfjahresdurchschnitt liegen die internationalen Gebiete von Samnaun (Ischgl) und Zermatt (Cervinia), welche unter der Schliessung ihres grenzüberschreitenden Partners litten.»

«Einige Unternehmen haben gegenüber 2016/17 neue Gastronomie- und Beherbergungsangebote geschaffen.»

Tab. 2: Ertrag 2020/21: Abweichung zum Jahr 2016/17

	Gastronomieertrag	Verkehrsertrag
Mittelwert	8.1%	9.8%
Minimum	-80.9%	-68.4%
1. Quartil	-42.1%	-2.2%
Median	-17.4%	7.0%
3. Quartil	4.9%	16.4%
Maximum	623.7%	63.5%

Quelle: Berechnungen IFZ Zug; Nicht für alle ausgewerteten Bahnen liegen Daten bis 2016/17 zurück vor. Die Auswertungen zum Verkehrsertrag basieren auf 32 Unternehmen, jene zum Gastronomieertrag auf 23 Unternehmen. Der Beherbergungsertrag ist im Gastronomieertrag inkludiert.

2.1.2 EBITDA

In zwei Drittel der Fälle liegt das 2020/21er EBITDA unter dem Fünfjahresdurchschnitt 2014/15 bis 2018/19. Der Rückgang beträgt im Durchschnitt 32%. (Dabei sind nur jene Unternehmen mit einem rückläufigen EBITDA berücksichtigt.) Alle Bergbahnunternehmen erreichten im Jahr 2018/19 zusammen ein EBITDA von 194 Mio. CHF, 2019/20 von 167 Mio. CHF und 2020/21 von 138 Mio. CHF (minus 30% gegenüber 2018/19). Im schlechten Winter 2016/17 lag das gesamthafte EBITDA bei 158 Mio. CHF. Ursächlich für den Rückstand zum Jahr 2016/17 sind vor allem die schwachen Gastronomieerträge 2020/21 sowie die pandemiebedingten Zusatzkosten.

Am stärksten über dem Fünfjahresdurchschnitt liegen die Bergbahnunternehmen aus Disentis und Bergün. In Disentis sind nicht nur die guten Schneeverhältnisse in der Saison 2020/21 dafür ursächlich. Hauptverantwortlich ist die Aufnahme des Betriebs eines Ferienresorts. Von den grösseren Skigebieten fallen die Saastal Bergbahnen mit einem deutlich über dem Fünfjahresdurchschnitt liegenden EBITDA auf. Ursächlich dafür sind neben Kosteneinsparungen und einem starken Verkehrsertrag auch eine Ausweitung des Gastronomieangebots.

«Am stärksten über dem Fünfjahresdurchschnitt liegen die Bergbahnunternehmen aus Disentis und Bergün.»

Tab. 3: EBITDA: Abweichung vom Fünfjahresdurchschnitt und Marge

	EBITDA 2020/2021: Abweichung vom 5JØ (2014/15 - 2018/19)	EBITDA-Marge 2020/21
Mittelwert	11.4%	22.9%
1. Quartil	-31.9%	18.2%
Median	-9.9%	23.5%
3. Quartil	21.2%	28.3%
Maximum	363.1%	39.2%

Quelle: Berechnungen IFZ Zug; Die Auswertungen basieren auf 31 Unternehmen.

2.1.3 Jahresgewinne

Sämtliche 39 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.

Tabelle 4 zeigt, dass die Abschreibungen der Bergbahnunternehmen seit 2018/19 deutlich gesunken sind. Im Geschäftsjahr 2018/19 schreiben die 39 beobachteten Unternehmen 184 Mio. CHF ab, 2020/21 noch 139 Mio CHF. Die Reduktion der Abschreibungen konnte jedoch nicht verhindern, dass die Mehrheit der Bergbahnen Verluste schreiben musste. Alle 39 analysierten Unternehmen erreichten 2020/21 zusammen einen Jahresverlust von fast 10 Mio. CHF. Tabelle 4 zeigt, wie viele Bergbahnunternehmen in den letzten drei Jahren Verluste schrieben. Für das Geschäftsjahr 2018/19 lag der Anteil bei 12.8%. Für das Jahr 2020/21 weisen zwei Drittel einen Jahresverlust aus. Weitere rund 13% erreichten einen Jahresgewinn von weniger als 10'000 CHF. Somit kann festgehalten werden, dass rund 80% der beobachteten Bergbahnunternehmen einen Verlust oder nur einen sehr geringen Gewinn erreichten. Zu den Unternehmen mit einem positiven Jahresgewinn gehören auch einige vor allem kleinere Unternehmen mit eher «alten» Infrastruktur. Falls die Anlagen noch zukunftsfähig sind und die Abschreibungen auf tiefem Niveau gehalten werden können, sind die Zahlen aussagekräftig. Falls jedoch ein Investitionsstau besteht, werden die Abschreibungen zukünftig ansteigen und der Ausweis eines Gewinns damit deutlich schwieriger.

Tab. 4: Jahresgewinne 2018/19 bis 2020/21

	2020/21	2019/20	2018/19
Jahresgewinn (alle Bergbahnunternehmen) in TCHF	-9'551	3'495	11'889
Anteil mit einem Jahresverlust	66.7%	28.2%	12.8%
Anteil mit einem Jahresgewinn < CHF 10'000	79.5%	48.7%	35.9%
Abschreibungen (alle Bergbahnunternehmen) in TCHF	139'369	154'693	183'645
Anteil mit tieferen Abschreibungen gegenüber Vorjahr	51.3%	59.0%	15.4%

Quelle: Berechnungen IFZ Zug

2.1.4 Kapitalrentabilität

Tabelle 5 zeigt die Kapitalrenditen der analysierten Unternehmen. Für das Jahr 2020/21 liegt der Median bei 2.3%. Die schlechtere Hälfte weist somit eine (deutlich) ungenügende Kapitalrendite auf. Es ist davon auszugehen, dass diese Kapitalrendite nicht zu einer eigenständigen Finanzierung der Ersatzinvestitionen ausreichen wird. Es gilt dabei zu berücksichtigen, dass insbesondere die Bergbahnunternehmen mit eigenen Gastronomiebetrieben schwer unter der Corona-Pandemie gelitten haben und die Kapitalrendite des Jahres 2020/21 daher nicht als repräsentativ für die Zukunft zu betrachten ist. Im Verkehrsgeschäft hingegen können in den nächsten Jahren auch ohne Corona noch schlechtere Ergebnisse resultieren. Dies gilt insbesondere für die als wenig schneesicher geltenden Skigebiete. In der letztjährigen Studie lag der Median mit 2.6% noch

«Die Reduktion der Abschreibungen konnte jedoch nicht verhindern, dass die Mehrheit der Bergbahnen Verluste schreiben musste.»

«Es gilt dabei zu berücksichtigen, dass insbesondere die Bergbahnunternehmen mit eigenen Gastronomiebetrieben schwer unter der Corona-Pandemie gelitten haben.»

etwas höher als 2020/21. Bei 2.6% liegt auch gerade die auf Basis des aktuellen Fünfjahresdurchschnitts berechnete Kapitalrendite. Noch besser ist der auf Basis des Vor-Corona-Fünfjahresdurchschnitts berechnete Medianwert (3.0%).

