



Researchstudie (Anno)



**Geschäftsjahr 2017/18 mit solider Geschäfts- und operativer
Ergebnisentwicklung abgeschlossen;**

**Neubau der Nebelhornbahn soll im laufenden GJ begonnen werden, um
weiteres Qualitäts- und Wachstumspotenzial zu erschließen**

**Das angestrebte Großprojekt ermöglicht eine Steigerung der
Rentabilität durch Skaleneffekte**

Kursziel: 45,44 € 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 22

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“

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 18.03.2019 (15:41 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 19.03.2019 (10:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2019

Nebelhornbahn-AG^{*5a;5b;11}

Rating: Kaufen
Kursziel: 45,44 € je Aktie

aktueller Kurs: 39,00
15.03.2019 / München
(Schlusskurs)
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0008271107
WKN:827110
Börsenkürzel: NHB
Aktienanzahl³: 1,35
Marketcap³: 52,73
EnterpriseValue³: 51,29
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 14,6%

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 23

Unternehmensprofil

Branche: Tourismus

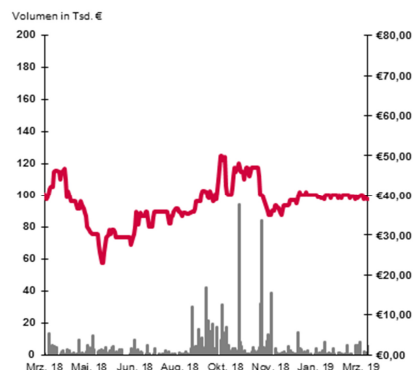
Fokus: Betrieb einer Seilbahn (Nebelhornbahn)

Mitarbeiter: 96 (Jahresdurchschnitt GJ 2017/18)

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 2017/18	GJ 2018/19e	GJ 2019/20e	GJ 2020/21e	GJ 2021/22e	GJ 2022/23e
Umsatz	10,98	10,60	10,40	6,55	13,23	13,58
EBITDA	2,84	2,76	2,51	-0,36	4,43	4,62
EBIT	0,90	0,81	0,61	-2,11	1,28	1,52
Jahresergebnis	0,53	0,47	0,27	-1,88	0,50	0,66

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,39	0,35	0,20	-1,39	0,37	0,49
Dividende je Aktie	0,20	0,20	0,20	0,00*	0,00*	0,00*

*Aufgrund der Baumaßnahmen und dem hierdurch temporär anfallenden Bilanzverlust erwarten wir für diesen Zeitraum keine Dividende

Kennzahlen

EV/Umsatz	4,67	4,84	4,93	7,83	3,88	3,78
EV/EBITDA	18,06	18,58	20,43	neg.	11,58	11,10
EV/EBIT	56,99	63,32	84,08	neg.	40,07	33,74
KGV	99,49	112,19	195,29	neg.	105,46	79,89
KBV	3,33					

Finanztermine

03.04.2019: Hauptversammlung 2019
Juni 2019: Halbjahresbericht (zum 30.04.19)
18.07.2019: Analystenkonferenz Börse München

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
07.12.2018: RS / 43,50 / Kaufen
11.07.2018: RS / 45,12 / Kaufen

