



Researchstudie (Initial Coverage)



Geschäftsjahr 2016/2017 mit Umsatz- und Gewinnrekord abgeschlossen

Neubau der Nebelhornbahn wird geplant, um weiteres Qualitäts- und Wachstumspotenzial zu erschließen

Fortsetzung des Umsatzwachstums ermöglicht höhere Skaleneffekte

Kursziel: 45,12 € je Aktie

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 34

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

Nebelhornbahn-AG^{*5a;11}

Rating: Kaufen
Kursziel: 45,12 € je Aktie

aktueller Kurs: 38,90
05.06.2018 / München
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0008271107
WKN:827110
Börsenkürzel: NHB
Aktienanzahl³: 1,0
Marketcap³: 39,29
EnterpriseValue³: 48,73
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 20,50%

Transparenzlevel:
m:access

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.10.

Analysten:

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 35

Unternehmensprofil

Branche: Tourismus

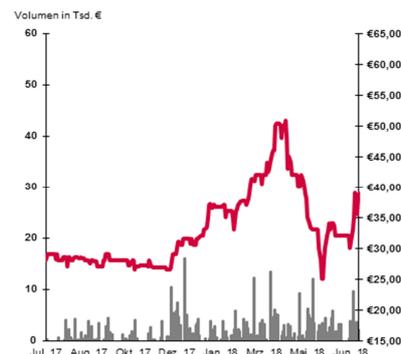
Fokus: Betrieb einer Seilbahn (Nebelhornbahn)

Mitarbeiter: 72 Stand: 31.10.2017

Gründung: 1927

Firmensitz: Oberstdorf

Vorstand: Peter Schöttl



Die Nebelhornbahn-AG wurde 1927 gegründet und betreibt eine Seilbahn auf den Gipfel des Nebelhorns in den Allgäuer Alpen. Die Nebelhornbahn ist seit 1930 im Einsatz und wurde seitdem mehrfach erneuert und saniert. Das Kerngeschäft der Nebelhornbahn-AG besteht im Betrieb der Nebelhorn-Bergbahn sowie den dazu gehörigen Gastronomiebetrieben in Oberstdorf (Allgäuer Alpen). Das Nebelhorn ist ein beliebtes Ausflugsziel und bietet im Sommer ein breites Wander-, Touren- und Kletterangebot sowie ein großes, beschneites Skigebiet im Winter. Die Region in den Allgäuer Alpen zeichnet sich als höchstes Skigebiet im Allgäu aus, wobei die Bergbahn pro Jahr mehr als 450.000 Gäste auf das Nebelhorn befördert.

GJ.-Ende (in Mio. €)	GJ 2016/17	GJ 2017/18e	GJ 2018/19e	GJ 2019/20e	GJ 2020/21e	GJ 2021/22e
Umsatz	11,01	10,82	11,28	6,55	13,23	13,58
EBITDA	2,90	2,88	3,14	-0,43	4,43	4,62
EBIT	1,27	1,13	1,49	-1,93	1,28	1,52
Jahresüberschuss	0,81	0,69	0,94	-1,70	0,50	0,66

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,80	0,53	0,72	-1,30	0,38	0,51
Dividende je Aktie	0,30	0,30	0,30	0,00	0,00	0,30

Kennzahlen

EV/Umsatz	4,43	4,50	4,32	7,44	3,68	3,59
EV/EBITDA	16,80	16,92	15,52	neg.	11,00	10,55
EV/EBIT	38,37	43,12	32,70	neg.	38,07	32,06
KGV	48,50	56,94	41,80	neg.	78,58	59,53
KBV	6,58					

Finanztermine

11.04.2018: HV 2018
Juni 2018: Emittentenbericht zum 30.04.18
19.07.2018: Analystenkonferenz München
03.04.2019: HV 2019 (unter Vorbehalt)

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

- Im abgelaufenen GJ 2016/17 erzielte die Nebelhornbahn-AG Umsatzerlöse in Höhe von 11,01 Mio. € und damit 42,0% mehr als im Vorjahr. Verantwortlich für diesen Umsatzsprung waren vor allem die neue Gipfelstation und der Nordwandsteig. Der Gästezuspruch durch diese Angebotsverbesserungen konnte die Erwartungen des Managements bei Weitem übertreffen. Die Gästeanzahl konnte hierbei um 23,2% auf einen neuen Rekordwert von 0,50 Mio. gesteigert werden (VJ: 0,41 Mio.).
- Die dynamische Umsatzentwicklung spiegelte sich auch deutlich im Betriebsergebnis (EBITDA) wider. So konnte das EBITDA im gleichen Zeitraum um 42,9% auf 2,90 Mio. € gesteigert werden (Vorjahr: 2,03 Mio. €). Bereinigt um einen Sondereffekt (einmalige Ersatzinvestition) in Höhe von 0,8 Mio. € ergab sich sogar ein EBITDA von 3,70 Mio. €. Auf Netto-Ebene konnte der Jahresüberschuss um +94,3 % auf 0,81 Mio. € gesteigert werden (VJ: 0,42 Mio. €).
- Für das laufende GJ 2017/18 erwarten wir konservativ mit 10,82 Mio. € ein Umsatzniveau leicht unter dem Vorjahr, bedingt durch einen nachlassenden Neuigkeitseffekt, der im abgelaufenen GJ 2016/17 durch die neue Gipfelstation und den errichteten Nordwandsteig erzielt wurde. Parallel hierzu gehen wir auch mit 2,88 Mio. € von einem leicht niedrigeren EBITDA aus.
- Im Folgejahr 2018/19 rechnen wir mit einem leichten Anstieg der Gästezahlen durch die höhere Bekanntheit der Attraktion und mit leichten Preisanpassungen sowie dem Baubeginn der neuen Nebelhornbahn. Hierbei sollten Umsatzerlöse von 11,28 Mio. € und ein EBITDA von 3,14 Mio. € erzielt werden können. Für das von uns erwartete neue Großprojekt (neue Nebelhornbahn) sollte ein Investitionsvolumen von rund 40,0 Mio. € anfallen. Mithilfe der neuen Bergbahn sollten deutlich höhere Beförderungsleistungen möglich werden und es könnte hierdurch auch zusätzliches Geschäftspotenzial erschlossen werden. Die neue Attraktion sollte gemäß unseren Prognosen über Eigen- und Fremdkapital finanziert werden (ca. 50/50) und voraussichtlich Ende 2020 den Betrieb aufnehmen.
- Für das sich anschließende GJ 2019/20 erwarten wir die Fertigstellung der neuen Nebelhornbahn, die dann eine deutlich höhere Beförderungsleistung ermöglichen sollte. Bedingt durch den Bauprozess in dieser Periode, sollte das bestehende Bahngeschäft zeitweise stark beeinträchtigt sein (Stilllegung Sektion 1). Somit rechnen wir für diesen Zeitraum lediglich mit Umsatzerlösen in Höhe von 6,55 Mio. €, sowie einem EBITDA von -0,43 Mio. €.
- Durch die dann wesentlich höhere Kapazität der neuen Bahn, erwarten wir für die darauffolgenden Geschäftsjahre deutlich höhere Umsatzerlöse sowie aufgrund der einsetzenden Skaleneffekte eine überproportionale Ergebnisentwicklung. Konkret rechnen wir für das GJ 2020/21 mit Umsatzerlösen von 13,23 Mio. € und einem EBITDA von 4,43 Mio. €. Für das anschließende Geschäftsjahr kalkulieren wir mit Umsatzerlösen in Höhe von 13,58 Mio. € und einem EBITDA von 4,62 Mio. €.
- **Auf Basis unserer Prognosen für das GJ 2017/18 und der Folgejahre haben wir unter Anwendung unseres DCF-Modells ein Kursziel für die Nebelhornbahn-AG von 45,12 € je Aktie ermittelt. Unsere Bewertung wurde auf Post-Money-Basis vorgenommen, d.h. im Rahmen der Bewertung wurde auch der geplante Neubau der Hauptbahn und die hiermit in Verbindung stehende geplante Kapitalerhöhung berücksichtigt. Auf Basis des aktuellen Kursniveaus ergibt sich daraus das Rating KAUFEN. Wir sind davon überzeugt, dass die Nebelhornbahn-AG langfristig durch den erwarteten Neubau der Hauptbahn deutlich höhere Umsatz- und Rentabilitätsniveaus erreichen kann.**
- *Hinweis: Bei unserer Unternehmensbewertung haben wir die im Unternehmensbesitz befindlichen Grundstücke noch nicht berücksichtigt. Diese könnten auf Basis einer groben Überschlagsrechnung stille Reserven von bis zu 20,0 Mio. € beinhalten, welche bei Berücksichtigung eine weitere deutliche Erhöhung des Unternehmenswertes bedeuten würde.*

INHALTSVERZEICHNIS

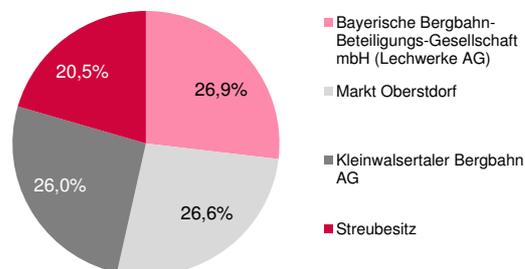
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Historische Ereignisse	4
Organe der Gesellschaft	5
Nebelhorn und Nebelhornbergbahn	6
Strategie/USP	10
Erwartetes Großprojekt Neubau der Nebelhornhauptbahn	12
Ankündigung einer möglichen Kapitalerhöhung	12
Geplante Erneuerung der Hauptbahn	12
Markt und Marktumfeld	14
Unternehmensentwicklung	19
Kennzahlen im Überblick	19
Geschäftsentwicklung 2016/2017	20
Umsatzentwicklung	20
Ergebnisentwicklung	22
Bilanzielle und finanzielle Situation	24
Hauptversammlung 2018 (zum GJ 2017/2018)	25
Geschäftsentwicklung im 1.HJ 2017/2018	25
SWOT-Analyse	27
Prognosen und Modellannahmen	28
Umsatzprognosen	28
Ergebnisprognosen	30
Erwartete Kapitalerhöhung	31
Bewertung	32
Modellannahmen	32
Bestimmung der Kapitalkosten	32
Bewertungsergebnis	32
DCF-Modell	33
Anhang	34

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	09.07.2018
Bayerische Bergbahn-Beteiligungs-Gesellschaft mbH (Lechwerke AG)	26,9%
Markt Oberstdorf	26,6%
Kleinwalsertaler Bergbahn AG	26,0%
Streubesitz	20,5%

Quelle: Nebelhornbahn-AG; GBC AG



Historische Ereignisse

Datum	Ereignis
1927	Gründung der Nebelhornbahn-AG
1928	Baubeginn an der Nebelhornbahn
1930	Fertigstellung der Nebelhornbahn. Zum damaligen Zeitpunkt die längste Personenseil-schwebebahn der Welt.
1936	Bau des Bergunterkunftshauses „Höfatsblick“ und Erweiterung der Berggaststätten an der Bergstation Nebelhornbahn
1945	Vorübergehende Betriebseinstellung auf Anordnung der Besatzungsmächte
1946	Wiederinbetriebnahme der Nebelhornbahn und Nutzung durch Zivilbevölkerung
1949	Erster Schlepplift am Nebelhorn
1951	Modernisierung der Nebelhornbahn, Steigerung der Förderleistung auf 210 Pers./Std. (zuvor: 92 Pers./Std.)
1956	Die Gesellschaft erwirbt die Sesselbahn zum Koblat
1960	Bau eines Schleppliftes zum Koblat
1962-64	Errichtung des Panoramarestaurants mit Umgestaltung der Berggaststätte, Vergröße-rung der Sonnenterrasse und Modernisierung des Berghotels „Höfatsblick“
1968	Die Sesselbahn vom Koblat zum Nebelhorngipfel – im Jahr 1967 erbaut- wird am 31. Januar 1968 in Betrieb genommen
1977	Die neue Nebelhornbahn - Umbau in 1976 – wird in Betrieb genommen; Förderkapazi-tät steigt auf 600 Pers./Std.
1981	Neubau Schlepplift Koblat. Förderleistung 1.300 Pers./Std.
1985	Bau der Doppelsesselbahn Sonngehren vom Weisskopf bis Edmund-Probst-Haus (1160-1930 m)
1991	Fertigstellung der Gipfelbahn – Baubeginn 1990. Bahnstrecke: Bergstation Nebelhorn bis zum Nebelhorngipfel.
1994	Abbruch Hotel „Höfatsblick.“ Neubau Pistenfahrzeug-Werkstatt und – Garage.
1995	Abbruch alte Nebelhornbahn, Teilstrecke Seealpe – Bergstation Neugestaltung Bergstation und Eröffnung des Marktrestaurants
1996	Bau der Vierersesselbahn „Koblat“
2000/2001	Bau Panoramabar „Gemsnest“ an der Station Höfatsblick
2001	Bau der Beschneiungsanlage Latschenhang-Seealpe
2002	Erweiterung der Beschneiungsanlage Seealpe; Bau des Seealp-Schleppliftes; Errichtung des „Fun-Sport-Geländes“ NTC - Park an der Seealpe
2005	Neuer sanierter Panoramaweg an der Station Höfatsblick
2007	Erweiterung der Beschneiungsanlage im Bereich Seealpe-Talstation
2008	Erweiterung der Beschneiungsanlage im Bereich Station Höfatsblick – Seealpe; Bau eines Speicherteiches für die Beschneiungsanlage mit knapp 50.000 cbm Fas-sungsvermögen im Bereich der Seealpe
2015	Erweiterung der Beschneiungsanlage im Bereich Gipfel-Höfatsblick
2016	Bau einer neuen Gipfelstation mit neuem Restaurant sowie des neuen Nordwandstei-ges rund um die Gipfelstation

Quelle: Nebelhornbahn-AG; GBC AG

Organe der Gesellschaft

Vorstand Peter Schöttl

Herr Schöttl besitzt ein Diplom in Betriebswirtschaftslehre (VWA). Der ehemalige Vorstand der Berchtesgadener Bergbahn AG und der ehemalige Mitgeschäftsführer der Fellhornbahn GmbH verfügt über eine langjährige Expertise im Tourismus und speziell in der Bergbahnbranche. Aktuell ist er Vorstand der Nebelhornbahn-AG und Mitglied der Geschäftsführung der Wendelsteinbahn GmbH. Darüber hinaus hat Herr Schöttl das Amt des Präsidenten des Verbands deutscher Seilbahnen und Schlepplifte e.V. inne.