Das «beste» Viertel weist 2020/21 Kapitalrenditen zwischen 3.0% und 6.3% auf (Fünfjahresdurchschnitt: 3.3% bis 5.2%). Diese Unternehmen dürften über eine genügende bis gute Fähigkeit zur Finanzierung von Investitionen aus eigener Kraft haben. Im «zweitbesten» Viertel mit einer Kapitalrendite von 2.3% bis 3.0% (Fünfjahresdurchschnitt 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.

Tab. 5: Kapitalrendite gemessen als EBITDA/Anschaffungswerte der Anlagen

	EBITDA (2020/21) / AW Anlagen	EBITDA (5JØ 2016/17 - 2020/21) / AW Anlagen	EBITDA (5JØ 2014/15 - 2018/19) / AW Anlagen
Mittelwert	2.5%	2.8%	2.9%
Minimum	-0.8%	0.7%	0.3%
1. Quartil	1.8%	1.9%	2.2%
Median	2.3%	2.6%	3.0%
3. Quartil	3.0%	3.3%	3.5%
Maximum	6.3%	5.2%	4.9%

Quelle: Berechnungen IFZ Zug; Nicht für alle Unternehmen sind Daten zu den Anschaffungswerten der Anlagen verfügbar. Die Stichprobe umfasst daher nur 32 Bergbahnunternehmen. Für weitere fünf Unternehmen liegen keine ausreichend lange Datenreihen vor. Den Auswertungen auf Basis des Vor-Corona-Fünfjahresdurchschnitts 2014/15 bis 2018/19 liegen daher nur 27 Unternehmen zugrunde. Wenn nur drei bzw. vier Jahre verfügbar sind, entspricht der Durchschnitt einem Dreijahres- bzw. Vierjahres-Durchschnitt.

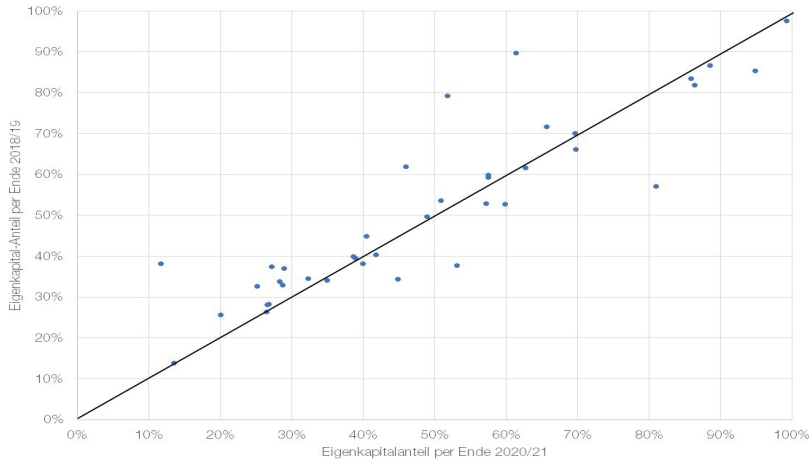
Die höchste Kapitalrendite für das Jahr 2020/21 erreichen wie schon im Vorjahr die Bivio Sportbahnen (6.3%). Das «nur» aus Skiliften bestehende Kleinunternehmen erreicht das höchste EBITDA relativ zum Infrastrukturwert. Unter den besten zehn befinden sich einige mit über die letzten Jahre konstant guten Renditen wie etwa die Brunni Bahnen Engelberg, die Davos Klosters Bergbahnen oder die Weisse Arena Gruppe. Deutlich verbessern konnten sich die Saastal Bergbahnen, welche 2020/21 eine Rendite von 4% erreichen, was dem höchsten Wert seit neun Jahren entspricht.

2.1.5 Finanzierung

Knapp 60% der analysierten Bergbahnunternehmen weisen per Ende 2020/21 einen geringeren Eigenkapitalanteil aus im Vergleich zu vor zwei Jahren. Diesen Unternehmen entsprechen die Datenpunkte über der diagonalen Linie in Abbildung 1. Im Durchschnitt ist der Eigenkapitalanteil um zwei Prozentpunkte gefallen. Die grössten Rückgänge des Eigenkapitalanteils resultieren in Samnaun, Rinerhorn und Grimentz/Zinal. Am stärksten gewachsen ist der Eigenkapitalanteil bei den Saastal Bahnen und den Sportbahnen Bellwald. Bei letzterem Unternehmen hat eine Aktienkapitalerhöhung mit zur Stärkung der Eigenkapitalbasis geholfen.

«Unter den besten zehn befinden sich einige mit über die letzten Jahre konstant guten Renditen wie etwa die Brunni Bahnen Engelberg, die Davos Klosters Bergbahnen oder die Weisse Arena Gruppe.»

Abb. 1: Eigenkapitalanteil 2018/19 & 2020/21



Quelle: Berechnungen IFZ Zug; N = 39. Der Eigenkapitalanteil ist wie folgt berechnet: $\text{Eigenkapital} / (\text{Eigenkapital} + \text{rückzahlbares Fremdkapital})$.

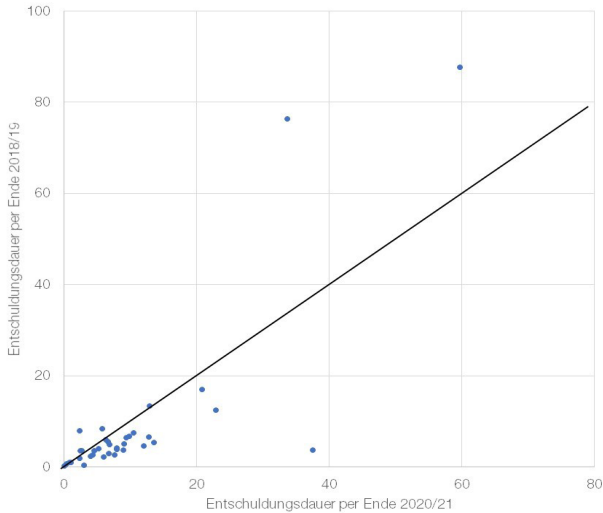
Das rückzahlbare Fremdkapital ist für die Stichprobe seit 2018/19 um rund 90 Mio. CHF angestiegen. Mehr als die Hälfte davon fällt auf die Zermatt Bergbahnen und die RM Val d'Anniviers (Grimentz & Zinal). Die Mehrheit der analysierten Bergbahnunternehmen (56%) hat das rückzahlbare Fremdkapital allerdings über die letzten beiden Jahre reduziert.

Rund 40% der Wintersportbahnen haben einen «Covid-Kredit» aufgenommen. (Es ist nicht ausgeschlossen, dass weitere Unternehmen ebenfalls einen Covid-Kredit aufgenommen haben, dies jedoch aus der Jahresrechnung nicht ersichtlich ist.) Median und Durchschnitt der Kredithöhe liegen bei 500'000 CHF bzw. 636'000 CHF. In zwei Fällen ist die genaue Covid-Kredithöhe aus dem Geschäftsbericht nicht genau zu ermitteln. Drei Bergbahnunternehmen haben mehr als 500'000 CHF aufgenommen. Höchst- und Tiefstwert liegen bei 3.2 Mio. CHF bzw. bei 50'000 CHF. Relativ zum gesamten rückzahlbaren Fremdkapital haben die Covid-Kredite eine geringe Bedeutung. Im Durchschnitt macht der Covid-Kredit 10% des gesamten rückzahlbaren Fremdkapitals aus. Der Median liegt allerdings nur bei 4%. Der höchste Wert ist 93%, der zweithöchste Wert nur noch 15%. Sowohl eher grosse Bergbahnunternehmen (z.B. Lenzerheide, Crans Montana) als auch eher kleine (z.B. Bergün, Flüelen Eggberge) haben Covid-Kredite aufgenommen. Auch bezüglich Kapitalrentabilität weisen die Covid-Kreditnehmer eine weite Bandbreite auf. Renditestarke Unternehmen wie etwa die Brunni Bahnen Engelberg (die Brunni Bahnen Engelberg haben den Covid-Kredit per Ende 2020/21 bereits wieder zurückbezahlt.) sind ebenso in der Gruppe der Covid-Kreditnehmer wie «Sorgenkinder» (z.B. Klewenalp, Rotenflue).