** 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 2017/18 erzielte die Nebelhornbahn-AG Umsatzerlöse in Höhe von 10,98 Mio. € und konnte hiermit das Rekordumsatzniveau (VJ: 11,01 Mio. €) des Vorjahres nahezu bestätigen. Hauptsächlich hierfür war die weiterhin hohe Anziehungswirkung bzw. der hohe Zuspruch der in der jüngsten Vergangenheit errichteten neuen Gipfelstation sowie des Nordwandsteigs. Hierbei konnte die Gästeanzahl auf einen neuen Höchstwert von 501.348 (VJ: 500.154) gesteigert werden
- Die solide Umsatzentwicklung spiegelte sich auch im Betriebsergebnis (EBITDA) wider. So konnte im vergangenen Geschäftsjahr mit 2,76 Mio. € ein EBITDA nahezu auf Vorjahresniveau (VJ: 2,84 Mio. €) erwirtschaftet werden. Auf Netto-Ebene musste insbesondere aufgrund von außerplanmäßigen Abschreibungen (0,31 Mio. €) bezüglich der Sachanlagen der alten Nebelhornhauptbahn ein Rückgang im Vergleich zum Vorjahr auf 0,53 Mio. € (VJ: 0,81 Mio. €) hingenommen werden.
- Vor dem Hintergrund der aktuellen Unternehmensprognose und der leichten Verschiebung des Baubeginns auf Frühjahr 2019, haben wir unsere Prognosen angepasst. So rechnen wir nun für das laufende GJ 2018/19 aufgrund eines erwarteten nachlassenden Neuigkeitseffekts der Gipfelstation mit einer geringeren Besucherzahl und folglich mit einem rückläufigen Umsatz. Konkret erwarten wir für diese Geschäftsperiode Umsatzerlöse in Höhe von 10,60 Mio. € und hierbei ein Nettoergebnis von 0,47 Mio. €.
- Für das Folgejahr 2019/2020 erwarten wir aufgrund des Baubeginns der Nebelhornhauptbahn (von uns erwarteter Baubeginn Mai/Juni 2019) eine leichte Unterbrechung des Bahngeschäftsbetriebs gegen Ende des Geschäftsjahres, mit entsprechend negativen Effekten auf die Besucherzahl. Die Hauptinvestitionen und die hiermit zusammenhängenden umfangreichen Baumaßnahmen des Großprojektes erwarten wir für die Geschäftsjahre 2019/20 sowie 2020/21. Basierend auf der kurzzeitigen Unterbrechung des Fahrbetriebs in Verbindung mit einer erwarteten allgemeinen "Normalisierung" der Besucherzahl (Rückgang des Neuigkeitseffekts), kalkulieren wir in dieser Geschäftsperiode mit Umsatzerlösen in Höhe von 10,40 Mio. € sowie einem Nettoergebnis von 0,27 Mio. €.
- Im Folgejahr 2020/21 rechnen wir mit einer Fortsetzung der umfangreichen Baumaßnahmen und einer hierbei notwendigen Unterbrechung des Bahnbetriebs (Stilllegung Sektion I). In Anbetracht dessen erwarten wir ein deutlich geringeres Besucherniveau und somit Umsatzerlöse von dann lediglich 6,55 Mio. € sowie ein Nettoergebnis von -1,88 Mio. €.
- Im GJ 2021/22 planen wir die Fertigstellung der neuen Nebelhornbahn (erwartete Inbetriebnahme Sommer 2021), die dann deutlich höhere Beförderungsleistungen und hierdurch deutlich höhere Umsatzerlöse im Bahn- und Gastronomiebereich ermöglichen sollte. Auf Basis der deutlich höheren Beförderungskapazitäten und des von uns erwarteten Neuigkeitseffekts, rechnen wir mit einem massiven Besucheranstieg und hierdurch mit Umsatzerlösen in Höhe von 13,23 Mio. €. Im nachfolgenden Geschäftsjahr 2021/22 gehen wir aufgrund der höheren Bekanntheit der neuen Nebelhornbahn von einem weiteren Gästeanstieg aus. Hierbei sollten dann die Umsatzerlöse sowie das Nettoergebnis weiter ansteigen auf 13,58 Mio. € bzw. 0,66 Mio. €.
- **Auf Basis unserer Prognosen für das GJ 2018/19 und der Folgejahre haben wir unter Anwendung unseres DCF-Modells ein Kursziel für die Nebelhornbahn-AG von 45,44 € je Aktie ermittelt (zuvor: 43,50 €). Auf Basis des aktuellen Kursniveaus ergibt sich daraus weiterhin das Rating KAUFEN. Wir sind davon überzeugt, dass das Unternehmen durch die Umsetzung des Großprojekts „Erneuerung Nebelhornhauptbahn“ noch deutlich höhere Umsatzregionen erreichen und hierbei auch das Rentabilitätsniveau weiter ausbauen 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

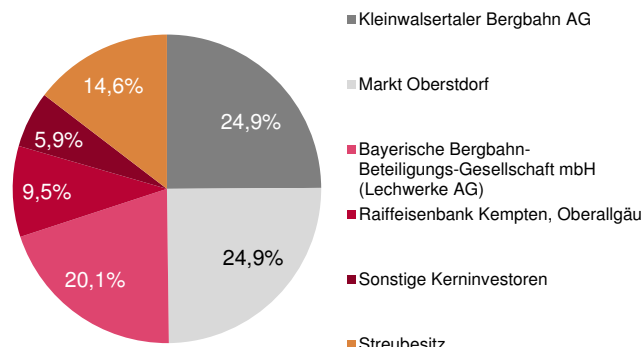
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Historische Ereignisse	4
Markt und Marktumfeld	5
Unternehmensentwicklung.....	10
Geschäftsentwicklung 2017/2018	10
Umsatzentwicklung	10
Ergebnisentwicklung	11
Bilanzielle und finanzielle Situation	13
SWOT-Analyse	15
Prognosen und Modellannahmen	16
Umsatzprognosen	16
Ergebnisprognosen	17
Bewertung	20
Modellannahmen.....	20
Bestimmung der Kapitalkosten.....	20
Bewertungsergebnis.....	20
Anhang	22