Aufsichtsrat

Laurent O. Mies (Vorsitzender)

1. Bürgermeister Markt Oberstdorf

Michael Lucke

Geschäftsführer der Allgäuer Überlandwerk GmbH

Norbert Schürmann (Stellv. Vorsitzender)

Mitglied des Vorstands der Lechwerke AG

Andreas Vogt (Arbeitnehmervertreter)

Stellv. Betriebsleiter

Mark Hinterberger (Arbeitnehmervertreter)

Stellv. kaufmännischer Teamleiter

Nebelhorn und Nebelhornbergbahn

Nebelhornbahn



Quelle: Nebelhornbergbahn-AG; GBC AG

Die Nebelhornbahn-AG betreibt eine Seilbahn auf den Gipfel des Nebelhorns in den Allgäuer Alpen. Die Nebelhornbahn ist die höchste Bergbahn des Allgäus und führt mit drei Kabinenbahnen auf einer Gesamtfahrtstrecke von 5.768m hinaus bis zum Gipfel des Nebelhorns auf 2.224m. Die Bergbahn ist ganzjährig im Betrieb und unterteilt sich in drei Sektionen, die technisch voneinander getrennt sind. Die Nebelhornbahn ist seit 1930 im Einsatz und wurde seitdem mehrfach erneuert und saniert. Das Kerngeschäft der Nebelhornbahn-AG besteht im Betrieb der Nebelhorn-Bergbahn sowie den dazugehörigen Gastronomiebetrieben in Oberstdorf (Allgäuer Alpen).

Technische Daten zur Bergbahn

Kabinenbahn	Nebelhornbahn 1 (Sektion 1)	Nebelhornbahn 2 (Sektion 2)	Gipfelbahn (Sektion 3)
Inbetriebnahme	1977	1977	1991
Höhe Talstation	828 m	1.280 m	1.933 m
Höhe Bergstation	1.280 m	1.932 m	2.214 m
Überwundener Höhen- unterschied	452 m	652 m	281 m
Bahnlänge horizontal	2.152,13 m	2.530,56 m	905,77 m
Bahnlänge schräg	2.202,68 m	2.617,11 m	948,42 m
Mittlere Steigung	20,9%	26,0%	31,0%
Fahrgeschwindigkeit (mit Hauptmotor)	10 m/s	12 m/s	8 m/s
Förderleistung pro Std. (in eine Richtung)	600 Personen	600 Personen	500 Personen

Quelle: Nebelhornbahn-AG; GBC AG

Die Stadt Oberstdorf (Oberallgäu) liegt direkt am Fuß des Berges Nebelhorn. Für Tourismuskunden ist es möglich vom Tal der Stadt Oberstdorf bis hin zum Gipfel des Nebelhorns per Bergbahn zu reisen. Darüber hinaus ist es den Besuchern auch möglich, am jeweiligen Bahnsektionsende auszusteigen und erst später weiter zu reisen oder das touristische Angebot in dieser Region kennen zu lernen. Das Oberallgäu ist eine euro-

paweit bekannte Tourismusdestination. Speziell Oberstdorf, als Teil dieser Region, ist mit 2,3 Mio. Übernachtungen eines der meistbesuchten Urlaubsziele in Deutschland. Zudem ist dieser Ort auch Austragungsort der 4-Schanzen-Tournee und der nordischen Ski-WM.

Das Nebelhorn und die jeweiligen Bahnsektionen der Nebelhornbahn



Bahnsektion 3
(Höfatsblick - Nebelhorngipfel)

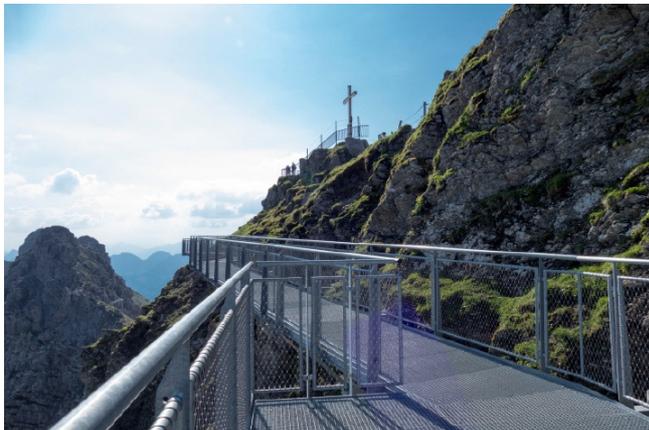
Bahnsektion 2
(Seealpe – Höfatsblick)

Bahnsektion 1
(Tal von Oberstdorf - Seealpe)

Quelle: Nebelhornbahn-AG; GBC AG

Das Nebelhorn ist ein beliebtes Ausflugsziel für viele deutsche Touristen sowie einheimische Besucher und bietet im Sommer ein breites Wander-, Touren- und Kletterangebot. Dies wird durch ein ausgedehntes Wegenetz in allen Anspruchsstufen vom Spaziergänger bis zum alpinen Kletterer erreicht. Darüber hinaus runden das neue Gipfelrestaurant mit Aussichtsterrassen und der Nordwandsteig am Gipfel das Sommerangebot ab. Im Rahmen dieses Angebots können zudem Gämse, Steinadler und Murmeltiere in freier Natur beobachtet werden.

Nordwandsteig und Wanderwege



Quelle: Nebelhornbahn-AG; GBC AG

Ebenso umfassend wie das Sommerangebot ist auch das Winterangebot des Unternehmens. Die Gesellschaft verfügt über das höchste Skigebiet im Allgäu mit 2.224 m Höhe und über die längste Talabfahrt in Deutschland mit 7,5 km. Neben der grandiosen Aussicht wird das Nebelhorn in der Wintersaison insbesondere für Wintersportaktivitäten wie bspw. Ski, Snowboard, Rodeln oder Winterwanderungen genutzt. Durch die technische Möglichkeit der künstlichen Beschneigung (seit 2007/2008 möglich) können Gästen bis zu 142 Wintersporttage im Jahr angeboten werden. Im Rahmen dessen ist eine Ausweitung der Wintersaison bis teilweise in den Mai möglich.

Wintersport am Nebelhorn



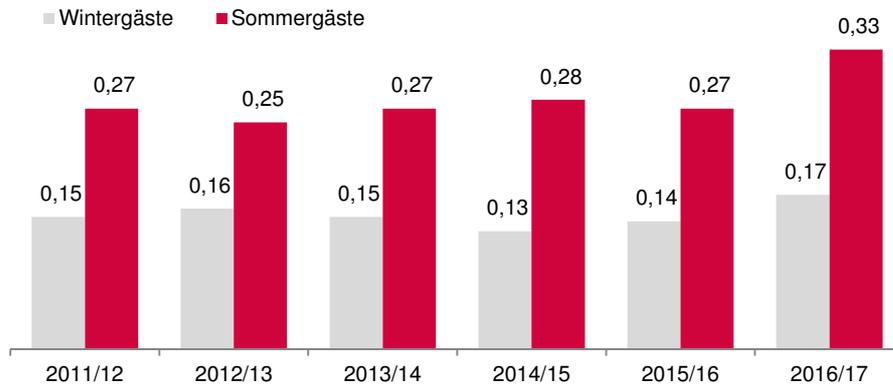
Quelle: Nebelhornbahn-AG; GBC AG

Die Marketingaktivitäten der Nebelhornbahn-AG werden zum Großteil unter der Marke „Oberstdorf Kleinwalsertal Bergbahnen“ gemeinsam mit benachbarten Bergbahn-Unternehmen umgesetzt. In den letzten Jahren wurden verstärkt Kooperationen mit umliegenden Bergbahnen-Partnerunternehmen eingegangen, um regionsübergreifende Angebote anbieten zu können. Die Abgrenzung erfolgt über eine klare Positionierung der Bergbahnangebote.

Die Nebelhornbahn wird hierbei als herausragender Panorama- und Aussichtsberg dargestellt. Im Winter ist die Bahn-Gesellschaft so in größeren Pools wie z.B. der Verbundkarte Oberstdorf /Kleinwalsertal, der Allgäu-Tirol-Bergwelt oder der Allgäu-Gletscher-Card eingebunden. Im Sommer wird mit dem Produkt „Bergbahn inklusive“ Gästen aus teilnehmenden Vermieterbetrieben in Oberstdorf und dem Kleinwalsertal ein All-Inclusive-Angebot für die Bergbahnfahrt angeboten.

Um das dargebotene Aktivitätsprogramm, wie bspw. Wintersport oder Wandern, abzurunden, bietet die Nebelhornbahn zudem auch gastronomische Dienstleistungen an. Die Gesellschaft betreibt insgesamt 5 Gastronomiebetriebe. Die Standorte am Gipfel und an der Station „Höfatsblick“ werden in eigener Regie betrieben, wobei bei den sonstigen Betrieben ein Pachtverhältnis besteht.

Historische Entwicklung der Gäste (in Mio.)

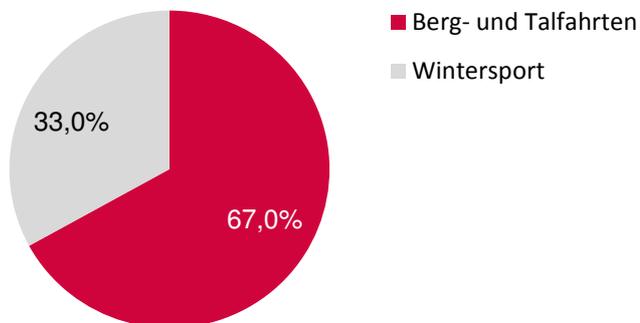


Quelle: Nebelhornbahn-AG; GBC AG

Durch das breite Produktangebot sowohl im Sommer als auch im Winter, ist die Gesellschaft saisonal unabhängig. Tendenziell ist das Geschäft der Nebelhornbahn-AG eher sommerlastig. Insgesamt führt die breite Aufstellung des Leistungsangebots zu einem sehr stabilen Geschäftsmodell.

Die Nebelhornbahn wird von seinen Gästen hauptsächlich für Berg- und Talfahrten genutzt. Daneben wird sie auch von den Besuchern für Wintersportaktivitäten verwendet.

Anteil der Wintersporteinnahmen an den Gesamtfahreinnahmen im GJ 2016/17

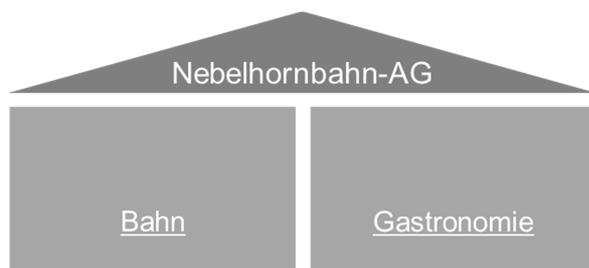


Quelle: Nebelhornbahn-AG; GBC AG

Strategie/USP

Die Nebelhorn-AG hat sich mit ihrer Destination Nebelhorn als Premium-Tourismus-Anbieter positioniert, um von der steigenden Nachfrage nach Qualitätstourismus im Allgäu zu profitieren. Das Nebelhorn wird hierbei als herausragender Panorama- und Aussichtsberg vermarktet. Das Unternehmen hebt sich mit seiner Bergbahn (höchste Bergbahn im Allgäu), seinem auf 2.224m befindlichen Skigebiet (höchstes Skigebiet im Allgäu) und seiner 7,5km langen Talabfahrt (längste in Deutschland) deutlich von seinen Wettbewerbern ab (USP). Darüber hinaus kennzeichnen das Nebelhorn sein einzigartiges Gipfelrestaurant mit Aussichtsterrasse (Modernisierung in 2016), der Nordwandsteig am Gipfel und der einzigartige Blick auf 400 Gipfel und das Alpenvorland.

Geschäftsmodell



Quelle: GBC AG

Für das Bahnsegment ist ein gastronomisches Angebot als zusätzlicher Service von besonderer Bedeutung. Vor diesem Hintergrund ist die Kombination der Bergbahn mit dem Gastronomieangebot besonders im Fokus der Geschäftstätigkeit. Hierbei sollen Synergieeffekte zwischen beiden Geschäftsbereichen genutzt und darüber hinaus das Besuchererlebnis und der Kundennutzen gesteigert werden.

Die Strategie der Nebelhorn-AG ist auf nachhaltiges Wachstum ausgerichtet, um von der zunehmenden Nachfrage nach Qualitätstourismus zu profitieren. Im Gastronomiebereich soll dies durch eine breitere Produktpalette und eine fortlaufende Optimierung des bestehenden Produktangebots erreicht werden. Ebenso soll die Service-Qualität auf hohem Niveau gehalten werden.