Abbildung 2 zeigt die Entschuldungsdauer per Ende 2018/19 und 2020/21. Für Unternehmen mit Datenpunkten unter der diagonalen Linie hat die Entschuldungsdauer zugenommen. Für rund 70% der beobachteten Unternehmen ist dies der Fall. Im Median hat die Entschuldungsdauer um 1.7 Jahre zugenommen. Hauptsächlich ist in der Mehrheit der Fälle das rückläufige EBITDA. Gegenüber dem aktuellen Fünfjahresdurchschnitt liegt die Entschuldungsdauer per Ende 2020/21 im Median 0.4 Jahre höher.

«Rund 40% der Wintersportbahnen haben einen «Covid-Kredit» aufgenommen.»

Abb. 2: Entschuldungsdauer 2018/19 & 2020/21



Quelle: Berechnungen IFZ Zug; Die Entschuldungsdauer ist wie folgt berechnet: Rückzahlbares Fremdkapital / EBITDA. Das rückzahlbare Fremdkapital umfasst neben den verzinslichen Verbindlichkeiten auch die nicht-verzinslichen, aber rückzahlbaren Verbindlichkeiten (z.B. NRP-Darlehen). Drei Bergbahnunternehmen weisen für das Jahr 2020/21 ein negatives EBITDA auf. Demzufolge ist auch die Entschuldungsdauer negativ. Die drei Fälle sind in der Abbildung nicht dargestellt.

Tabelle 6 zeigt die Entschuldungsdauer der analysierten Unternehmen, gemessen als Verhältnis von rückzahlbaren Schulden und EBITDA. Der Median der Entschuldungsdauern ist von 4 Jahre (2018/19) auf 6.7 Jahre (2020/21) angestiegen. In 70% der beobachteten Fälle verlängerte sich die Entschuldungsdauer. Auf Basis des aktuellen Fünfjahresdurchschnitts-EBITDA beträgt der Median 5.6 Jahre. Somit kann festgehalten werden, dass rund die Hälfte der analysierten Unternehmen eine «einigermaßen» normale Verschuldung trägt.

Tab. 6: Entschuldungsdauer und Eigenkapitalanteil

	Entschuldungs- dauer per Ende 2020/21	Entschuldungs- dauer per Ende 2018/19	Δ 2020/21 vs. 2018/19	Entschuldungs- dauer per Ende 2020/21 (EBITDA 5JØ)	EK-Anteil per Ende 2020/21	EK-Anteil per Ende 2018/19	Δ 2020/21 vs. 2018/19
Mittelwert	3.7	8.8	-5.0	9.4	49.3%	51.2%	-1.8%
Minimum	-188.4	-8.1	-190.6	0.0	11.7%	13.8%	-28.3%
1. Quartil	2.6	2.5	-0.1	3.3	28.9%	34.4%	-4.8%
Median	6.7	4.0	1.7	5.6	46.0%	44.8%	-0.6%
3. Quartil	10.2	6.6	4.0	10.1	62.1%	63.9%	1.9%
Maximum	59.7	87.5	33.9	54.4	99.2%	97.5%	24.0%

Quelle: Berechnungen IFZ Zug; Die Entschuldungsdauer ist wie folgt berechnet: Rückzahlbares Fremdkapital / EBITDA. Das rückzahlbare Fremdkapital umfasst neben den verzinslichen Verbindlichkeiten auch die nicht-verzinslichen, aber rückzahlbaren Verbindlichkeiten (z.B. NRP-Darlehen). Der Eigenkapitalanteil ist wie folgt berechnet: Eigenkapital / (Eigenkapital + rückzahlbares Fremdkapital).

2.2 Sommergeschäft 2020

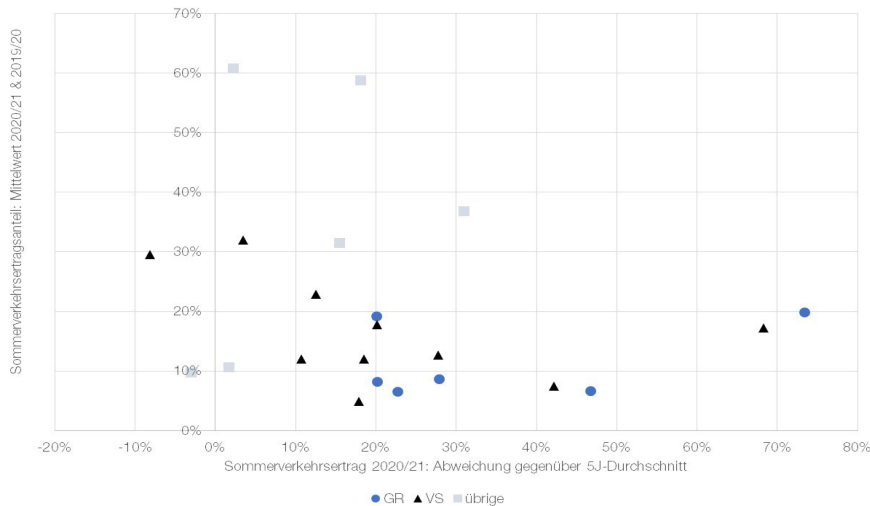
Der Sommer 2020 ist für die eher «wintersportlastigen» Bergbahnunternehmen sehr gut verlaufen. Insgesamt weisen von den 39 analysierten Unternehmen deren 23 im Geschäftsbericht einen Sommerverkehrsertrag aus. Im Durchschnitt liegt der Sommerertrag 2020 um 14% über dem Vorjahr und 22% über dem aktuellen Fünfjahresdurchschnitt. Die Unternehmen aus dem Kanton Graubünden

«Somit kann festgehalten werden, dass rund die Hälfte der analysierten Unternehmen eine «einigermaßen» normale Verschuldung trägt.»

«Im Durchschnitt liegt der Sommerertrag 2020 um 14% über dem Vorjahr und 22% über dem aktuellen Fünfjahresdurchschnitt.»

liegen im Durchschnitt sogar 35% über dem Fünfjahresdurchschnitt. Jene aus dem Kanton Wallis übertreffen den Fünfjahresdurchschnitt um 21%. Abbildung 3 zeigt auf der vertikalen Achse den Sommerverkehrsertrag 2020/21 im Vergleich zum Fünfjahresdurchschnitt. Auf der horizontalen Achse ist der Sommerverkehrs-ertragsanteil am gesamten Verkehrsertrag ersichtlich. Es fällt auf, dass die Bündner Datenpunkte in der Abbildung weit unten rechts sind. Dies deutet auf eine Kombination von geringem Sommerertragsanteil und hohem Wachstum hin. Die Walliser Bergbahnen befinden sich hingegen tendenziell etwas weiter links und etwas weiter oben. Das Sommergeschäft hat einen höheren Stellenwert, und das Wachstum ist etwas geringer. Die «übrigen» Bahnunternehmen, welche aus der Zentralschweiz, dem Berner Oberland und der Westschweiz stammen, fallen teilweise durch einen deutlich höheren Sommeranteil auf.