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	Oktober 2018
Kleinwalsertaler Bergbahn AG	24,9%
Markt Oberstdorf	24,9%
Bayerische Bergbahn-Beteiligungs-Gesellschaft mbH (Lechwerke AG)	20,1%
Raiffeisenbank Kempten, Oberallgäu	9,5%
Sonstige Kerninvestoren	5,9%
Streubesitz	14,6%

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 Personenseilschwebebahn 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, Vergrößerung 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; Förderkapazität 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“
2000/01	Bau Panoramabar „Gemsnest“ an der Station Höfatsblick
2001	Bau der Beschneiungsanlage Latschenhang-Seealpe
2002	Erweiterung der Beschneigung 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 Fassungsvermögen im Bereich der Seealpe
2015	Erweiterung der Beschneiungsanlage im Bereich Gipfel-Höfatsblick
2016	Bau einer neuen Gipfelstation mit neuem Restaurant sowie des neuen Nordwandsteiges rund um die Gipfelstation
2017/18	Rekord-Geschäftsjahr 2017/18 mit rd. 500.000 Gästen, hauptsächlich hierfür war die Errichtung der neuen Gipfelstation sowie des Nordwandsteigs
2019	Start des geplanten Neubaus der Nebelhornbahn Sektion I und II

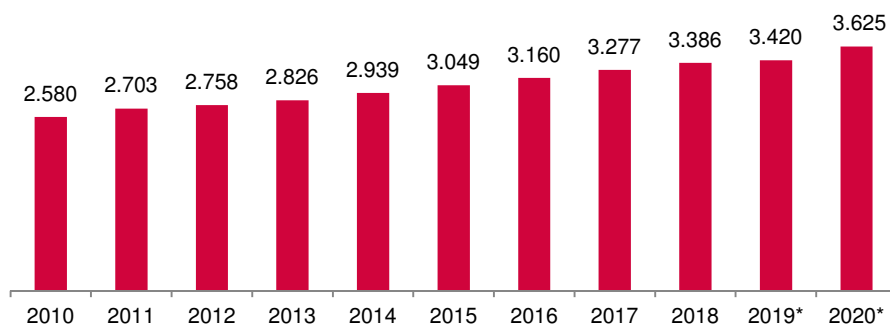
Quelle: Nebelhornbahn-AG; GBC AG

MARKT UND MARKTUMFELD

Die Nebelhornbahn-AG agiert in den Tourismussegmenten Wintersport sowie Wandern. Mit ihrem Service- und Produktangebot adressiert die Gesellschaft Personen, die sich in ihrer Freizeit oder im Urlaub (Reisen) in diesen beiden Bereichen betätigen wollen.

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 hierbei aus unserer Sicht das verfügbare Einkommen der Reiseinteressenten dar. Darüber hinaus ist für die Freizeitgestaltung von Personen ebenso die Einkommenssituation entscheidend.

Bruttoinlandsprodukt (BIP) in Deutschland (in Mrd. €)