Im Bahn-Segment könnte ein zusätzliches Wachstum durch die Erneuerung der bestehenden Bergbahn erzielt werden. Hierdurch könnte die bisherige Kapazität deutlich erhöht und gleichzeitig der Beförderungskomfort verbessert werden. Die bisherigen Kapazitäten sind an vielen Saisontagen im Sommer und Winter schon sehr stark an ihre Grenzen gestoßen mit Wartezeiten von über einer Stunde pro Gast. Diese Situation würde sich deutlich entspannen durch die erwartete neue Nebelhornbahn (eine Kapazitätsverdopplung wäre möglich). Darüber hinaus sollte durch die bessere Kabinenausstattung und den damit verbundenen besseren Platzverhältnissen der Kundennutzen und –komfort nochmals gesteigert werden.

Um ihr Geschäftsmodell weiterzuentwickeln, hat die Nebelhornbahn-AG in der Vergangenheit regelmäßig hohe Investitionen getätigt. Das letzte Großprojekt war der Neubau der Nebelhorn-Gipfelstation mit der Gipfelbar und Gipfelrestaurant sowie den angegliederten Aussichtsterrassen (Fertigstellung: Dez. '16). Hierdurch konnte das Gipfelangebot mit seinen Attraktionen, Ambiente und neuen gastronomischen Produkten nochmal wesentlich verbessert werden. Diese Maßnahmen wurden dann auch von den Kunden sehr positiv aufgenommen und fanden auch großen Gästezuspruch, was sich in deutlich gesteigerten Besucherzahlen zeigt.

Neue Gipfelrestaurant mit Aussichtsterrassen

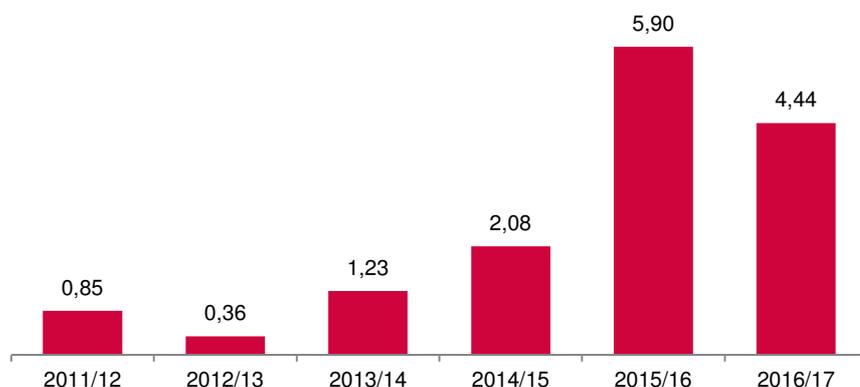


Quelle: Nebelhornbahn-AG; GBC AG

Entsprechend ist es der Gesellschaft gelungen, einen neuen Besucherrekord aufzustellen und zugleich einen Wachstumssprung zu erreichen. Erstmals konnte in der Unternehmenshistorie ein Geschäftsvolumen von über 11,0 Mio. € umgesetzt werden.

Ein neuer Wachstumsimpuls könnte sich für das Unternehmen durch den Neubau der Bergbahn ergeben. Hierdurch sollte nicht nur die Beförderungsleistung signifikant gesteigert werden können, sondern auch insgesamt die Personenanzahl in den Winter-sportregionen/Wanderregionen und auch auf dem Gipfel. Wir schätzen, dass hierdurch die Gästeanzahl insgesamt um rund 15,0% gesteigert werden könnte.

Historische Investitionen ins Anlagevermögen



Quelle: Nebelhornbahn-AG; GBC AG

Für die neue Nebelhornbergbahn würde voraussichtlich ein Investitionsvolumen von rund 40,0 Mio. € notwendig werden. Der Bau der Bergbahn könnte in Mitte 2019 beginnen und würde plangemäß Mitte 2021 fertiggestellt werden. Finanziert werden könnte das Großprojekt unseres Erachtens nach durch Eigen- und Fremdkapital (Verhältnis 50/50), wobei wir beim Eigenkapital zusätzlich zur geplanten Kapitalerhöhung auch mit staatlichen Fördergeldern rechnen. Im Rahmen der Eigenkapitalfinanzierung müsste eine Kapitalerhöhung im laufenden Geschäftsjahr erfolgen.

Erwartetes Großprojekt Neubau der Nebelhornhauptbahn

Ankündigung einer möglichen Kapitalerhöhung als Finanzierungsbaustein des Projekts

Am 04.07.2018 hat die Nebelhornbahn-AG bekannt gegeben, dass die Gesellschaft plant, das Grundkapital des Unternehmens durch Ausnutzung des bestehenden genehmigten Kapitals 2018 im Rahmen einer Bezugsrechtskapitalerhöhung im Umfang von ca. 9,5 Mio. € zu erhöhen. Die Kapitalerhöhung wird für den Herbst 2018 angestrebt. Die Kapitalmaßnahme soll als Finanzierungsbaustein der Erneuerung der Hauptbahn vom Tal über die Mittelstation Seealpe bis zur Station Höfatsblick dienen. Geplant wird der Bau einer 2-Seil Umlaufbahn mit 10er Kabinen. Das Investitionsvolumen für das Projekt wird auf 40,0 Mio. € geschätzt. Hierbei erwarten wir eine Finanzierung durch 19,0 Mio. € Eigenkapital, wovon 9,5 Mio. € durch staatliche Fördergelder bereitgestellt werden könnten und 21,0 Mio. € Fremdkapital. Die technischen und genehmigungsrechtlichen Voraussetzungen für den Neubau der Bahn sollen voraussichtlich im Herbst 2018 vorliegen. Laut Unternehmensplanung soll der Neubau der Bahn in 2019 beginnen.

Geplante Erneuerung der Hauptbahn

Wir sind überzeugt, dass aufgrund der derzeit unbefriedigten Situation, dass die bestehende Bergbahn häufig an ihre physischen Grenzen stößt, jetzt der richtige Zeitpunkt für einen Neubau der bisherigen Nebelhornbahn gekommen ist.

Neue Nebelhornbahn



— Neue Nebelhornbahn

Quelle: Nebelhornbahn-AG; GBC AG

Hierbei könnte der Bau einer Umlaufbahn mit einer 10-Personen-Kabine umgesetzt werden. Die erste Sektion könnte vom Tal Oberstdorf bis zur „Seealpe“ verlaufen. Dort könnten Gäste aus- und zusteigen. Die Fahrgäste zur zweiten Sektion könnten sitzen bleiben. Die zweite Sektion könnte von der „Seealpe“ bis zur Station „Höfatsblick“ verlaufen.

Die Investitionskosten für die zwei Sektionen der Seilbahn plus Stationsgebäude im Tal, auf der „Seealpe“ und am „Höfatsblick“ sowie einem Garagierungsgebäude auf der „Seealpe“ belaufen sich auf geschätzte 40,0 Mio. €.

Nachfolgender möglicher Zeitplan für den Bahnneubau bildet die Basis für unsere weitere wirtschaftliche Betrachtung im Rahmen der Unternehmensbewertung.

Möglicher Zeitplan für Bahnneubau

Datum	Maßnahme
2017	Abklärung der Förderungsmöglichkeit und des Förderrahmens
2018	Beantragung der Förderung; Planung der Bahn und Bauantragstellung
April 2019	Baubeginn Sektion 2, Mittel- und Bergstation
April 2020	Einstellung des Fahrbetrieb Sektion 1 der alten Bahn und Baubeginn der Seilbahn Sektion 1 mit Talstation
Mitte 2021	Eröffnung der neuen Nebelhornbahn

Quelle: GBC AG

Hintergrund der geplanten Investition

Die Maximale Anzahl an Gästen je Tag am Nebelhorn wird durch die Platzverhältnisse am Nebelhorngipfel und die Beförderungskapazität (aktuell: 600 Personen/Std.) der Bergbahn begrenzt. Der Gipfel bildet hierbei den Engpassfaktor, stellt jedoch auch einen wesentlichen „USP“ der Gesellschaft dar.

Zusätzliche Fahrgäste können daher nur in begrenztem Umfang gewonnen werden. Der Fokus liegt somit hauptsächlich auf der Verbesserung des Beförderungskomforts (verbessertes Ausblick & allgemein höherer Fahrkomfort) und der Verkürzung der Wartezeiten. An vielen Saisontagen im Sommer und Winter beträgt diese teilweise über eine Stunde, was nur bedingt zumutbar ist.

Einem möglichen Kundenschwund könnte hierdurch entgegengewirkt werden.. Mithilfe der neuen Bergbahn könnte die Beförderungsleistung auf 1.200 Personen/Std. ansteigen und sich insgesamt positiv auf den zukünftigen Geschäftsverlauf der Gesellschaft auswirken. Durch die Verbesserung des Bahnangebots wäre auch eine maßvolle Preis-anpassung möglich

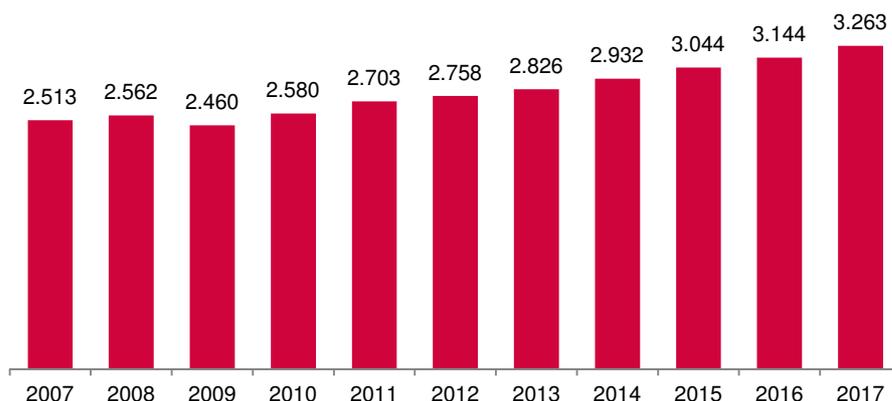
Finanzierung

Zur Finanzierung des Großprojekts (40,0 Mio. € Gesamtinvestition) soll neben Eigenkapital auch klassisches Fremdkapital eingesetzt werden (mögliches Verhältnis jeweils zu 50,0%). Eigenkapital könnte hierbei in Form einer Kapitalerhöhung eingeworben werden (insgesamt ca. 9,5 Mio. €). Weitere 9,5 Mio. € an Eigenkapital sollen falls möglich durch staatliche Fördermaßnahmen erzielt werden. Die verbliebenen 21,0 Mio. € sollten unseres Erachtens über klassische Bankdarlehen bei regionalen Banken finanziert werden.

MARKT UND MARKTUMFELD

Entscheidend für die Nachfrage nach Reisen/Urlaub sind die unterschiedlichen Bedürfnisse des Reisenden. Hierzu zählt insbesondere das Grundbedürfnis nach Erholung, wobei weitere Bedürfnisse wie bspw. Kontaktmöglichkeiten oder Luxus auftreten können. Ob sich diese Bedürfnisse auch in Nachfrage umwandeln, wird von verschiedenen Faktoren beeinflusst. Ein wesentlicher Faktor stellt aus unserer Sicht das verfügbare Einkommen der Reiseinteressenten dar.

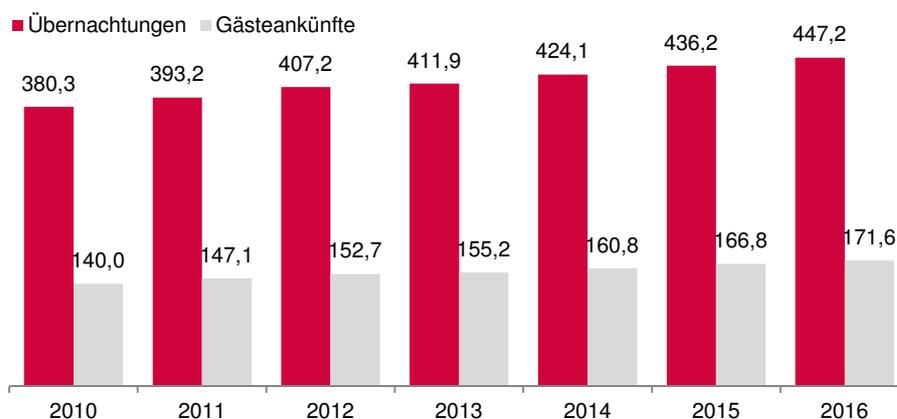
Bruttoinlandsprodukt in Deutschland (in Mrd. €)



Quelle: Statistisches Bundesamt; GBC AG

Aufgrund der in den vergangenen Jahren guten konjunkturellen Entwicklung Deutschlands, hauptsächlich getragen von den inländischen Exportaktivitäten, ist die Arbeitslosigkeit auf einem relativ geringen Niveau und ein Großteil der Bevölkerung befindet sich in einer guten Einkommenssituation. Dies begünstigte die inländische Nachfrage nach touristischen Produkten und Dienstleistungen in Deutschland. Entsprechend konnten die Gästeankünfte und Übernachtungen in Deutschland durch inländische und ausländische Reisende zwischen 2010 und 2016 stetig zulegen.

Entwicklung der Gästeankünfte und Übernachtungen in Deutschland (in Mio.)



