

Bergbahnen brauchen das Sommergeschäft

SCHWEIZ Jungfraubahn und Titlis-Bahnen gelten als Substanzwerte. Unter den zahlreichen ausserbörslich gehandelten Titeln gibt es grosse Unterschiede.

WOLFGANG GAMMA

Die Schweizer Bergbahnen sind nicht zu beneiden. Die langfristige Tendenz für die wichtige Branche in der Tourismuswirtschaft zeigt seit mehreren Jahren nach unten. Das sinkende Interesse am Wintersport und der intensive Wettbewerb beeinträchtigen das Geschäft. Die Aufhebung des Euro-Mindestkurses hat den Trend noch akzentuiert, was die Finanzierung von Ersatz- und Neuinvestitionen nicht einfacher macht. Ohne ein veritables Sommergeschäft lässt sich keine vernünftige Rentabilität erwirtschaften, lautet eine Erkenntnis des Fondsmanagers Markus Rüeeggesser (vgl. Interview unten).

Die Schweizer Wintersportorte verlieren kontinuierlich Gäste, wie die Zahl der Skier Days (Ersteintritte ins Skigebiet, vgl. Grafik oben rechts). Anders läuft es in den Nachbarländern Österreich und Frankreich. Sie sollen sich in der Wintersaison 2014/15 ebenfalls besser entwickelt haben als die Schweiz. Manchen Touristen aus dem Euroland wurde es hier zu teuer, zudem lockte der günstige Euro viele Schweizer über die Grenze. Per Ende März lagen die Gästezahlen in den Schweizer Skierorten 5,1% und der Transportumsatz 5,3% hinter den Vorjahreswerten zurück, wie der Verband Seilbahnen Schweiz ermittelte.

Hohe Investitionen

Die Bergbahnbetreiber – eine Auswahl ist inklusive Kennzahlen in der Grafik dargestellt – investieren Dutzende von Millionen, um den Abwärtstrend zu stoppen. Bei weitem nicht alle können die Ersatzinvestitionen aus eigener Kraft finanzieren. Gemäss einer Untersuchung der Hochschule Luzern und von Seilbahnen Schweiz ist ein Drittel dazu in der Lage. Substanzielle Erweiterungen, das heisst Grosseprojekte, können sich demnach nur 10 bis 15% leisten.

Die Jungfraubahn-Gruppe im Berner Oberland lässt sich das V-Bahn-Projekt 250 Mio. Fr. kosten. Mit zwei Gondelbahnen von Grindelwald auf den Männlichen bzw. zur Station Eigergletscher der Jungfraubahn liessen sich Kapazitätsprobleme lösen und die Anfahrzeit erheblich reduzieren. CEO Urs Kessler nennt sie als die triftigsten Gründe für das Vorhaben. Die Finanzierung ist gesichert, noch fehlt aber das Plazet einer Bauernvereinigung.

Weiter fortgeschritten sind die Titlis-Bahnen in Engelberg. Der Bau der Gondelbahn Engelberg-Stand ist in vollem Gang, die Eröffnung der auf 40 Mio. Fr. veranschlagten Anlage ist für die

Wintersaison 2015/16 vorgesehen. Norbert Patt, CEO, verspricht sich viel von der Mehrkapazität und den dadurch kürzeren Wartezeiten. Der Gewinn der Gesellschaft wird sich wegen der höheren Abschreibungen langsamer entwickeln. Mit einer Ebitda-Marge von zuletzt 48% stellt die Refinanzierung für die Titlis-Bahnen aber kein Problem dar. In der Branche gilt eine Ebitda-Marge ab 30% als gut bis sehr gut. Wie die Jungfraubahn ist die Gesellschaft stark im Sommergeschäft, in dem Gäste aus Asien die wichtigste Rolle spielen. 70% der Jungfrauoch-Besucher stammen aus Asien, auf dem Titlis sind es 50%.

Wenige Favoriten

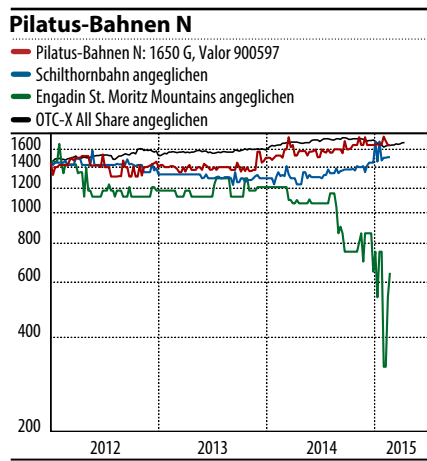
Eine breite Palette von 73 Bergbahnaktien wird ausserbörslich gehandelt. Die Problemstellung ist identisch mit derjenigen der kotierten Werte. In der Bewältigung sind die Gesellschaften unterschiedlich erfolgreich. Cashflow- und Eigenkapitalstärke sind dazu eine wichtige Voraussetzung. Ein Viertel der Bergbahnbetriebe, so die Studie der Hochschule Luzern, trägt aber eine Nettofinanzschuld, die dem Vier- bis Zwölffachen des Ebitda entspricht.