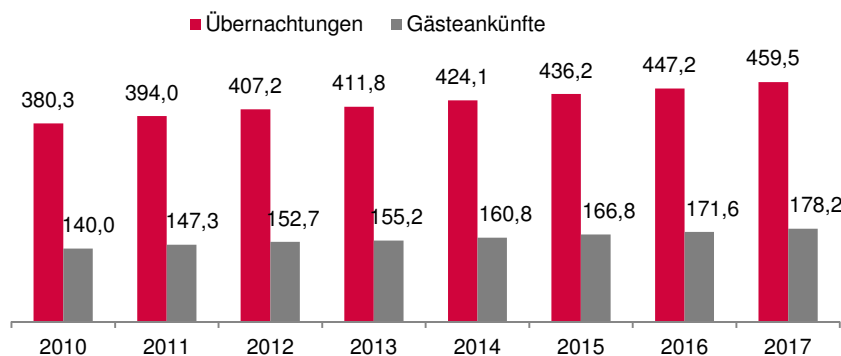


Quelle: Statistisches Bundesamt; GBC AG *Prognose Bundeswirtschaftsministerium

Aufgrund der in den vergangenen Jahren guten gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland, hauptsächlich getragen von den inländischen Exportaktivitäten, befindet sich die Arbeitslosigkeit auf einem relativ geringen Niveau und ein Großteil der Bevölkerung verfügt über eine gute Einkommenssituation. Gemäß den BIP-Wachstumsprognosen des Bundeswirtschaftsministeriums für die Jahre 2019 (BIP: +1,0%) und 2020 (BIP: +1,6%), kann auch zukünftig mit einer weiteren Fortsetzung der positiven konjunkturellen Entwicklung gerechnet werden.

Diese positiven Rahmenbedingungen begünstigen 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 2017 stetig zulegen.

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



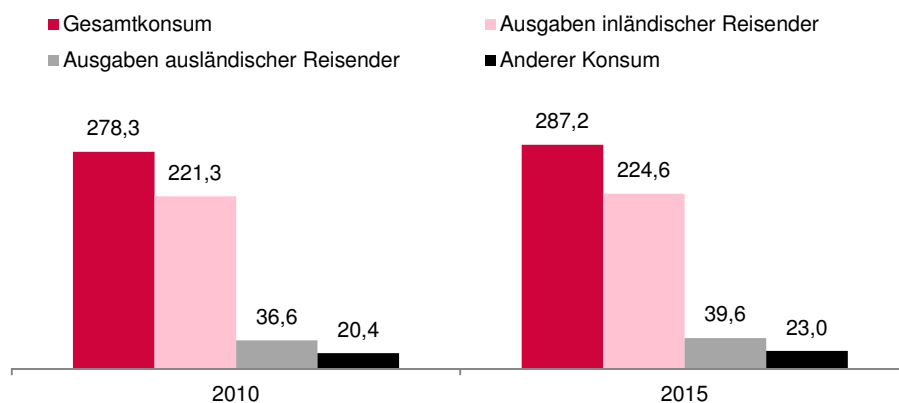
Quelle: Statistisches Bundesamt; GBC AG

So sind die Gästekünfte in diesem Zeitraum um 27,3% auf 178,2 Mio. deutlich angestiegen und ebenso konnten die Übernachtungen um 20,8% auf 459,5 Mio. anwachsen.

Trotz einer grundsätzlichen konjunkturellen Abhängigkeit der deutschen Tourismusbranche, 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. €.

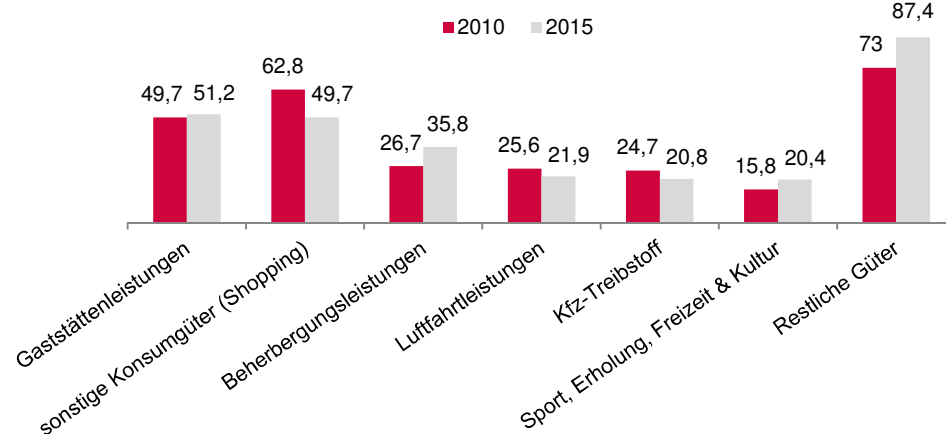
Touristischer Gesamtkonsum in Deutschland (in Mrd. €)



Quelle: BMWi; GBC AG

In 2015 wurde gemäß den Studienautoren mit 224,6 Mrd. € (78,2%) ein wesentlicher Teil des touristischen Gesamtkonsums in Höhe von 287,2 Mrd. € von inländischen Touristen für Güter und Dienstleistungen in Deutschland (Vorperiode 2010: 221,3 Mrd. € bzw. 79,5%) getätigt. Somit wird der Tourismus in Deutschland sehr stark von der inländischen Nachfrage dominiert. Hierbei gaben die Reisenden mit 51,2 Mrd. € das meiste Geld für Gaststättenbesuche aus. Auf Platz zwei folgt Shopping, vor Übernachtungen, Flügen, Treibstoff sowie dem Bereich Sport, Erholung, Freizeit und Kultur.