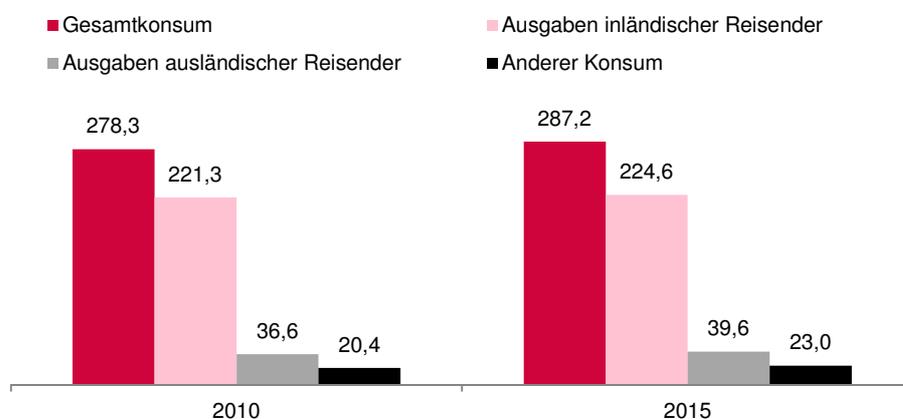
Quelle: Statistisches Bundesamt; GBC AG

So sind die Gästeankünfte in diesem Zeitraum um 22,6% auf 171,6 Mio. angestiegen und ebenso konnten die Übernachtungen um 17,6% auf 447,2 Mio. anwachsen.

Trotz einer grundsätzlichen konjunkturellen Abhängigkeit des deutschen Tourismus, verhält sich dieser Sektor auch in konjunkturellen Schwächephasen recht stabil. So sind bspw. die Übernachtungen von in- und ausländischen Gästen in Deutschland im Krisenjahr 2009 im Vergleich zum Vorjahr nur marginal auf 368,7 Mio. gesunken (VJ: 369,5 Mio.).

Dieser positive Nachfragetrend in der deutschen Tourismusbranche spiegelt sich auch in den Umsätzen in diesem Sektor wider. So sind laut dem Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie die (Gesamt-)Konsumausgaben (für und während der Reisen) der touristischen Besucher in Deutschland von 278,3 Mrd. € (2010) auf 287,2 Mrd. € (2015) moderat angewachsen. Dies entspricht einem Wachstum in diesem Zeitraum von 3,2% bzw. einem Plus von 8,9 Mrd. €.

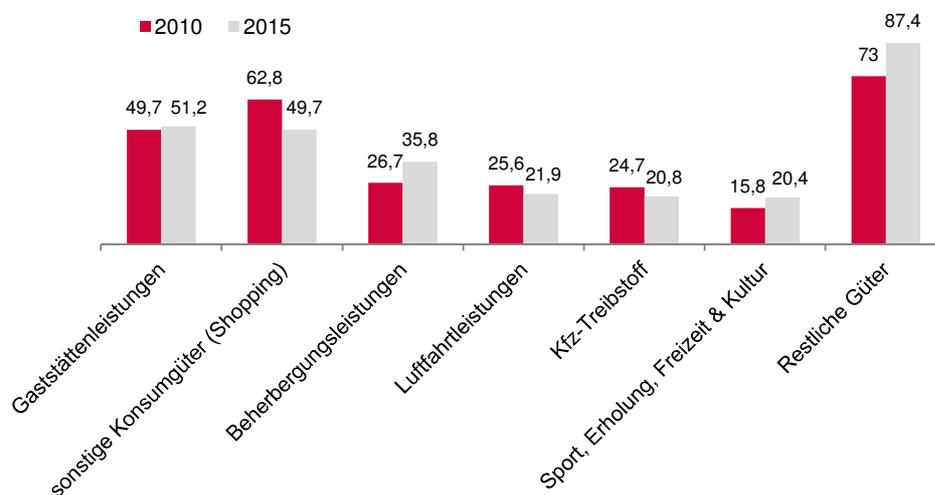
Touristischer Gesamtkonsum in Deutschland



Quelle: BMWi; GBC AG

In 2017 wurden gemäß den Studienautoren mit 224,6 Mrd. € (78,0%) ein wesentlicher Teil des touristischen Gesamtkonsums von inländischen Touristen für Güter und Dienstleistungen in Deutschland (VJ: 241,7 Mrd. € bzw. 87,0%) getätigt. Somit wird der Tourismus in Deutschland stark von der inländischen Nachfrage dominiert. Hierbei gaben die Reisenden das meiste Geld für Gaststätten aus. Auf Platz 2 folgt Shopping vor Übernachtungen, Flügen, Treibstoff sowie dem Bereich Sport, Erholung, Freizeit und Kultur.

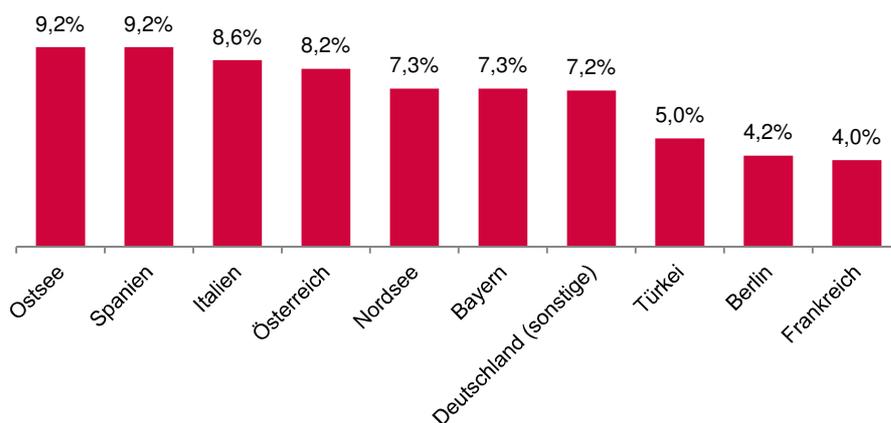
Touristischer Gesamtkonsum in Deutschland nach Produktkategorien



Quelle: BMWi; GBC AG

Dadurch, dass der deutsche Tourismus von den inländischen Reisenden getrieben wird, soll hier nun nachfolgend speziell auf die inländische Nachfrage eingegangen werden. In Punkto Urlaubs- bzw. Reiseziele haben die deutschen Reisenden klare Präferenzen. Die Bundesbürger verbringen ihren Urlaub am liebsten im eigenen Land sowie vorzugsweise in Südeuropa oder Österreich. Bemerkenswert ist auch: Wenn sich die Inländer für einen Urlaub in ihrem Heimatland entschieden haben, dann reisen sie in den meisten Fällen entweder an die Küste (Ost- und Nordsee) oder in den südlichen Landesteil nach Bayern.

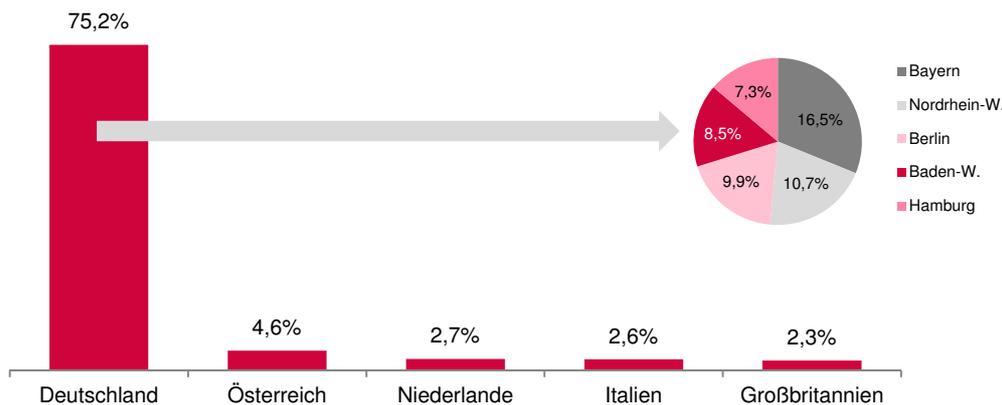
Top 10 Urlaubsreiseziele der Deutschen



Quelle: IfDAllensbach; GBC AG

Ein ähnliches Bild ergibt sich bei den Kurzurlaubsreisen der Bundesbürger. Auch hier wird Deutschland als Reiseziel bevorzugt. Rund drei Viertel aller Kurzurlaubsreisenden bleiben im Inland. Und wenn sie sich für Urlaub in Deutschland entscheiden, dann reisen sie am liebsten nach Bayern. Gefolgt von Nordrhein-Westfalen, Berlin, Baden-Württemberg und Hamburg.

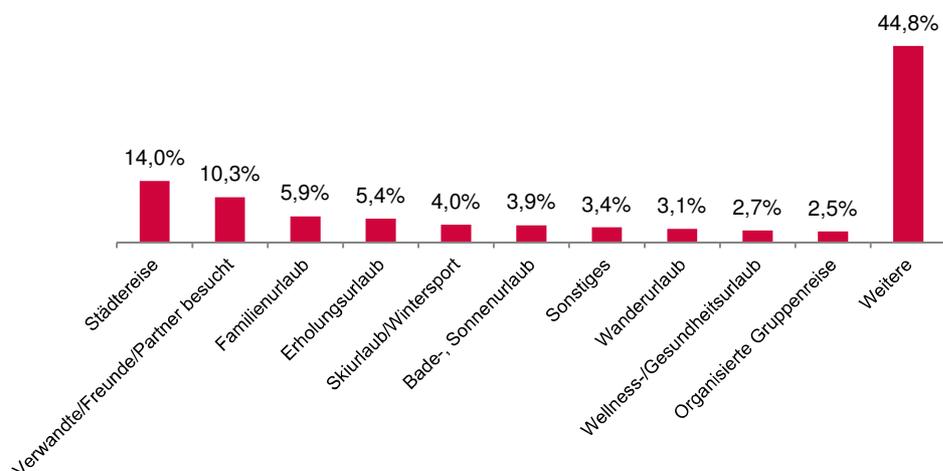
Beliebte Kurzurlaubsreiseziele der Deutschen im In- und Ausland (2016)



Quelle: Forschungsgemeinschaft Urlaub und Reisen e.V.; GBC AG

Neben den regionalen Vorlieben der deutschen Bundesbürger, bestehen auch klare Präferenzen bei der Art des Kurzurlaubs (Reisedauer bis zu 5 Tagen). Besonders beliebt sind Kurzurlaube im Rahmen einer Städtereise. Ebenso unter den Top-10 der beliebtesten Kurzurlaube sind Skiurlaub (Wintersport) und Wanderurlaub.

Ranking der beliebtesten Kurzurlaube(<5T) der Deutschen in 2016 (Top 10)

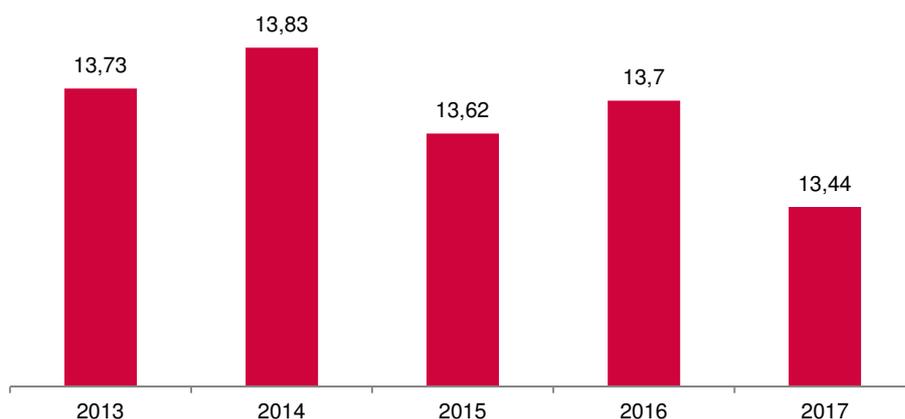


Quelle: Marktmeinungsmensch.de; GBC AG

Wenn die Deutschen Bundesbürger in ihrer Freizeit lediglich eine Tagesreise unternehmen, dann bestehen auch sehr klare Präferenzen. Am häufigsten besuchen sie Verwandte, Bekannte und Freunde. Gefolgt von Einkaufsfahrt, Ausübung einer speziellen Aktivität (z.B. Skilauf), Besuch von Sehenswürdigkeiten/Attraktionen (z.B. Freizeitpark), Spazierfahrt, Besuch einer speziellen Veranstaltung (z.B. Konzert) und Essen gehen/Lokalbesuche und organisierte Fahrten.

Speziell für die Aktivität Skisport gibt es ein hohes Interesse der Bundesbürger. Rund 13 Mio. Bundesbürger begeistern sich über Jahre hinweg für den Skisport und fahren entsprechend gerne in Ski- bzw. Winterurlaub.

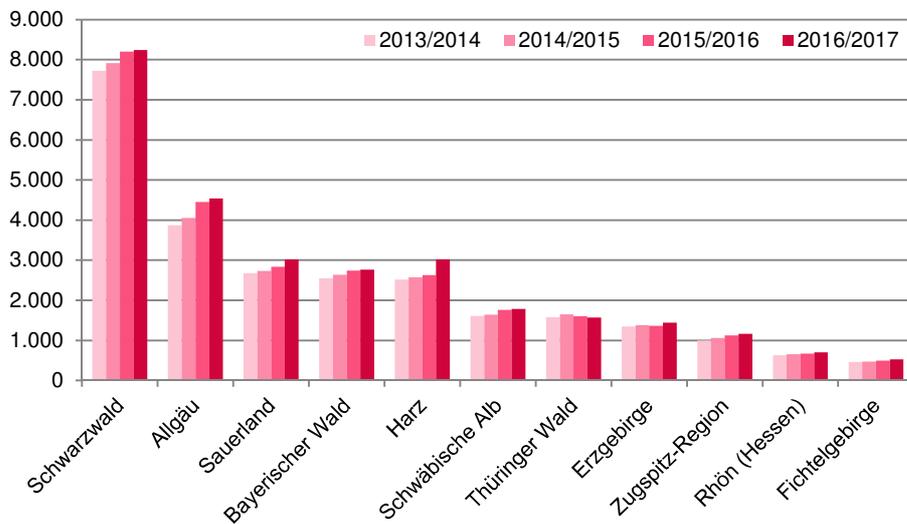
Anzahl der Personen in Deutschland, die Ski- bzw. Winterurlaub als Urlaubsreise favorisieren (in Mio.)