Abb. 3: Sommerverkehrsertragsanteil und -entwicklung



Quelle: Berechnungen IFZ Zug; N=23.

2.3 Dividenden und Aktienkurse

Von den analysierten Bergbahnen schütten einzig die Brunni Bahnen Engelberg eine Dividende für das Geschäftsjahr 2020/21 aus. Die Brunni Bahnen haben 2020/21 das dritthöchste EBITDA ihrer Geschichte erwirtschaftet. Von den übrigen in Tabelle 7 aufgeführten Unternehmen hat einzig die Weisse Arena Gruppe einen positiven Jahresgewinn 2020/21 ausgewiesen. Die Aktie der Weissen Arena Gruppe ist auch die einzige, deren Aktienkurs nahe am Höchstkurs liegt. Neben den konstant guten Ergebnissen und der hohen Innovationskraft kann auch das Aktionärsprogramm, welches Aktionären mit mehr als 75 Aktien Sachvorteile gewährt, dafür mitverantwortlich sein.

«Die Brunni Bahnen haben 2020/21 das dritthöchste EBITDA ihrer Geschichte erwirtschaftet.»

Tab. 7: Kennzahlen zur Aktienbewertung

	Aktienkurs- entwicklung ggüber Ende 2019	Aktienkurs- entwicklung ggüber Höchstkurs	EV / EBITDA (5JØ)	Dividende	Dividenden- rendite	Dividenden- rendite mit 2019er Dividende
Zermatt Bergbahnen	-0.6%	-48.9%	16.1	0	0.0%	0.7%
Altsch Bahnen	14.9%	-17.9%	6.9	0	0.0%	1.6%
Davos Klosters Bergbahnen	-9.4%	-15.1%	6.0	0	0.0%	1.5%
Arosa Bergbahnen	2.6%	-53.5%	6.5	0	0.0%	2.2%
Lenzerheide Bergbahnen	-21.8%	-58.1%	8.7	0	0.0%	0.0%
Weisse Arena	33.9%	-0.6%	9.2	0	0.0%	2.4%
Brunni Bahnen	12.5%	-23.9%	12.6	25	1.1%	1.1%
Durchschnitt	3.3%	-31.1%	8.9		0.2%	1.4%

Quelle: Berechnungen IFZ Zug; In der Tabelle sind Aktien mit einem «einigermassen» liquiden OTC-Handel aufgeführt. Zudem noch die Aktien der Brunni Bahnen Engelberg, welche ihren Aktionären für das Geschäftsjahr 2020 eine Dividende ausgeschüttet haben. Der Enterprise Value entspricht der Summe von Marktkapitalisierung (des Eigenkapitals) und dem rückzahlbaren Fremdkapital. Bei den am OTC-Markt gehandelten Aktien wurde der aktuelle Kurs als Durchschnitt der fünf zuletzt bezahlten Kurse vor dem 18. November 2021 erhoben. Der Aktienkurs per Ende 2019 entspricht dem Durchschnitt der fünf zuletzt bezahlten Kurse vor dem 31. Dezember 2021. Für die Berechnung der Dividendenrendite auf Basis der 2019er Dividende wurde die Sonderausschüttung der Davos Klosters Bergbahnen nicht berücksichtigt. Mit Sonderdividende wäre die Dividendenrendite 4.3%.

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. 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 sind bzw. weniger oft gehandelt werden als die erwähnten. Alles in allem handelt es sich vorwiegend um Liebhaberaktien.

2.4 Ausblick (Stand 13. November 2021)

Der Wintereinbruch per Ende November kommt für die Bergbahnen gerade rechtzeitig im Hinblick auf das wichtige Weihnachtsgeschäft. Wäre da nicht die Corona-Pandemie, könnte man sehr zuversichtlich auf die kommende Wintersaison blicken. Aufgrund der epidemiologischen Lage und der teilweise sehr unberechenbaren politischen Entscheidungen (im Ausland und im Inland) besteht hingegen eine hohe Unsicherheit. Von einem reibungslosen Saisonverlauf, über Beschränkungen wie 2G, 3G, usw. bis hin zu einer kompletten Schliessung ist wohl mit allem zu rechnen. Für Zuversicht sorgt, dass die Schweizer Wintersaison 2020/21 weitgehend ohne Komplikationen verlaufen ist. Dies lässt vermuten, dass die Maskenpflicht ein ausreichendes und effektives Schutzmittel darstellt. Die Saison 2020/21 zeigte auch, dass die Schweizer trotz Corona grosse Lust auf Wintersport haben. Umso wichtiger ist es für die Seilbahnen, dass der Zugang zu den Bahnen möglichst unbeschränkt erfolgt. In der Gastronomie gelten ohnehin die national üblichen Zertifikatspflichten.

«Über die letzten zwölf Monate bewegen sich die Aktien der Bergbahnen Zermatt und der Weissen Arena in den üblichen Schwankungsbreiten mit eher positiver Tendenz.»

«Für Zuversicht sorgt, dass die Schweizer Wintersaison 2020/21 weitgehend ohne Komplikationen verlaufen ist.»

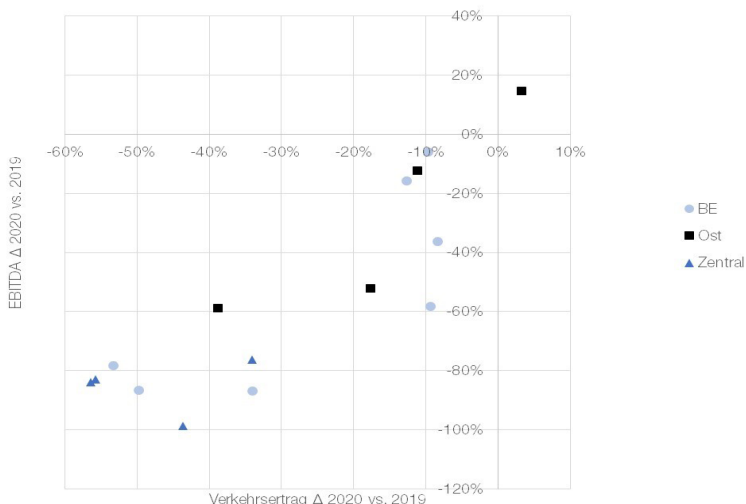
3. Ausflugsbergbahnen

3.1 Finanzsituation 2020

3.1.1 Ertragskraft

Die Corona-Pandemie hat die Finanzkraft einiger Ausflugsbergbahnen stark beeinträchtigt. Eine Auswertung von 15 Ausflugsbergbahnen zeigt, dass der Verkehrsertrag von rund 320 Mio. CHF (2019) auf rund 164 Mio. CHF gefallen ist. Dies entspricht praktisch einer Halbierung. Ohne die «grossen» Jungfrau- und Titlisbahnen beträgt der Rückgang des Verkehrsertrags 37%. Im Durchschnitt haben die 15 Bahnunternehmen einen Rückgang um 29% verzeichnet. Das EBITDA der 15 Ausflugsbergbahnen ist im gleichen Zeitraum von 176 Mio. CHF auf CHF 40 Mio. gefallen. Abbildung 4 veranschaulicht die Veränderungsraten von Verkehrsertrag und EBITDA. Es zeigt sich dabei, dass die Zentralschweizer und einige Berner Oberländer Ausflugsbergbahnen deutlich stärker unter der Corona-Pandemie leiden als die Ostschweizer Ausflugsbergbahnen. Diese unterschiedliche Betroffenheit ist mit dem Einbruch der interkontinentalen (v.a. asiatischen) Reisemärkte begründet. Verkehrsertrag und EBITDA steigern konnte mit der Sântisbahn nur eines der analysierten Unternehmen. Dass dies trotz des schönen Sommerwetters nicht weiteren Ostschweizer Ausflugsunternehmen gelungen ist, dürfte zum einen mit dem Lockdown im Frühjahr 2020 und zum anderen mit dem frühen Wintereinbruch im Oktober begründet sein.