In aussichtsreicher Position sind die Pilatus-Bahnen. Die Ausflugsregion ist nicht von der Wintersportschwäche betroffen. Mit dem Titlis steht sie in enger Konkurrenz, wenn es um die asiatischen Besucher geht. Die neue Luftseilbahn steigert wie gewünscht die Kapazität, belastet aber die Rechnung und reduziert den Eigenkapitalanteil. Die Geschäftsleitung und Verwaltungsrat haben sich neu formiert. Sie müssen einen Mittelweg zwischen Eigenkapitalstärkung und attraktiver Ausschüttung finden.

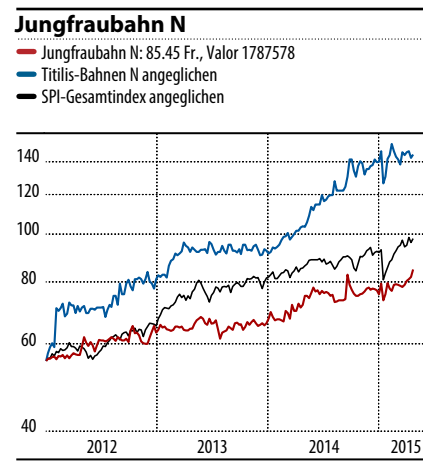
Breites Mittelfeld

Die Schilthornbahn versucht den James-Bond-Glamour des Piz Gloria in die Digitalzeit zu retten. Umsatz und Verkehrsertrag nahmen 2014 ab, was durch Einsparungen aufgefangen wurde. Im ersten Quartal 2015 nahm die Zahl der Skier Days leicht zu. Die Aktien werfen eine Dividendenrendite von 2,8% ab. Inklusive Naturaldividende, eine von vielen Bahnen genutzte Möglichkeit zur Kundenbindung, liegt sie noch höher.

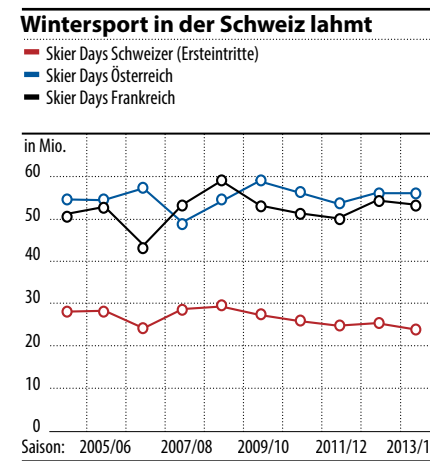
Auch im Mittelfeld bewegen sich die besten Wert von Bündner Bahngesellschaften. Len-



Quelle: Thomson Reuters / FuW



Quelle: Thomson Reuters / FuW



Quelle: Seilbahnen Schweiz, OTC-x Research / Grafik: FuW, sp

zerheide Bergbahnen stecken in der Endphase eines ambitionierten Ausbauprojekts, das via Arosa neue Gäste ins Gebiet bringt. Im Sommer will sich Lenzerheide als die Mountainbike-Destination der Schweiz etablieren. Die Titel ihres früheren Marketingpartners Weisse Arena kommen kaum vom Fleck. Investitionsvorhaben stossen auf Hindernisse, die Finanzkraft ist durchschnittlich.

Dass ein klingender Name nicht gleich klingende Münze ist, zeigt St. Moritz. Der Bahnbetreiber Engadin St. Moritz Mountains schreibt Verlust. Der Turnaround ist schwierig, zumal die Gesellschaft zu einseitig auf den Winter ausgerichtet ist. Zur Debatte steht die Schliessung von Anlagen, um die Kosten zu senken.

Die besten Karten unter den Bergbahnen hat, wer ganzjährig ein attraktives Angebot bereit hält und vom Touristenstrom aus Asien profitieren kann. In der Gondelbahn sind deshalb Jungfraubahn und Titlis-Bahnen zuoberst.



Markus Rüeeggesser hat sich spezialisiert auf Small Caps, auch auf ausserbörslich gehandelte Titel.