Quelle: IfDAllensbach; GBC AG

Besonders beliebt bei Wintersportfans sind die Gebirgsregionen Schwarzwald, Allgäu und Sauerland (Top 3 Regionen). Entsprechend haben die Übernachtungen in diesen Regionen in den letzten Jahren stetig neue Höchstwerte erreicht. Besonders die Region Allgäu konnte hierbei am stärksten (+17,5% im Vergleich zu 2013/14) zulegen.

Anzahl der Übernachtungen in ausgewählten Gebirgsregionen in Deutschland in vergangenen Winterhalbjahren (in 1.000)



Quelle: Statistisches Bundesamt; GBC AG

Zusammenfassung

Die Nebelhornbahn-AG sollte durch ihre strategische Ausrichtung auf Wintersport und Sommeraktivitäten (Wandern, Klettern etc.) und seiner Top-Lage im Allgäu (eine der beliebtesten Reiseregionen Deutschlands) sowie einer weiterhin hohen Nachfrage nach Qualitätstourismus wirtschaftlich profitieren können. Ebenso sollten die Synergieeffekte aus beiden operativen Bereichen (Bahn und Gastronomie) sich für die Tourismusgesellschaft auch weiterhin auszahlen.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Kennzahlen im Überblick

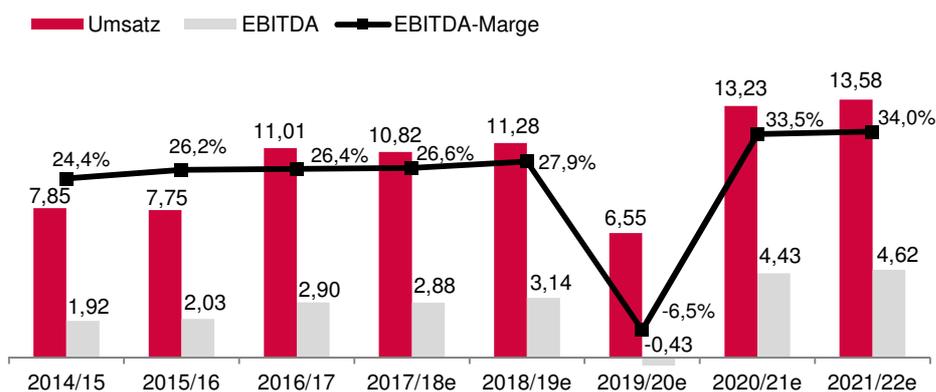
GuV (in Mio. €)*	GJ 2014/15	GJ 2015/16	GJ 2016/17	GJ2017/18e	GJ 2018/19e	GJ2019/20e
Umsatzerlöse	7,85	7,75	11,01	10,82	11,28	6,55
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,00	0,08	0,03	0,00	0,00	0,00
Sonstige betriebliche Erträge	0,72	0,95	0,35	0,09	0,09	0,09
Materialaufwand	-2,25	-2,23	-3,35	-2,81	-2,93	-1,70
Personalaufwand	-2,93	-2,99	-3,62	-3,69	-3,77	-3,84
Abschreibungen	-1,30	-1,26	-1,64	-1,75	-1,65	-1,50
Sonstige betriebl. Aufwendungen	-1,47	-1,54	-1,51	-1,53	-1,53	-1,53
EBIT	0,62	0,77	1,27	1,13	1,49	-1,93
Zinserträge	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Zinsaufwendungen	-0,07	-0,09	-0,15	-0,15	-0,15	-0,50
EBT	0,57	0,68	1,12	0,98	1,34	-2,42
Steuern	-0,17	-0,26	-0,31	-0,30	-0,40	0,73
EAT	0,40	0,42	0,81	0,69	0,94	-1,70

EBITDA	1,92	2,03	2,90	2,88	3,14	-0,43
In % der Umsatzerlöse	24,4%	26,2%	26,4%	26,6%	27,9%	neg.
EBIT	0,62	0,77	1,27	1,13	1,49	-1,93
In % der Umsatzerlöse	7,9%	9,9%	11,5%	10,5%	13,2%	neg.
Ergebnis je Aktie in €	0,39	0,41	0,80	0,53	0,72	neg.
Dividende je Aktie in €	0,20	0,20	0,30	0,30	0,30	0,00
Aktienanzahl in Mio. Stück	1,0	1,0	1,0	1,3	1,3	1,3

Quelle: Nebelhornbahn-AG

*gerundete Werte

Entwicklung der Umsatzerlöse, EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)



Quelle: Nebelhornbahn-AG; GBC AG

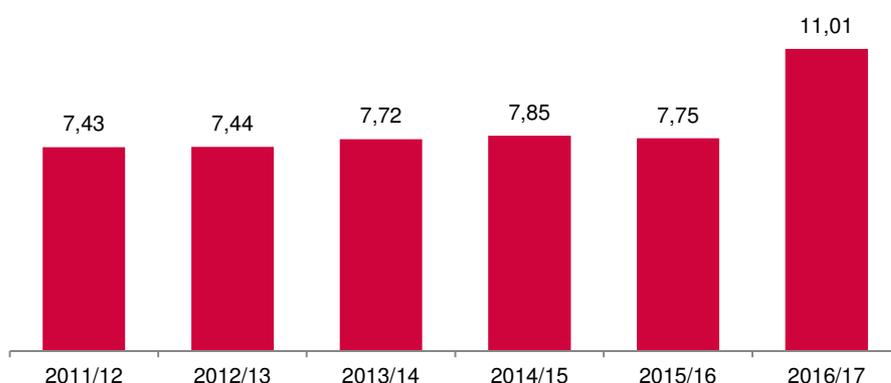
Geschäftsentwicklung 2016/2017

GuV (in Mio. €)	GJ 2015/16	Δ zum VJ	GJ 2016/17
Umsatzerlöse	7,75	+42,1%	11,01
EBITDA (Marge)	2,03 (26,2%)	+42,9%	2,90 (26,4%)
EBIT (Marge)	0,77 (9,9%)	+65,0%	1,27 (11,5%)
Jahresüberschuss	0,42	+92,9%	0,81
EPS in €	0,41	+95,1%	0,80

Quelle: Nebelhornbahn-AG

Umsatzentwicklung

Historische Umsatzentwicklung (in Mio. €)

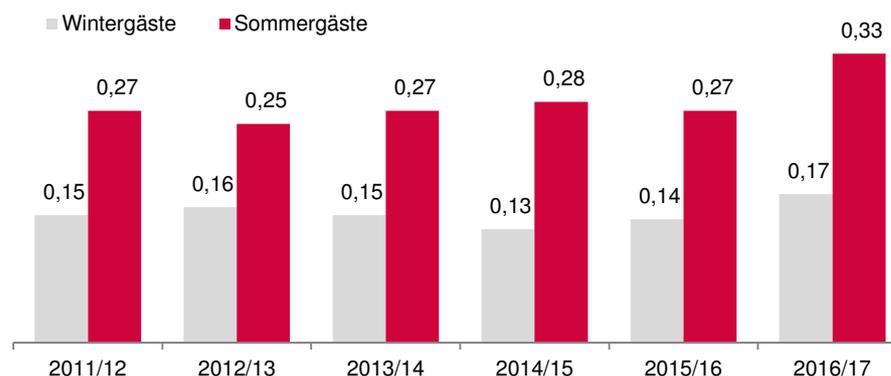


Quelle: Nebelhornbahn-AG; GBC AG

Das äußerst solide und konstante Geschäftsmodell der Nebelhornbahn findet sich in der Umsatzentwicklung wider, welche sich in den vergangenen Jahren zwischen 7,4 Mio. und 7,8 Mio. eingependelt hatte. Im abgelaufenen Geschäftsjahr verzeichnete die Gesellschaft einen Umsatzsprung, nachdem die neue Gipfelstation errichtet wurde

Ebenso stabil entwickelten sich in der Vergangenheit die Gästezahlen. Diese bewegten sich in einer Bandbreite zwischen rund 0,40 Mio. und 0,50 Mio. Besuchern. Interessanterweise verzeichnet die Bahngesellschaft rund ein Drittel der Gäste in der Wintersaison, d.h. das Geschäft ist eher sommerlastig. Insgesamt ist das Geschäftsmodell des Unternehmens durch die Möglichkeit der künstlichen Beschneigung und der Sommerlastigkeit saisonal unabhängig.

Historische Entwicklung der Gäste (in Mio.)

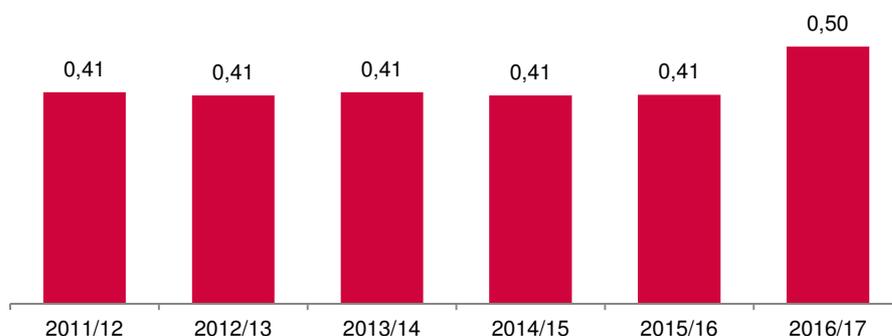


Quelle: Nebelhornbahn-AG; GBC AG

Der Umsatzsprung des vergangenen Geschäftsjahres war wesentlich von dem Umbau der Gipfelstation und der Errichtung des Nordwandsteigs geprägt. Zu diesem Projekt gehörten die Gastronomiebetriebe Gipfelbar und Gipfelrestaurant, die zugehörigen Aussichtsterrassen sowie die neue Verkleidung der Seilbahngipfelstation. Die Baumaßnahmen wurden von den Gästen sehr gut angenommen (Überraschungseffekt) und haben zu einer Verbreitung der sehr positiven Besuchererlebnisse geführt („Mund-zu-Mund-Werbung“). Darüber hinaus konnte das Unternehmen mit einem verbesserten gastronomischen Produktangebot bei den Gästen zusätzlich „punkten“.

Des Weiteren wurde die Geschäftsentwicklung von einer normal verlaufenden Sommerwittersaison und einer durch maschinelle (künstliche) Beschneigung gestützten Wintersaison (aufgrund des geringen Naturschnees) positiv beeinflusst. Insgesamt führte dies zu einem sprunghaften Umsatzanstieg und zu einer Rekordbesucherzahl im Vergleich zum Vorjahr. So stieg die Besucherzahl im abgelaufenen Geschäftsjahr sprunghaft um 23,15% auf 0,50 Mio. Gäste (Vorjahr: 0,41 Mio.). In den Vorjahren erzielte die Gesellschaft im Durchschnitt rund 0,40 Mio. Besucher. Somit war das vergangene Geschäftsjahr auch in Punkto Besucheranzahl ein Rekordjahr.

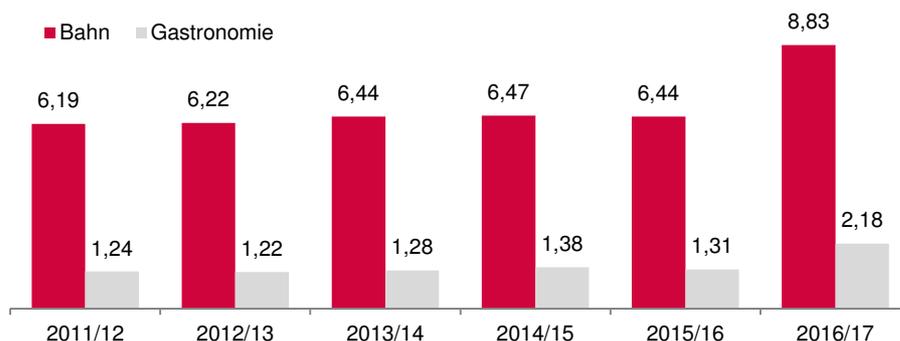
Historische Besucherentwicklung (in Mio.)



Quelle: Nebelhornbahn-AG; GBC AG

Den Hauptumsatzträger der Gesellschaft bildet, wie schon in der Vergangenheit, das Segment Bahn. Im abgelaufenen Geschäftsjahr konnten in diesem Geschäftsbereich die Umsatzerlöse im Vergleich zum Vorjahr aufgrund der oben genannten Effekte um 37,1% auf 8,83 Mio. € gesteigert werden. Noch deutlicher konnte im gleichen Zeitraum das Gastronomiesegment zulegen. Hierbei konnten die Einnahmen im Vergleich zum Vorjahr um 66,4% auf 2,18 anwachsen. Dieses Segment konnte am meisten von den Baumaßnahmen profitieren, da der Schwerpunkt der Maßnahmen in diesem Bereich angesiedelt war und das Geschäft der Gesellschaft eher sommerlastig ist, d.h. allgemein mehr Besucher in der Sommersaison als in der Wintersaison verzeichnet.