Abb. 4: Veränderung von Verkehrsertrag und EBITDA 2020 vs. 2019

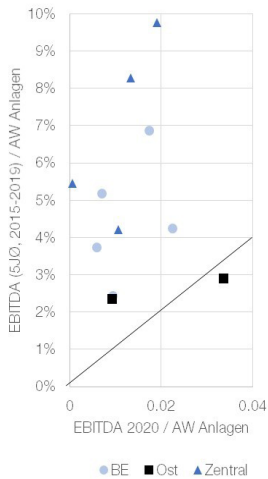


Quelle: Berechnungen IFZ Zug; N=15. Für die Bergbahnen Engelberg Titlis bedeutet 2020 = 2019/2020 (Abschluss im Herbst 2020). Die übrigen Unternehmen schliessen das Rechnungsjahr per Ende Dezember.

Auch die Kapitalrentabilität einiger Ausflugsbergbahnen hat sich massiv verschlechtert. Abbildung 5 zeigt die Kapitalrentabilität für das Jahr 2020 (horizontal) und im Fünfjahresdurchschnitt 2015 bis 2019 (vertikal). Auch in dieser Auswertung zeigt sich die sehr starke Betroffenheit der Zentralschweiz. Die Pilatus- und Titlisbahnen erreichten im Fünfjahresdurchschnitt (2015-2019) hervorragende Werte von mehr als 8%. Im Jahr 2020 ist die Kapitalrendite unter 2% gefallen. Besser im Vergleich zum Fünfjahresdurchschnitt schneidet 2020 nur die Sântisbahn ab.

«Im Durchschnitt haben die 15 Bahnunternehmen einen Rückgang um 29% vom Verkehrsertrag verzeichnet.»

Abb. 5: Kapitalrentabilität als EBITDA / Anschaffungswerte der Anlagen



Quelle: Berechnungen IFZ Zug; Für die Bergbahnen Engelberg Titlis bedeutet 2020 = 2019/2020 (Abschluss im Herbst 2020). Die übrigen Unternehmen schliessen das Rechnungsjahr per Ende Dezember. Zwei Unternehmen publizieren keine Daten zu den Anschaffungswerten ihrer Anlagen. Für zwei weitere Unternehmen werden die Daten erst seit drei Jahren erhoben. Ein Fünfjahresdurchschnitt ist daher nicht verfügbar. Aus diesen beiden Gründen sind in der Abbildung nur 11 Ausflugsbergbahnen dargestellt..

Drei Unternehmen haben 2020 über zehn Millionen an EBITDA verloren, weitere vier zwischen einer und zehn Millionen. Insgesamt fehlen den Ausflugsbergbahnen gegenüber dem Vorjahr 136 Mio. CHF zum Investieren. Unter Ausklammerung der Jungfraubahnen beträgt das Minus 56 Mio. CHF. Im Jahr 2020 hat sich die Corona-Pandemie noch nicht deutlich auf die Investitionstätigkeit ausgewirkt. Die 15 analysierten Ausflugsbergbahnen haben 2020 insgesamt 170 Mio. CHF investiert. Davon entfallen 117 Mio. CHF (69%) auf die Jungfraubahnen. Die anderen Ausflugsbergbahnen investierten demzufolge 53 Mio. CHF. Der Mittelwert der Investitionen (exkl. Jungfraubahnen) über die letzten 12 Jahre liegt bei 52 Mio. CHF. Die 2020er Investitionen liegen damit im langjährigen Durchschnitt. Dass die Investitionstätigkeit 2020 nicht stärker zurückgegangen ist, hängt auch damit zusammen, dass sich einige Unternehmen in bereits geplanten mehrjährigen Investitionsprojekten (z.B. V-Bahn in Grindelwald, Rollmaterialbeschaffung Rigi und Pilatus) befinden.

Tab. 8: Kapitalrendite gemessen als EBITDA / AW-Anlagen

	EBITDA (2020) / AW Anlagen	EBITDA (5JØ 2016-2020) / AW Anlagen	EBITDA (5JØ 2015 - 2019) / AW Anlagen
Mittelwert	1.5%	4.1%	5.0%
Minimum	0.1%	1.7%	2.4%
Median	1.4%	3.7%	4.6%
Maximum	3.4%	8.7%	9.8%

Quelle: Berechnungen IFZ Zug; Für die Bergbahnen Engelberg Titlis bedeutet 2020 = 2019/2020 (Abschluss im Herbst 2020). Die übrigen Unternehmen schliessen das Rechnungsjahr per Ende Dezember. Zwei Unternehmen publizieren keine Daten zu den Anschaffungswerten ihrer Anlagen. Für zwei weitere Unternehmen werden die Daten erst seit drei Jahren erhoben. Ein Fünfjahresdurchschnitt ist daher nicht verfügbar. Aus diesen beiden Gründen basieren die Auswertungen nur auf 11 Bergbahnunternehmen.

«Insgesamt fehlen den Ausflugsbergbahnen gegenüber dem Vorjahr CHF 136 Mio. zum Investieren.»

Inwieweit die Corona-Pandemie die Investitionsfähigkeit der Seilbahnunternehmen mittelfristig beeinträchtigt, ist schwierig abzuschätzen. Der weitere Verlauf der Pandemie, die Massnahmen der Regierungen und das Reiseverhalten der potenziellen Gäste sind schwierig vorherzusehen. Es ist eher nicht davon auszugehen, dass die Reiselust nachhaltig geschädigt bleiben wird. Tabelle 9 zeigt mögliche Szenarien für die Entwicklung der Kapitalrentabilität und damit auch der Investitionsfähigkeit am Beispiel der Pilatus-Bahnen. Gerechnet auf die zukünftigen Anschaffungswerte der Anlagen lässt sich für das Jahr 2020 eine Rendite von 1.4% berechnen. Mit dem EBITDA-Durchschnitt der Jahre 2017 bis 2019 beträgt die Rendite 8.3%, im Durchschnitt der Jahre 2014 bis 2016 5.5% und im Durchschnitt der Jahre 2011 bis 2013 4.4%. Gelingt den Pilatus-Bahnen eine Rückkehr auf das EBITDA-Niveau von 2014 bis 2016, resultiert eine im Branchenvergleich sehr gute Kapitalrendite, welche eine grösstenteils eigenständige Finanzierung von Investitionen ermöglicht. Selbst wenn mittelfristig «nur» das 2011er bis 2013er Niveau erreicht wird, wäre die Kapitalrendite im Branchenvergleich immer noch genügend bis gut einzuschätzen.