BILD: ZVG

Herr Rüeeggesser, ein Leidtragender der Aufhebung des Euro-Mindestkurses durch die Schweizerische Nationalbank ist zweifellos die Tourismusbranche. Welche Bergbahnen trifft die Erstarung des Franks am härtesten?

Die Branche muss zweigeteilt betrachtet werden. Es gibt die Bergbahnen, die vor allem auf die Wintersportarten ausgerichtet sind. Engadin St. Moritz Mountains verzeichnen zum Beispiel 92% der Frequenzen in der Wintersaison. Solche Bergbahnen leiden weitaus mehr unter dem starken Franken als jene, die ein ausgewogenes Verhältnis zwischen dem Winter- und dem Sommerbetrieb aufweisen. Das sind im Grunde fast zwei verschiedene Branchen.

Warum kommen jene mit einer ausgewogenen Umsatzverteilung viel besser weg?

Ein Hauptgrund dafür ist, dass solche Betriebe sehr viele Gäste aus Asien haben. Dort gibt es eine wachsende Mittelschicht, für die Ferien in der Schweiz irgendwann nahezu ein Must Have wird. Japan gibt ein Beispiel dafür. Wer sich einen japanischen Reiseführer anschaut, merkt, dass das Jungfrauoch für Japaner ein Traumziel ist, das sie einmal sehen wollen. Da spielen die Kosten weniger eine Rolle als bei Wintergästen, die regelmässig kommen.

Ist zu befürchten, dass es unter den stark auf den Winterbetrieb ausgerichteten Bergbahnen zu Konkursen kommen wird?

Das ist möglich. Es ist ja nicht nur ein Euro-Problem. Das St. Moritzer Skigebiet etwa hat auch viele russische Gäste angezogen, der Rubel erfuhr letztes Jahr aber eine Abwertung um die 40%. Aufgrund des schwachen Euros suchen zudem Schweizer für den Wintersport vermehrt das grenznahe Ausland auf. Letztlich werden aber kaum viele Bergbahnen eingehen. Denn selbst wenn sie unrentabel sind, werden sie von den Gemeinden vielfach am Leben erhalten. Wenn nämlich plötzlich keine Bahn mehr da ist, bleiben der ganzen Tourismusregion die Gäste aus.

Welches sind nun die guten, wirklich rentablen Bergbahnen?

Es gibt weniger als eine Handvoll kotierter Bergbahnaktien und über siebzig, die ausserbörslich gehandelt werden. Die einzigen, die sich für eine Geldanlage eignen und nicht nur als Liebhaberobjekte, sind jene der Jungfraubahn, der Titlis-Bahnen, der Pilatus-Bahnen und allenfalls noch der Schilthornbahn. Bei ihnen verteilt sich

der Umsatz mehr oder weniger über das ganze Jahr. Nur Ganzjahresbetriebe können wirklich rentabel operieren.

Welche Kennzahlen muss ein Anleger in diesem Sektor vor allem im Auge behalten?

Das Institut für öffentliche Dienstleistungen und Tourismus an der Universität St. Gallen erstellte 2001 eine Studie zum Sektor. Es zählte vier wichtige Kennzahlen auf, die heute noch gelten: Erstens sollte der Cashflow mindestens 20% des Gesamtertrages betragen. Der zweite Richtwert ist ein Cashflow von mindestens 5% der Bilanzsumme. Der Gedanke dahinter ist, dass eine Bahn ihre Infrastruktur etwa alle zwanzig Jahre erneuern muss. Ein Eigenkapital von mindestens 40% der Bilanzsumme soll, drittens, die Solidität der Finanzierung unterstreichen. Als Kriterium der Kostenkontrolle dient die vierte Kennziffer, wonach der Personalaufwand 35% des Gesamtertrags nicht übersteigen darf.

Was sollten die Anleger darüber hinaus beachten?

Die Liquidität der Aktien ist generell sehr gering. Die gewichtigste Gesellschaft, die Jungfraubahn, hat eine Marktkapitalisierung unter 500 Mio. Fr. Bei den Titlis-Bahnen, deren Aktien ebenfalls kotiert sind, beträgt sie knapp 180 Mio. Fr. Im ausserbörslichen Bereich geht es teils runter bis auf ein paar hunderttausend Franken. Das heisst selbst für Liebhaber, dass für alle Kaufs- und Verkaufsaufträge Limiten gesetzt werden sollten.

«Im Grunde fast zwei verschiedene Branchen»

Markus Rüeeggesser, Manager des Quantex Nebenwerte Fonds, sagt im Interview mit «Finanz und Wirtschaft», wie im Bergbahnsektor die Spreu vom Weizen zu trennen ist.