Historische Umsätze der Segmente Bahn & Gastronomie (in Mio. €)



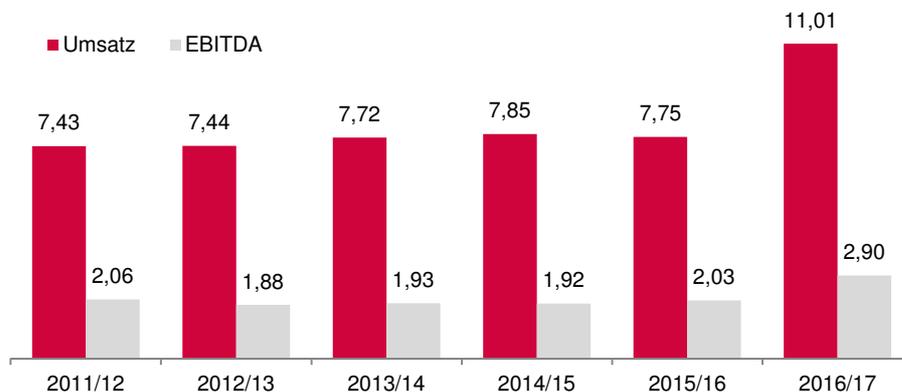
Quelle: Nebelhornbahn-AG; GBC AG

Insgesamt bleibt festzuhalten, dass die Umsatzentwicklung im GJ 2016/2017 aufgrund der positiven Effekte aus den Umbaumaßnahmen hervorragend war. Auch die Erwartungen des Managements wurden hierbei deutlich übertroffen. Die abgeschlossenen Bauprojekte, die zu einer wesentlichen Attraktivitätssteigerung des Produktangebots geführt haben, sollten sich auch positiv auf die zukünftige Geschäftsentwicklung auswirken.

Ergebnisentwicklung

Die stabile historische Umsatzentwicklung spiegelt sich ebenso in den vergangenen Ergebniskennzahlen wieder. So konnte in den abgelaufenen Geschäftsjahren ein operatives Ergebnis (EBITDA) in einer engen Bandbreite zwischen 1,88 und 2,06 Mio. € erzielt werden. Aufgrund der hohen Fixkostenstruktur (Personal, Energie und Abschreibungen) des Geschäftsmodells, lassen sich bei einer Ausweitung des Geschäftsvolumens sehr schnell die Erträge steigern (sog. Skaleneffekt). Dieser Effekt war im abgelaufenen Geschäftsjahr besonders gut zu beobachten.

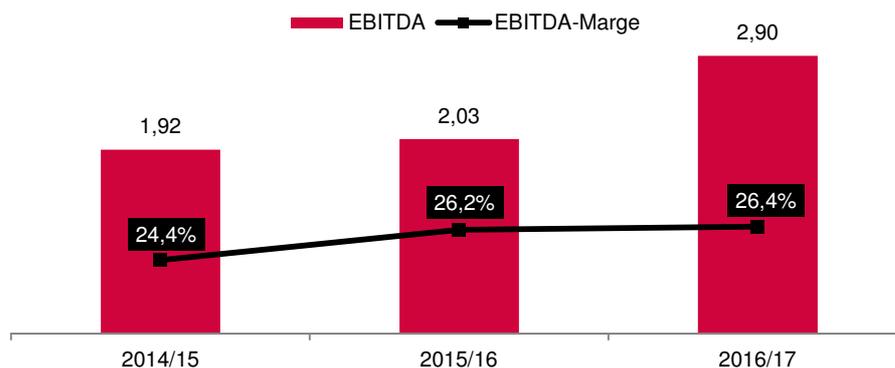
Historische Ergebnisentwicklung (in Mio. €)



Quelle: Nebelhornbahn-AG; GBC AG

Die positiven Effekte aus den vorgenommenen Umbaumaßnahmen am Nebelhorngipfel spiegeln sich sehr deutlich in der Ergebnisentwicklung wider. So stieg das Betriebsergebnis (EBITDA) sprunghaft um 42,9% auf 2,90 Mio. €, nachdem im Vorjahr ein operatives Ergebnis in Höhe von 2,03 Mio. € erzielt wurde. Ebenso konnte die EBITDA-Marge mit 26,4% auf einem hohen Niveau gehalten werden (Vorjahr: 26,2%). Deutlich höhere sonstige betriebliche Erträge im Vorjahr, eine höhere Materialaufwandsquote und eine hohe außerplanmäßige Sonderinvestition (0,8 Mio. €, Modernisierung der Steuerung der Gipfelbahn) haben einer Margenverbesserung entgegengewirkt.

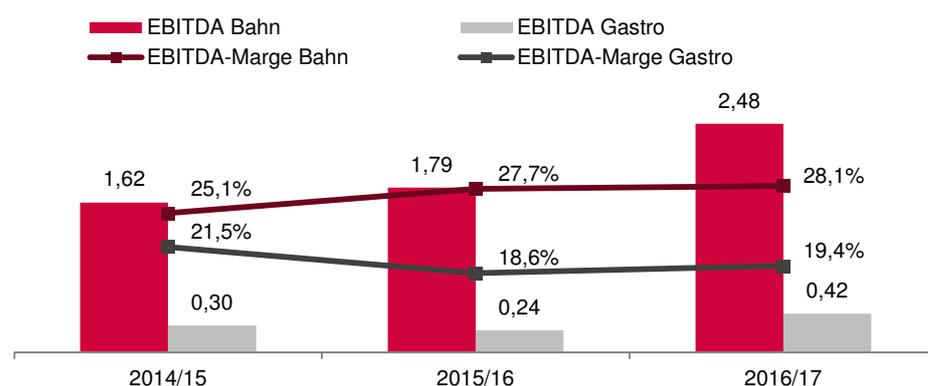
Darstellung des EBITDA (in Mio. €) und der EBITDA-Marge (in %)



Quelle: Nebelhornbahn-AG; GBC AG

Das Gesamtbetriebsergebnis der Nebelhornbahn-AG wird traditionell hauptsächlich von ihrem Bahn-Segment getragen. Aufgrund der rund 20%igen höheren Besucheranzahl im Vergleich zum Vorjahr, konnte das EBITDA dieses Segments um 38,5% auf 2,48 Mio. € zulegen. Aufgrund der hohen Fixkostenstruktur (Personal und Energie) dieses Geschäftsbereichs wurde die EBITDA-Marge auf bereinigter Basis ebenfalls (Korrektur um außerplanmäßige Sonderinvestitionen: 0,8 Mio. €) auf 37,1% (Vorjahr: 26,2%) gesteigert. Ohne Korrektur dieser Sondereffekte lag die EBITDA-Marge mit 28,1 % auf Vorjahresniveau (27,7%).

Entwicklung des EBITDA nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: Nebelhornbahn-AG; GBC AG

Im Gastronomiebereich wurde im abgelaufenen Geschäftsjahr ein noch deutlicher Gewinnzuwachs als im Hauptsegment erzielt. Entsprechend ist das operative Ergebnis um 75,0% auf 0,42 Mio. € (Vorjahr: 0,24 Mio. €) angestiegen. Maßgeblich hierfür war die um 20,0% höhere Gästeanzahl als im Vorjahr, bedingt durch den Neubau der Gipfelstation. Daneben konnte ebenso das verbesserte gastronomische Produktangebot zu dieser positiven Ertragsentwicklung beitragen. Auch margenseitig konnte eine Verbesserung im Vergleich zum Vorjahr verzeichnet werden und dies trotz einer historisch überdurchschnittlichen Materialaufwandsquote. So stieg die EBITDA-Marge der Gastronomie auf absoluter Basis um 0,8% auf 19,4% (Vorjahr: 18,6%).

Insgesamt war die Ergebnisentwicklung der Nebelhornbahn-AG im vergangenen Geschäftsjahr somit sehr erfreulich. Auch die vom Vorstand herausgegebenen Ertragsprognosen wurden deutlich übertroffen. Die vorgenommenen Umbaumaßnahmen an der Gipfelstation haben sich ebenso im Ergebnis positiv niedergeschlagen. Die hohe operative Marge aus dem Vorjahr konnte erneut erzielt und damit die hohe Ertragskraft bestätigt werden. Bereinigt um Sonderinvestitionen wurde eine noch deutlich höhere EBITDA-Marge erzielt. Hierbei zeigen sich die erzielbaren Skaleneffekte des Geschäftsmodells bei einer Ausweitung des Geschäftsvolumens.

Bilanzielle und finanzielle Situation

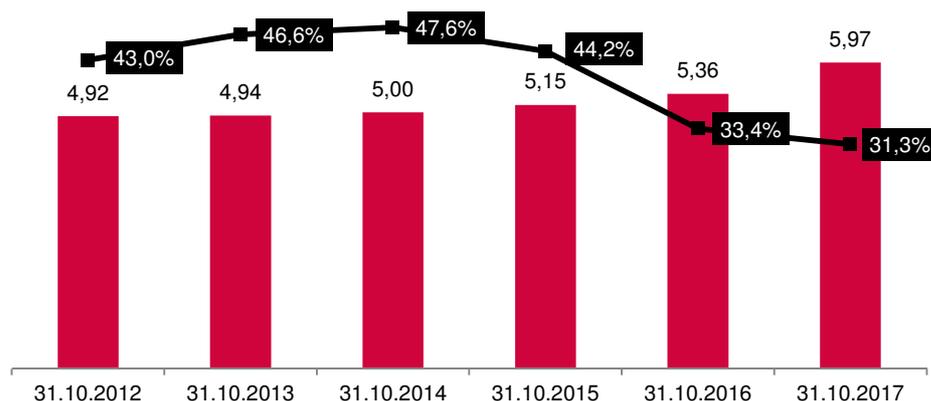
in Mio. €	31.10.2015	31.10.2016	31.10.2017
Eigenkapital	5,15	5,36	5,97
EK-Quote (in %)	44,2%	33,4%	31,3%
Zinstragende Verbindlichkeiten	5,12	9,31	11,24
Liquide Mittel	0,48	0,34	0,55
Nettoverschuldung	4,62	8,96	10,67
Operatives Anlagevermögen (inkl. Goodwill)	10,49	15,13	17,92
Net Working Capital	0,63	0,55	0,61

Quelle: Nebelhornbahn-AG; GBC AG

Die allgemeine Geschäftsentwicklung und die hohen Investitionen in der jüngsten Vergangenheit schlugen sich auch in der Bilanz nieder. So erhöhte sich einerseits durch den Rekordgewinn das Eigenkapital zum 31.10.2017 um 11,4% auf 5,97 Mio. € (Vorjahr: 5,36 Mio. €). Andererseits nahmen durch die hohen Investitionen die zinstragenden Verbindlichkeiten alleine im abgelaufenen Geschäftsjahr um +20,7% auf 11,24 Mio. € zu. In Verbindung mit den vorhandenen liquiden Mittel ergibt sich eine Nettoverschuldung von aktuell 10,67 Mio. €. Parallel hierzu sank die Eigenkapitalquote geringfügig von 33,4% auf 31,3%, befindet sich jedoch damit weiterhin auf einem hohen Niveau.

Die Investitionsoffensive in der jüngsten Vergangenheit wurde hauptsächlich über Fremdkapital finanziert. Trotz der deutlichen Zunahme der Finanzverbindlichkeiten, die aktuell zu durchschnittlich 1,6% verzinst werden, befindet sich die Eigenkapitalquote mit 31,0% auf einem soliden und akzeptablem Niveau. Auch der hierdurch zu leistende Kapitaleinsatz ist durch das solide Geschäftsmodell in Kombination mit der hohen Ertragskraft der Gesellschaft aus unserer Sicht gut abgedeckt. Für das abgelaufene Geschäftsjahr ergibt sich ein hervorragender Zinsdeckungsgrad (EBIT/Zinsaufwand) von 8,4. Dieser liegt damit deutlich im positiven Bereich.

Entwicklung des Eigenkapitals (in Mio. €) und der Eigenkapitalquote (in %)



Quelle: Nebelhornbahn-AG; GBC AG

Die dominanteste Position auf der Aktivseite der Bilanz bilden traditionell die Sachanlagen (operatives Anlagevermögen). In 2017 wurden rund 4,4 Mio. € an Sachanlagen neu aktiviert. Diese werden anschließend rätierlich abgeschrieben und erhöhen entsprechend auch den Abschreibungsaufwand.

Der von uns erwartete Neubau der Nebelhornbahn, der ein Investitionsvolumen von rund 40,0 Mio. € beinhalten könnte, würde die bestehende Bilanzstruktur deutlich verändern. Die Aktiv- und Passivseite würde sich deutlich verlängern. Die Sachanlagen im speziellen würden wesentlich an Volumen gewinnen. Das geplante Großprojekt soll gemäß

unserer Einschätzung zu 50,0% mit Eigen- und Fremdkapital finanziert werden. Entsprechend würden diese Bilanzpositionen deutlich ansteigen. Die bisherige solide Eigenkapitalquote würde trotz dieser Baumaßnahme nahezu unverändert bleiben. Der hierdurch ansteigende Kapitaldienst sollte auch mithilfe des neuen Projekts (neue Nebelhornbahn) jederzeit problemlos gewährleistet sein.

Die Liquiditätssituation der Nebelhornbahn-AG war mit 0,55 Mio. € per Ende 2017 gut. Die liquiden Mittel sollten dem Unternehmen eine hohe Flexibilität für verstärkte Marketing- und Vertriebsaktivitäten geben, was zu positiven Umsatzeffekten in den kommenden Perioden führen sollte.

Hauptversammlung 2018 (zum GJ 2017/2018)

Die Nebelhornbahn-AG hat am 11. April 2018 im Oberstdorf Haus in Oberstdorf ihre alljährliche Hauptversammlung abgehalten. Die Mehrheit des satzungsmäßigen Grundkapitals war hierbei vertreten.