Im unteren Teil von Tabelle 9 sind einige «eher vorsichtige» Zukunftsszenarien abgebildet. Angenommen, die Jahre 2021 und 2022 wären EBITDA-mässig wie 2020 und die Jahre 2023 bis 2025 wie im Durchschnitt 2011 bis 2013, würde die Kapitalrendite im Fünfjahresdurchschnitt 3.2% betragen. Im Vergleich zu vielen wintersportlastigen Bergbahnunternehmen wäre dies zwar ein überdurchschnittlicher Wert, doch für eine eigenständige zukünftige Finanzierung würde dies nicht reichen. Eine kontinuierliche Erholung auf das Niveau von 2017 bis 2019 (Szenario in der Spalte ganz rechts in Tabelle 9) würde hingegen bereits in der kommenden Fünfjahresperiode zu einer sehr guten Rentabilität führen.

Tab. 9: Szenarien Entwicklung Kapitalrentabilität am Beispiel der Pilatus-Bahnen

in Mio. CHF	2020	Ø 2017 - 2019	Ø 2014 - 2016	Ø 2011 - 2013
EBITDA	2.2	13.3	8.8	7.1
EBITDA / AW Anlagen	1.4%	8.3%	5.5%	4.4%

Fünfjahresprognose-Szenarien	2*2020; 3*Ø2011-2013	1*2020; 4*Ø2011-2013	1*2020; 2*Ø2011-2013; 2*Ø2014-2016	1*2020; 1*Ø2011-2013; 1*Ø2014-2016; 2*2017-19
EBITDA	5.14	6.12	6.8	8.94
EBITDA / AW Anlagen	3.2%	3.8%	4.3%	5.6%

Quelle: Berechnungen IFZ Zug; Es wird angenommen, dass die Anschaffungswerte der Anlagen durch die geplanten Investitionen von CHF 120 Mio. (Ende 2020) auf CHF 160 Mio. ansteigen. Die Bezeichnung «1*2020; 2*Ø2011-2013; 2*Ø2014-2016» bedeutet, dass in diesem Szenario erwartet wird, dass in den nächsten fünf Jahren (2021 bis 2025) einmal ein EBITDA wie 2020, zweimal ein EBITDA wie im Durchschnitt 2011-2013 und zweimal ein EBITDA wie im Durchschnitt 2014-2016 realisiert wird.

Es ist davon auszugehen, dass für die Titlis-, Jungfrau, Schilthorn- und Rigibahnen ähnliche Überlegungen gelten wie für die Pilatus-Bahnen. Alle sind für die Rückkehr zur Ertragskraft der letzten Jahre auf eine Erholung der internationalen Reisemärkte angewiesen. Dass sich die Märkte erholen, ist wahrscheinlich. Unbekannt ist jedoch die Geschwindigkeit.

«Es ist eher nicht davon auszugehen, dass die Reiselust nachhaltig geschädigt bleiben wird.»

«Alle sind für die Rückkehr zur Ertragskraft der letzten Jahre auf eine Erholung der internationalen Reisemärkte angewiesen.»

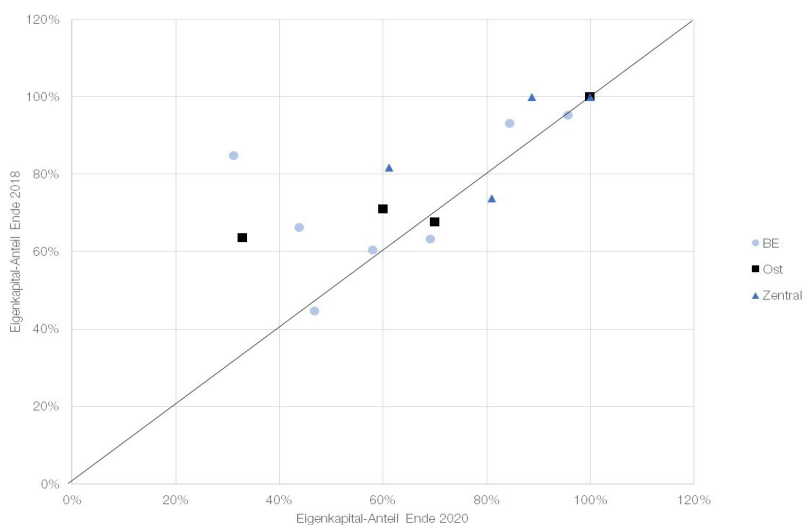
3.1.2 Finanzierung

Per Ende 2020 wiesen die 15 analysierten Ausflugsbergbahnen zusammen ein «rückzahlbares» Fremdkapital von 221 Mio. CHF. aus, wovon 109 Mio. CHF auf die Jungfraubahnen fallen. (Das «rückzahlbare» Fremdkapital umfasst einerseits das verzinsliche Fremdkapital und andererseits nichtverzinsliche aber rückzahlbare Schulden wie etwa NRP-Darlehen.) Über die letzten Jahre ist das rückzahlbare Fremdkapital um rund 120 Mio. CHF, ohne Jungfraubahnen um 53 Mio. CHF angestiegen. Abbildung 6 zeigt den Eigenkapitalanteil per Ende 2020 und per Ende 2018. Unternehmen mit Datenpunkten unter der diagonalen Linie konnten den Eigenkapitalanteil erhöhen. Diese Datenpunkte stellen die Rigi-Bahnen, die Schilthornbahn, die LSB Kandersteg Sunnebuel sowie die Säntisbahn dar. Mit einer Ausnahme weisen sämtliche Ausflugsbergbahnen ein Eigenkapital von mindestens 60% aus. In einigen Fällen dürfte der EK-Anteil aufgrund stiller Reserven effektiv noch höher ausfallen. Ohne rückzahlbares Fremdkapital stehen per Ende 2020 die Pilatus-Bahnen und die LSB Ebenalp da. Auch die stark unter der Corona-Pandemie leidenden Jungfrau- und Titlisbahnen weisen ein hohes Eigenkapital von 84% bzw. 89% aus. Dass viele Ausflugsbergbahnen die erfolgreichen Jahre vor Ausbruch der Corona-Pandemie zum Schuldenabbau benutzt haben, zahlt sich nun aus. Der aufgrund der teilweise fast vollständig ausgefallenen Cashflows angefallene Kapitalbedarf kann bzw. konnte bis jetzt mit verzinslichem Fremdkapital gedeckt werden, ohne dass der Verschuldungsgrad massiv ansteigt. Einen Covid-Kredit haben «nur» 5 der 15 analysierten Ausflugsbergbahnen aufgenommen. Die entsprechenden Covid-Kreditsummen betragen zwischen 170'000 CHF und 7.59 Mio. CHF. (Es ist nicht ganz ausgeschlossen, dass ein weiteres Unternehmen einen Covid-Kredit aufgenommen hat und diesen ohne detaillierte Angaben in der Position «übrige langfristige Verbindlichkeiten» hält.) Nur in einem Fall liegt die Kredithöhe über 0.5 Mio. CHF.

«Mit einer Ausnahme weisen sämtliche Ausflugsbergbahnen ein Eigenkapital von mindestens 60% aus.»

«Einen Covid-Kredit haben «nur» 5 der 15 analysierten Ausflugsbergbahnen aufgenommen.»

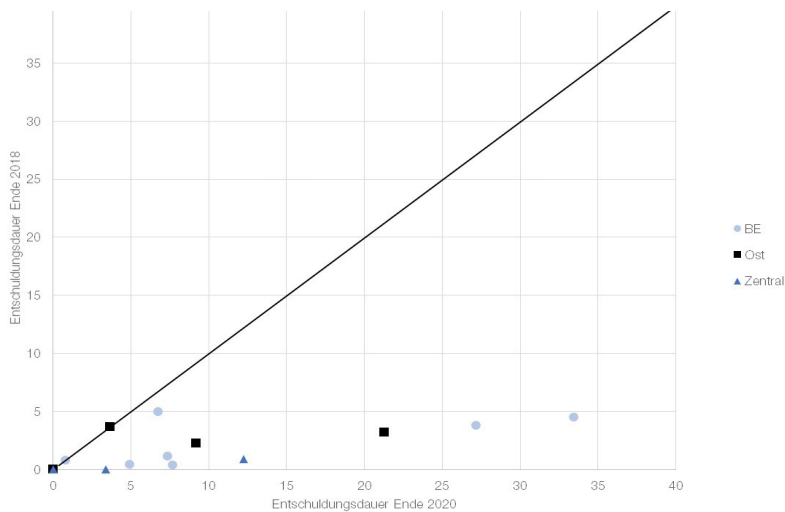
Abb. 6: Eigenkapitalanteil 2018 & 2020



Quelle: Berechnungen IFZ Zug; Für die Bergbahnen Engelberg Titlis bedeutet 2020 = 2019/2020 (Abschluss im Herbst 2020). Die übrigen Unternehmen schliessen das Rechnungsjahr per Ende Dezember. Der Eigenkapitalanteil ist wie folgt berechnet: $\text{Eigenkapital} / (\text{Eigenkapital} + \text{rückzahlbares Fremdkapital})$.

Die Entschuldungsdauer, gemessen als «rückzahlbares Fremdkapital / EBITDA» hat für einige Unternehmen massiv zugelegt. Dies liegt teilweise daran, dass die Verschuldung etwas angestiegen ist. Der wichtigere Grund ist allerdings das rückläufige EBITDA. Im Durchschnitt ist die Entschuldungsdauer um 14 Jahre angestiegen. Mit dem 2020er «Pandemie-EBITDA» lässt sich für sechs Unternehmen ein «OK-Wert» von weniger als fünf berechnen. Zwei Jahre zuvor lagen noch alle 15 analysierten Ausflugsbergbahnen unter einem Wert von fünf.

Abb. 7: Entschuldungsdauer 2018 & 2020



Quelle: Berechnungen IFZ Zug; Für die Bergbahnen Engelberg Tittlis bedeutet 2020 = 2019/2020 (Abschluss im Herbst 2020). Die übrigen Unternehmen schliessen das Rechnungsjahr per Ende Dezember. Die Entschuldungsdauer ist wie folgt berechnet: Rückzahlbares Fremdkapital / EBITDA. Das rückzahlbare Fremdkapital umfasst neben den verzinslichen Verbindlichkeiten auch die nichtverzinslichen, aber rückzahlbaren Verbindlichkeiten (z.B. NRP-Darlehen). In einem Fall liegt die Entschuldungsdauer 2020 bei 100 Jahren. Dieser Fall ist aus Darstellungsgründen in der Grafik nicht abgebildet.

Tab. 10: Entschuldungsdauer und Eigenkapitalanteil

	Entschuldungsdauer per Ende 2020	Entschuldungsdauer per Ende 2018	Δ 2020 vs. 2018	EK-Anteil per Ende 2020	EK-Anteil per Ende 2018	Δ 2020 vs. 2018
Mittelwert	15.9	1.8	14.0	68.2%	77.7%	-9.4%
Minimum	0.0	0.0	0.0	31.3%	44.5%	-53.5%
Median	7.4	1.1	6.3	69.2%	73.8%	-2.3%
Maximum	100.0	4.9	98.5	100.0%	100.0%	7.2%

Quelle: Berechnungen IFZ Zug; Die Entschuldungsdauer ist wie folgt berechnet: Rückzahlbares Fremdkapital / EBITDA. Das rückzahlbare Fremdkapital umfasst neben den verzinslichen Verbindlichkeiten auch die nichtverzinslichen, aber rückzahlbaren Verbindlichkeiten (z.B. NRP-Darlehen). Der Eigenkapitalanteil ist wie folgt berechnet: Eigenkapital / (Eigenkapital + rückzahlbares Fremdkapital).

3.2 Sommer 2021

Per Ende September 2021 liegen die Ersteintritte schweizweit 27% hinter dem Jahr 2019 zurück. Für die Verkehrserträge resultiert ein Minus von 30%. Damit liegen Ersteintritte und Verkehrsertrag in etwa auf dem Niveau von 2020. Im Jahr 2020 lagen die Ersteintritte per Ende September 29% hinter dem Jahr 2019 zurück. Dass die durch den Lockdown geprägte 2020er Sommersaison nicht deutlich übertroffen werden konnte, ist wohl in erster Linie dem verregneten

«Per Ende September 2021 liegen die Ersteintritte schweizweit 27% hinter dem Jahr 2019 zurück.»

Juliwetter geschuldet. An Ersteintritten deutlich zulegen konnten das Tessin und der Kanton Graubünden. Die grössten Verluste verzeichneten wie bereits 2020 das Berner Oberland sowie die Zentralschweiz. In der Ostschweiz und im Wallis resultierten geringere Rückgänge.

3.3 Dividenden und Aktienkurse

Die renditestarken Ausflugsbergbahnen haben bis 2019 regelmässig Dividenden ausgeschüttet. Bereits im Jahr 2020 verzichteten die Schilthornbahn, die Jungfraubahnen und die LSB Wengen-Männlichen für das Geschäftsjahr 2019 auf die Ausschüttung einer Dividende. 2021 schütten nun auch die Niesen-, Pilatus-, Rigi- und Titlisbahnen keine Dividende mehr aus. Für das Geschäftsjahr 2020 ist die LSB Ebenalp damit noch die einzige der analysierten Ausflugsbergbahnen, die an ihre Aktionäre Dividenden ausschüttet. Tabelle 11 zeigt einige Kennzahlen zur Aktienbewertung. Im Durchschnitt liegen die Aktienkurse per 10. November 2021 16% unter dem Niveau von Ende 2019. Gegenüber den Höchstkursen beträgt das Minus sogar 27%. Am besten gehalten haben sich die Aktien der Jungfraubahn-Gruppe, der Pilatus-Bahnen und der Säntis-Schwebbahn. Die Schilthorn- und die Titlisbahnen haben am meisten verloren. Dies könnte zumindest teilweise daran liegen, dass die beiden sehr grosse Investitionsvorhaben (Titlis 3020 und Schilthorn 20XX) planen. Die Jungfraubahn Gruppe hat das Grossprojekt V-Bahn hingegen abgeschlossen. Die Pilatus-Bahnen befinden sich ebenfalls in einem grossen Investitionsprojekt zur Beschaffung von neuem Rollmaterial. Die Investitionen werden allerdings grösstenteils aus bestehender Liquidität finanziert werden können. Relativ zum EBITDA (5JØ) sind die Aktien der Pilatus- und Titlisbahnen am günstigsten bewertet. Die Bewertungsdifferenz zur Jungfraubahn-Gruppe ist sehr deutlich. Der Markt traut der Jungfraubahn-Gruppe demzufolge eine raschere Rückkehr auf das Vorkrisen-Niveau zu. Die Höhe der Differenz ist allerdings etwas erstaunlich, da sämtliche Unternehmen für eine substanzielle Erholung auf die internationalen Reisemärkte angewiesen sind. Dies dürfte für die Titlis- und Jungfraubahnen sogar noch etwas in höherem Ausmass als für die Pilatus-Bahnen der Fall sein. Die hohe Bewertung der Säntis-Schwebbahn, welche seit Jahren auf die Ausschüttung einer Dividende verzichtet, dürfte vor allem Liebhabermotive als Gründe haben.