Der Vorstand berichtete ausführlich über die sehr positive Entwicklung der Gesellschaft im vergangenen Geschäftsjahr 2016/2017. Hierbei stand insbesondere die neue Nebelhorn-Gipfelstation mit der Gipfelbar und dem Gipfelrestaurant sowie den angegliederten Aussichtsterrassen und die Erneuerung der Nebelhornbahn Sektion I und II im Fokus.

Die Aktionäre zeigten sich mit dem Geschäftsergebnis 2016/2017 zufrieden und stimmten allen Beschlussvorschlägen der Verwaltung mit großer Mehrheit zu. Im Rahmen dessen wurde die Ausschüttung einer Dividende in Höhe von 0,30 € je Aktie von der Hauptversammlung beschlossen. Somit konnte im Vergleich zum Vorjahr (0,20 €) eine um 50,0% höhere Dividende ausgeschüttet werden. Zudem wurden per Hauptversammlungsbeschluss 0,50 Mio. € des Bilanzgewinns in die Gewinnrücklage überführt. Darüber hinaus hat die Hauptversammlung der Schaffung eines genehmigten Kapitals in Höhe von bis zu 0,51 Mio. neuen Inhaberaktien zugestimmt. Dieses soll in Form einer geplanten Kapitalmaßnahme zur Finanzierung des Neubaus der Nebelhornhauptbahn (Sektion I und II) dienen.

Geschäftsentwicklung im 1.HJ 2017/2018

Am 14.06.2018 hat die Nebelhornbahn-AG die Geschäftszahlen zum ersten Halbjahr 2017/2018 veröffentlicht. In diesem Zeitraum konnte die Gesellschaft Umsatzerlöse in Höhe von 5,02 Mio. € erzielen, was zwar einem Umsatzrückgang von 4,2% im Vergleich zum Vorjahr entspricht. Dieser liegt jedoch mit 1,1% laut Unternehmen nur leicht unter den eigenen Planvorgaben.

Darüber hinaus hat sich der Gesamtaufwand ohne Abschreibungen um 1,9% gegenüber dem Vorjahr erhöht. Hierbei haben sich die Energiekosten für die Beschneigung durch den schneereichen Winter wieder auf eine normale Höhe reduziert. Gleichzeitig haben sich die Treibstoffkosten für die Pistenfahrzeuge aufgrund der höheren Einsatzzeiten, bedingt durch den ergiebigen Schneefall, erhöht. Zudem ist der Materialaufwand angestiegen, da große Teile der erforderlichen Kosten während der Herbstrevision und hiermit im ersten Halbjahr angefallen sind. Ebenso haben die Abschreibungen aufgrund von Investitionen am Gipfel nochmals (leicht) zugelegt. Entgegengesetzt hat sich der Finanzaufwand und der Personalaufwand entwickelt. Letzterer konnte bedingt durch ausgebliebene Einmalzahlungen des Vorjahres gesenkt werden. Der Finanzaufwand konnte insgesamt reduziert werden.

Insgesamt wurde auf Nettoebene ein Halbjahresergebnis (vor Steuern) von -0,013 Mio. € erzielt, welches um 0,41 Mio. € unterhalb des außergewöhnlich guten Vorjahresergebnis aber nur um 0,04 Mio. € niedriger als die eigene Planvorgabe lag. Dieses durchschnittliche Ergebnis wurde durch ein niederschlagreiches und wechselhaftes Wetter im Winterhalbjahr verursacht. Darüber hinaus hat das Unternehmen aber betont, dass sich der Gästezuspruch weiterhin auf einem hohen Niveau befindet.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • „Nebelhorn“ als regionale starke Marke mit langer Tradition, hoher Kundenorientierung, positivem Image und hohem Bekanntheitsgrad • Positionierung als Premium-Tourismusanbieter und damit hohe regionale Differenzierung von Wettbewerbern • Vorstand und mittleres Management mit langjähriger Erfahrung im Tourismus • Stabiles, konjunkturunabhängiges Geschäftsmodell aufgrund breitem Produkt- und Saisonangebot • Begrenzte Wetterabhängigkeit durch ein breites Produktangebot in der Sommer- und Wintersaison; wobei das Geschäft eher sommerlastig ist 	<ul style="list-style-type: none"> • Begrenzttes Wachstumspotenzial im Gastronomie- und Bergbahnsegment aufgrund von Flächenknappheit • Abhängigkeit von Schlüsselpersonen im Top-Management • Sehr investitionsintensives Geschäftsmodell, entsprechend auch hohe Nettoverschuldung (aktuell ca. 10,67 Mio. €) • Abhängigkeit von regionaler Politik, bspw. in Bezug auf Fördergelder oder größerer Bauvorhaben
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Wachstumsimpulse durch neue Bergbahn (Sektion I und II) mit positiven Effekten für den Bahn- und Gastro-Bereich (ca. 15,0% mehr Gäste werden erwartet) • Weitere Verbreiterung des Produkt- und Service-Angebots könnten zusätzliches Geschäftspotenzial erschließen • Noch stärkere Nutzung der Synergien zwischen dem Bahn- und Gastro-Segment • Nutzung von Skaleneffekten bei Erhöhung des Geschäftsvolumens 	<ul style="list-style-type: none"> • Verzögerungen bei Großprojekten können sich negativ auf den Geschäftsverlauf auswirken • Allgemeine Verschlechterung der gesamtwirtschaftlichen Lage und damit des Urlaubs- und Freizeitverhaltens

Quelle: GBC AG

PROGNOSEN UND MODELLANNAHMEN

GuV (in Mio. €)	GJ 2016/17	GJ 2017/18e	GJ 2018/19e	GJ 2019/20e	GJ 2020/21e	GJ 2021/22e
Umsatzerlöse	11,01	10,82	11,28	6,55	13,23	13,58
EBITDA (Marge)	2,90 (26,4%)	2,88 (26,6%)	3,14 (27,9%)	-0,43 (neg.)	4,43 (33,5%)	4,62 (34,0%)
EBIT (Marge)	1,27 (11,5%)	1,13 (10,5%)	1,49 (13,2%)	-1,93 (neg.)	1,28 (9,7%)	1,52 (11,2%)
Jahresergebnis	0,81	0,69	0,94	-1,70	0,50	0,66
EPS in €	0,80	0,53	0,72	-1,30	0,38	0,51

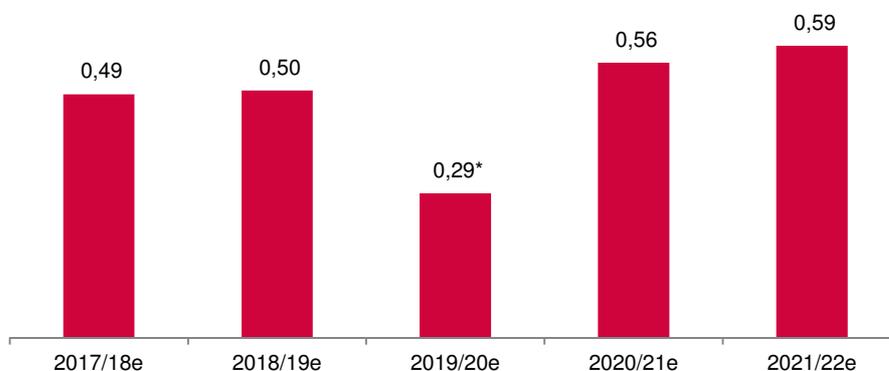
Quelle: GBC AG

Umsatzprognosen

Durch die neue Gipfelstation mit der Gipfelbar und dem Gipfelrestaurant und den angegliederten Aussichtsterrassen sowie dem neu errichteten Nordwandsteig konnte mit rund 11,0 Mio. € ein neues deutlich erhöhtes Umsatzniveau erreicht werden, welches wesentlich über den historischen Umsatzgrößen lag. Die hierdurch erreichte Attraktivitätssteigerung des Angebots am Nebelhorngipfel, sollte eine gute Basis für weiteres (zukünftiges) Wachstum bilden.

Auf Basis des Rekordumsatzes des vergangenen Geschäftsjahres und einem etwas nachlassenden Neuigkeitseffekt der Gipfelstation, rechnet die Nebelhornbahn-AG für das Geschäftsjahr 2017/18 mit einem leicht rückläufigen Umsatz und leicht sinkenden Gästezahlen. Auf Netto-Ebene erwartet der Vorstand einen Jahresüberschuss unter Vorjahresniveau.

Erwartete Entwicklung der Besucheranzahl (in Mio.)



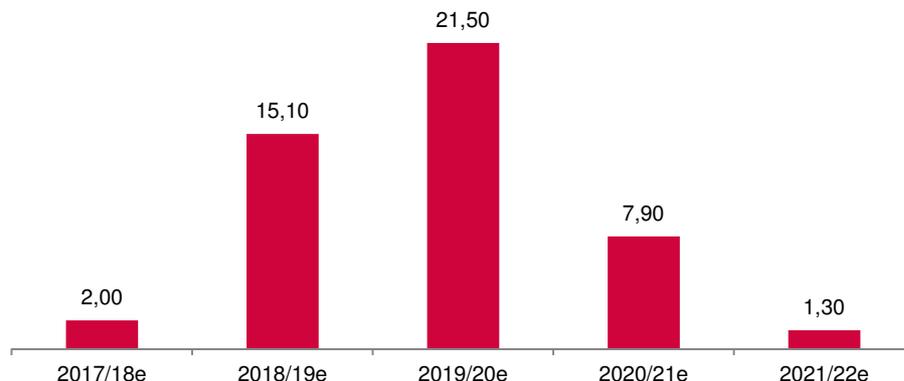
Quelle: GBC AG

*Bedingt durch den Neubau der Nebelhornbahn (Stilllegung Sektion I) & zugehörige Einschränkungen

Wir gehen ebenso wie das Management konservativ davon aus, dass im laufenden Geschäftsjahr 2017/18 aufgrund des möglichen nachlassenden Neuigkeitseffekts ein Umsatz leicht unterhalb des Vorjahresniveaus erreicht wird. Konkret erwarten wir für diese Periode 0,49 Mio. Gäste und hierbei Umsatzerlöse in Höhe von 10,82 Mio. €.

Für das Geschäftsjahr 2018/19 rechnen wir dann wieder mit einem leichten Anstieg der Gästezahlen auf 0,50 Mio. Personen und mit leichten Preisanpassungen, sowie dem Baubeginn der neuen Nebelhornbahn. Durch den Neubau der Nebelhornbahn, der gemäß unseren Annahmen ein Investitionsvolumen von 40,0 Mio. € umfasst, sollte die Beförderungsleistung deutlich ansteigen. Die Hauptinvestitionen erwarten wir für das GJ 2018/19 und das GJ 2019/20. Durch das geplante Großprojekt sollten zukünftig deutlich höhere Umsätze im Bahn- und Gastronomiesegment generiert werden können. Insgesamt sollten in der betrachteten Periode Umsatzerlöse von 11,28 Mio. € erzielt werden können.

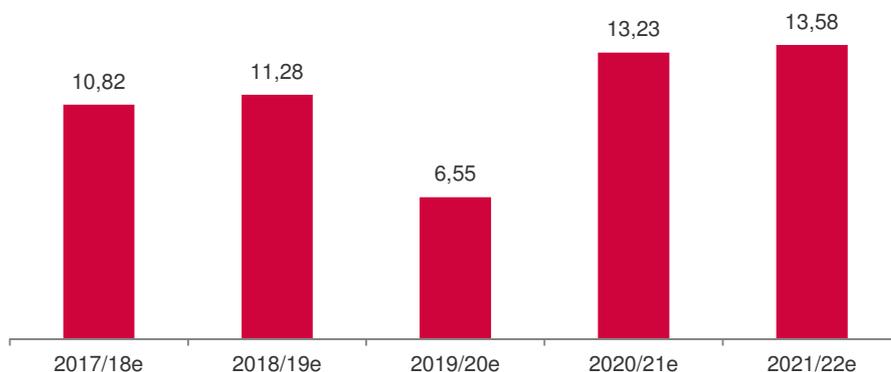
Erwartete Investitionen in neue Nebelhornbahn und laufende Projekte (in Mio. €)



Quelle: Nebelhornbahn-AG; GBC AG

Im GJ 2019/20 planen wir mit der Fertigstellung der neuen Nebelhornbahn, die nun deutlich höhere Beförderungsleistungen ermöglichen sollte. Da durch den Bauprozess in dieser Periode das bestehende Bahngeschäft stark beeinträchtigt werden könnte (Stilllegung Sektion I), erwarten wir eine deutlich geringere Gästeanzahl. Konkret kalkulieren wir mit einem Besucherrückgang auf 0,29 Mio. Personen und einem Umsatzrückgang auf 6,55 Mio. €.

Erwartete Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Für das sich anschließende GJ 2020/21 kalkulieren wir aufgrund der deutlich höheren Kapazitäten und des Neuigkeitseffekts durch die neue Bahn mit 0,56 Mio. Gästen. Des Weiteren rechnen wir mit maßvollen Preisanpassungen aufgrund des Bahnneubaus. Insgesamt rechnen wir vor diesem Hintergrund mit Umsatzerlösen in Höhe von 13,23 Mio. €.

Im Geschäftsjahr 2021/22 gehen wir aufgrund der höheren Bekanntheit der neuen Nebelhornbahn von einem weiteren Gästeanstieg auf 0,59 Mio. aus. Hierbei sollten dann Umsatzerlöse von 13,58 Mio. € generiert werden können.