Tab. 11: Kennzahlen zur Aktienbewertung

	Aktienkurs- entwicklung ggüber Ende 2019	Aktienkurs- entwicklung ggüber Höchstkurs	Marktkapi- talisierung (TCHF)	Enterprise Value (TCHF)	EV / EBITDA (5JØ)	Dividenden- rendite mit 2019er Dividende	Dividenden- rendite mit 2015er Dividende
Jungfraubahn-Gruppe	-11.5%	-15.0%	854'244	963'496	12.7	1.9%	1.2%
Schilthorn Bahn	-28.8%	-40.2%	54'093	63'032	8.4	2.8%	2.6%
Säntis-Schwebbahn	3.9%	-29.1%	48'672	60'427	20.2	0.0%	0.0%
Pilatus-Bahnen	-9.3%	-13.0%	72'336	72'336	6.9	1.8%	0.9%
Bergbahnen Titlis Rotair	-34.5%	-47.8%	156'240	173'830	6.9	4.0%	2.6%
Rigi Bahnen	-12.8%	-19.5%	34'200	54'948	9.3	1.3%	0.0%
Durchschnitt	-15.5%	-27.4%	203'297	231'345	10.8	2.0%	1.2%

Quelle: Berechnungen IFZ Zug; Die Tabelle zeigt die zwei an der Börse kotierten Aktien der Jungfrau- und Titlisbahnen. Zudem sind die liquiden Aktien aus dem OTC-Markt aufgeführt. Der Enterprise Value entspricht der Summe von Marktkapitalisierung (des Eigenkapitals) und dem rückzahlbaren Fremdkapital. Bei den am OTC-Markt gehandelten Aktien wurde der aktuelle Kurs als Durchschnitt der fünf zuletzt bezahlten Kurse vor dem 10. November 2021 erhoben. Der Aktienkurs per Ende 2019 entspricht dem Durchschnitt der fünf zuletzt bezahlten Kurse vor dem 31. Dezember 2019.

«Die grössten Verluste verzeichneten wie bereits 2020 das Berner Oberland sowie die Zentralschweiz.»

«Am besten gehalten haben sich die Aktien der Jungfraubahn-Gruppe, der Pilatus-Bahnen und der Säntis-Schwebbahn.»

Wie bereits erwähnt, schütten aktuell keine der in Tabelle 11 aufgeführten Unternehmen Dividenden aus. Eine Rückkehr auf das 2019er Ausschüttungsniveau würde auf Basis der aktuellen Kurse im Durchschnitt zu einer Dividendenrendite von 2% führen. Die höchste Dividendenrendite (4%) wäre bei den Titlisbahnen in Aussicht. Die grossen anstehenden Investitionen könnten jedoch auf die zukünftigen Ausschüttungen drücken. Eine Erholung auf das Ausschüttungsniveau von 2015 würde im Durchschnitt zu einer Dividendenrendite von 1.2% führen. Die Titlisbahn- und Schilthornbahn-Aktie weisen bei unveränderter Ausschüttungshöhe in diesem Fall eine Rendite von 2.6% auf.

«Eine Rückkehr auf das 2019er Ausschüttungsniveau würde auf Basis der aktuellen Kurse im Durchschnitt zu einer Dividendenrendite von 2% führen.»

3.4 Ausblick (Stand 13. November 2021)

Ein Ausblick auf den Sommer 2022 ist schwierig. Im «Schweizer-Segment» spielt das Wetter eine äusserst wichtige Rolle. Wobei sich sicher sagen lässt, dass die Berge als Sommerferienziel klar in einem positiven Trend liegen. Die interkontinentalen Reisemärkte sind differenziert zu betrachten. Tabelle 12 zeigt, wie sich die Logiernächte in der Interlakner Hotellerie über die letzten drei Jahre entwickelt haben.

Tab. 12: Logiernächte Hotellerie Interlaken Monate August & September

Herkunftsland	2019	2020	2021	Wachstum 2019-2021
Saudi-Arabien	10'251	67	5'417	-47%
VAE	5'006	83	14'684	193%
Indien	8'287	119	1'667	-80%
China	18'740	157	274	-99%
Korea	18'418	306	400	-98%
USA	15'620	454	9'465	-39%
Deutschland	8'263	15'391	14'494	75%
Niederlande	1'730	4'062	4'147	140%
Schweiz	28'819	60'332	46'681	62%
Total	164'848	92'778	118'698	-28%

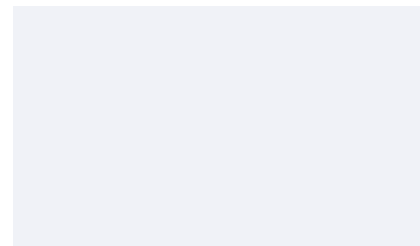
Quelle: Bundesamt für Statistik.

In der Tabelle dargestellt sind jeweils die Logiernächte in den Monaten August und September für die Jahre 2019 bis 2021. Eine massive Steigerung gegenüber 2019 zeigt sich bei den Gästen aus den Vereinigten Arabischen Emiraten. (Auch in Luzern sind die Logiernächte der Gäste aus den VAE um 76% angestiegen.) Die Gäste aus Saudi-Arabien und den USA haben unterdurchschnittlich abgenommen. Massiv ist der Einbruch hingegen bei den volumenmässig im Jahr 2019 sehr bedeutenden Gästen aus China und Korea. Indien schneidet hingegen etwas besser ab. Diese Entwicklungen könnten ein Indiz dafür sein, wie sich die Märkte ab frühestens 2022 erholen werden. Demnach wäre in den asiatischen Märkten die zögerlichste Entwicklung zu erwarten. Die Entwicklung 2021 gegenüber 2020 macht sicherlich Hoffnung für die nächsten Jahre. Eine Lehre aus dem Pandemieverlauf ist jedoch ihre Unberechenbarkeit. Vorhersagen sind daher kaum möglich.

Gegenüber 2019 deutlich zugelegt haben die Gäste aus Deutschland und den Niederlanden. Dabei hat die Schweiz sicherlich von Reisebeschränkungen im

«Massiv ist der Logiernächteinbruch in Interlaken hingegen bei den volumenmässig im Jahr 2019 sehr bedeutenden Gästen aus China und Korea. Indien schneidet hingegen etwas besser ab.»

interkontinentalen Reiseverkehr und den Vorteilen von mit dem Auto erreichbaren Destinationen profitiert. Dieses Wachstum dürfte zumindest nicht vollumfänglich nachhaltig sein. Insgesamt sind die Logiernächte in Interlaken gegenüber 2019 (August & September) um 28% gefallen. Die Ausflugsbergbahnen sind im Vergleich zu Hotellerie stärker betroffen, denn die Schweizer und die europäischen Gäste geben im Durchschnitt weniger Geld für Bergbahntickets aus als die asiatischen Gäste.



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.