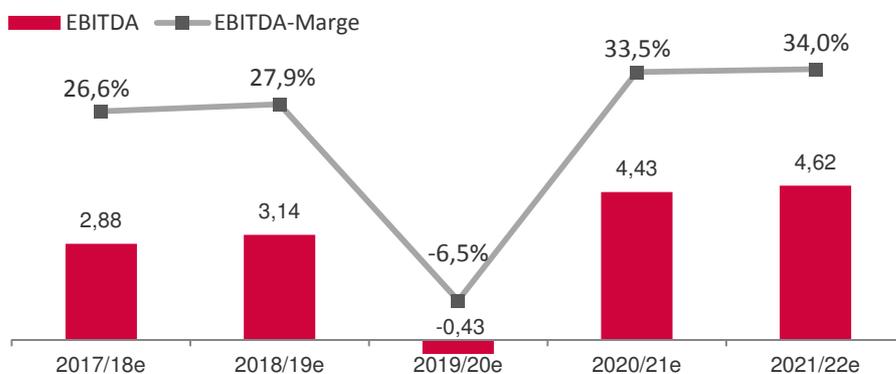
Ergebnisprognosen

Die zukünftige Ergebnisentwicklung sehen wir ebenso positiv wie die Umsatzentwicklung. Durch ein höheres Geschäftsvolumen infolge einer höheren Gästeanzahl, sollten sich zukünftig deutliche Skaleneffekte ergeben. Dadurch sollte die Nebelhornbahn-AG die bisher erzielten Renditegrößenordnungen weiter ausbauen können.

Hierzu sollte unserer Meinung nach v.a. eine unterproportionale Kostenentwicklung bei den Personalaufwendungen beitragen, die die größte Kostenposition der Tourismusgesellschaft darstellt. Im Rahmen des abgeschlossenen Bauprojekts am Nebelhorngipfel wurde zwar weiter verstärkt in Personal investiert (10 Mitarbeiter wurden zusätzlich eingestellt), jedoch besitzt das Unternehmen nun im Gastronomie-Segment eine Mitarbeiterstärke, die auch ein deutlich höheres Geschäftsvolumen stemmen kann. Ähnliches gilt für den erwarteten Neubau der Bergbahn. Auch hier rechnen wir zwar mit einem geringfügigen Personalaufbau, jedoch kann im Anschluss daran mit dieser Mitarbeiterstärke auch eine deutlich höhere Gästeanzahl befördert werden. Vor diesem Hintergrund erwarten wir zukünftig, bei steigenden Umsätzen, nur unterproportional verlaufende Personalaufwendungen. Einen ähnlichen Effekt erwarten wir für die sonstigen betrieblichen Aufwendungen. Auch diese Kostenposition sollte sich in den kommenden Jahren unterproportional entwickeln, da sie ebenfalls einen starken Fixkostencharakter besitzt

In Bezug auf die Materialaufwendungen rechnen wir im GJ 2017/18 mit einer Normalisierung, nachdem diese Kostenposition im vergangenen Geschäftsjahr durch einen Sondereffekt in Höhe von 0,8 Mio. € (außerplanmäßige, einmalige Ersatzinvestition) deutlich angestiegen war. Dies sollte sich positiv auf die Ergebnisentwicklung auswirken.

Erwartete Entwicklung des EBITDA (in Mio. €)

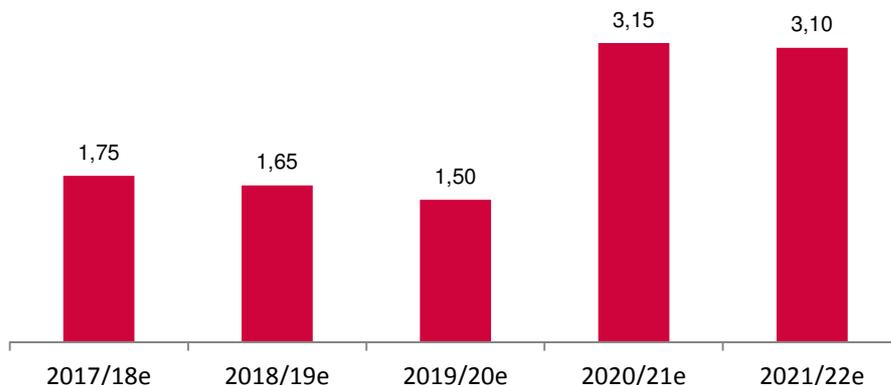


Quelle: GBC AG

Insgesamt erwarten wir für das GJ 2017/18 und auch für die Folgejahre eine deutliche Verbesserung der Rentabilität, insbesondere aufgrund von Skaleneffekten. Der erwartete Neubau der Bergbahn (in 2019) sollte nach Fertigstellung ein deutlich höheres Geschäftsvolumen ermöglichen, was sich ab dem GJ 2020/21 überproportional in den Ergebnissen niederschlagen sollte.

Andererseits rechnen wir im Hinblick auf die Abschreibungen langfristig mit einem ergebnismindernden Effekt. Dies ist dadurch bedingt, da sich durch den erwarteten Neubau der Bergbahn (Investitionsvolumen rund 40,0 Mio. €) die jährlichen anfallenden Abschreibungsbeträge signifikant erhöhen werden. Andererseits rechnen wir auf kurz- und mittlerer Sicht mit einem leichten bis moderaten Rückgang der Abschreibungsbeträge, da bereits umgesetzte größere Projekte „abschreibungstechnisch auslaufen“.

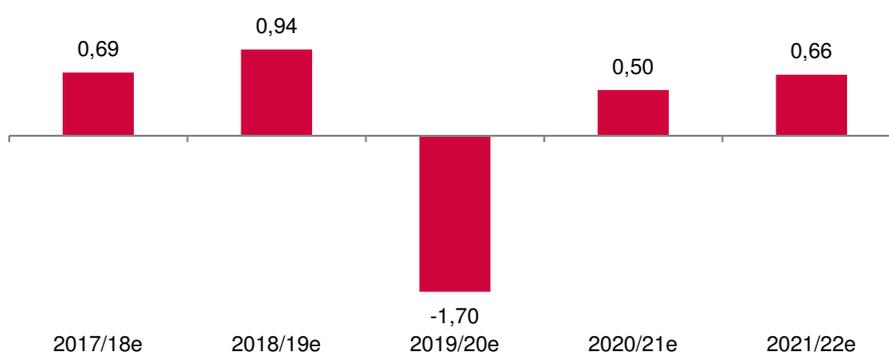
Erwartete Entwicklung der Abschreibungen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Die Zinsaufwendungen werden durch das geplante Großprojekt deutlich steigen, da geschätzte 50,0% der Investitionssumme mit Fremdkapital finanziert werden. Hierdurch werden die zukünftigen Zinsaufwendungen, bei einem erwarteten Zinssatz von 1,8%, von aktuell 0,15 Mio. € auf langfristig rund 0,60 Mio. € anwachsen. Dies wird sich entsprechend auf das Nettoergebnis der Gesellschaft auswirken.

Erwartete Jahresergebnisentwicklung



Quelle: GBC AG

Erwartete Kapitalerhöhung

Im Rahmen des von uns erwarteten Neubaus der Nebelhornbahn, gehen wir davon aus, dass von den geschätzten rund 40,00 Mio. € Gesamtinvestition ca. 9,50 Mio. € durch Eigenkapital finanziert werden könnte. Hierbei gehen wir davon aus, dass diese Gelder im Zuge einer klassischen Kapitalerhöhung eingeworben werden. Der Platzierungspreis für die geplante Kapitalerhöhung steht noch nicht fest. In unserem Bewertungsmodell rechnen wir mit bis zu 0,3 Mio. neuen Aktien zu einem Ausgabepreis von rund 32 €. Dieser Emissionspreis würde einem marktüblichen Abschlag auf den aktuellen Börsenkurs entsprechen. Somit erwarten wir einen Bruttoemissionserlös von insgesamt ca. 9,50 Mio. €.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die Nebelhornbahn-AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2017/18 bis 2022/23 in Phase 1 und für die Jahre 2023/24 bis 2024/25 in Phase 2. Die Steuerquote haben wir mit 30,0% in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt und eine nachhaltige Steuerquote von 30,0% unterstellt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0%.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Nebelhornbahn-AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,25%.**

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50% an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 0,63. Dieser relativ geringe Wert trägt dem relativ konjunkturunabhängigen Geschäftsmodell des Unternehmens Rechnung. Die Nebelhornbahn-AG hat über Jahre hinweg die Robustheit seines Geschäfts bewiesen und solide Ergebnisse erzielt.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 4,69% (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 40,0% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 2,66%.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 2,66% errechnet. Der daraus resultierende faire Wert der Nebelhornbahn-AG zum Ende des Geschäftsjahres 2018/19 beträgt 58,65 Mio. € bzw. 45,12 € je Aktie. Hierbei wurde eine Erhöhung des Grundkapitals zur Finanzierung des Großprojekts (neue Nebelhornhauptbahn) um rund 30,0% auf 1,3 Mio. Aktien unterstellt. Zudem wurde das Kursziel in Höhe von 45,12 € auf das Geschäftsjahr 2018/2019 berechnet.

Hinweis: Bei unserer Unternehmensbewertung haben wir die im Unternehmensbesitz befindlichen Grundstücke noch nicht berücksichtigt. Diese könnten auf Basis einer groben Überschlagsrechnung stille Reserven von bis zu 20,0 Mio. € beinhalten, welche bei Berücksichtigung eine weitere deutliche Erhöhung des Unternehmenswertes bedeuten würde.

DCF-Modell

Nebelhornbahn-AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	2,3%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	34,5%	ewige EBITA - Marge	15,4%
AFA zu operativen Anlagevermögen	6,1%-6,3%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	5,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate						consistency		final End wert
	GJ 17/18e	GJ 18/19e	GJ 19/20e	GJ 20/21e	GJ 21/22e	GJ 22/23e	GJ 23/24e	GJ 24/25e	
Umsatz (US)	10,82	11,28	6,55	13,23	13,58	13,92	14,24	14,57	
US Veränderung	-1,9%	4,2%	-41,9%	101,8%	2,7%	2,5%	2,3%	2,3%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,60	0,36	0,13	0,23	0,25	0,26	0,28	0,29	
EBITDA	2,88	3,14	-0,43	4,43	4,62	4,79	4,91	5,03	
EBITDA-Marge	26,6%	27,9%	-6,5%	33,5%	34,0%	34,4%	34,5%	34,5%	
EBITA	1,13	1,49	-1,93	1,28	1,52	1,69	1,81	1,93	
EBITA-Marge	10,5%	13,2%	-29,4%	9,7%	11,2%	12,1%	12,7%	13,2%	15,4%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,34 30,0%	-0,45 30,0%	0,58 30,0%	-0,39 30,0%	-0,46 30,0%	-0,51 30,0%	-0,54 30,0%	-0,58 30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	0,79	1,05	-1,35	0,90	1,06	1,18	1,27	1,35	
Kapitalrendite	4,3%	5,6%	-4,2%	1,7%	1,9%	2,1%	2,4%	2,6%	3,2%
Working Capital (WC)	0,54	0,56	0,33	0,66	0,68	0,70	0,71	0,73	
WC zu Umsatz	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Investitionen in WC	0,07	-0,02	0,24	-0,33	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	18,17	31,62	51,62	56,37	54,65	52,93	51,20	49,47	
AFA auf OAV	-1,75	-1,65	-1,50	-3,15	-3,10	-3,10	-3,10	-3,10	
AFA zu OAV	9,6%	5,2%	2,9%	5,6%	5,7%	5,9%	6,1%	6,3%	
Investitionen in OAV	-2,00	-15,10	-21,50	-7,90	-1,38	-1,38	-1,37	-1,37	
Investiertes Kapital	18,71	32,18	51,95	57,03	55,33	53,63	51,91	50,20	
EBITDA	2,88	3,14	-0,43	4,43	4,62	4,79	4,91	5,03	
Steuern auf EBITA	-0,34	-0,45	0,58	-0,39	-0,46	-0,51	-0,54	-0,58	
Investitionen gesamt	-1,93	-15,12	-21,26	-8,23	-1,40	-1,40	-1,39	-1,39	
Investitionen in OAV	-2,00	-15,10	-21,50	-7,90	-1,38	-1,38	-1,37	-1,37	
Investitionen in WC	0,07	-0,02	0,24	-0,33	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,62	-12,43	-21,11	-4,18	2,77	2,89	2,98	3,06	90,02

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	49,01	62,74
Barwert expliziter FCFs	-25,89	-14,15
Barwert des Continuing Value	74,89	76,89
Nettoschulden (Net debt)	-8,49	4,08
Wert des Eigenkapitals	57,50	58,65
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	57,50	58,65
Ausstehende Aktien in Mio.	1,3	1,3
Fairer Wert der Aktie in EUR	44,23	45,12

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,63
Eigenkapitalkosten	4,7%
Zielgewichtung	40,0%
Fremdkapitalkosten	1,8%
Zielgewichtung	60,0%
Taxshield	25,0%
WACC	2,7%

Kapitalrendite	WACC				
	2,5%	2,6%	2,7%	2,8%	2,9%
3,0%	57,26	44,25	35,16	28,46	23,32
3,1%	64,47	50,14	40,14	32,76	27,10
3,2%	71,68	56,04	45,12	37,06	30,88
3,3%	78,90	61,93	50,10	41,36	34,66
3,4%	86,11	67,83	55,07	45,66	38,44

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

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 diese Publikation 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.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer.htm>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter

Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10\%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10\%$ und $< + 10\%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10\%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.

- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.
- (11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)
- (12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Kristina Bauer, Email: bauer@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst
Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg
Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de