Touristischer Gesamtkonsum in Deutschland nach Produktkategorien (in Mrd. €)

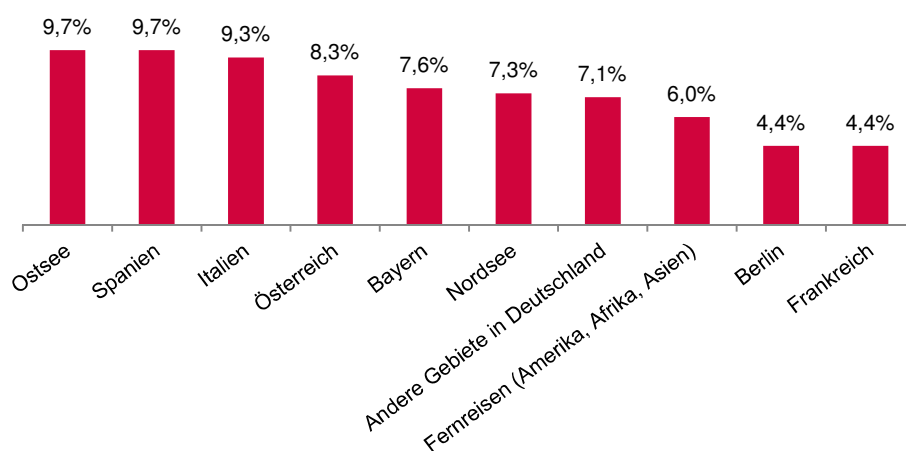


Quelle: BMWi; GBC AG

Vor dem Hintergrund, dass der deutsche Tourismussektor besonders von den inländischen Reisenden bzw. Gästen geprägt ist, soll nachfolgend speziell auf die inländische Nachfrage eingegangen werden.

Laut einer Branchenstudie (RA Reiseanalyse 2018) haben sich im Jahr 2017 27,6% der Deutschen für einen Urlaub im eigenen Land entschieden. 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 Deutschen 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.

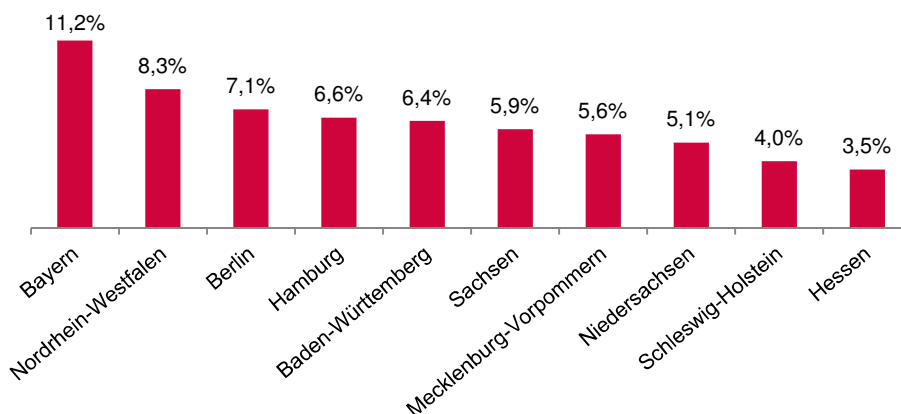
Top 10 Urlaubsreiseziele der Deutschen in 2018



Quelle: IfDAllensbach; GBC AG

Ein ähnliches Bild ergibt sich bei den Kurzurlaubsreisen der Bundesbürger. Auch hier wird Deutschland als Reiseziel klar bevorzugt. So entscheiden sich rund 75,0% aller Deutschen (RA Reiseanalyse 2018) für einen Kurzurlaub im eigenen Land. Und wenn Bundesbürger einen Urlaub in Deutschland beabsichtigen, dann reisen sie am liebsten nach Bayern. Gefolgt von Nordrhein-Westfalen, Berlin, Hamburg, Baden-Württemberg, Sachsen, Mecklenburg-Vorpommern, Niedersachsen, Schleswig-Holstein und Hessen.

Beliebte Kurzurlaubsreiseziele der Deutschen im Inland (2017)

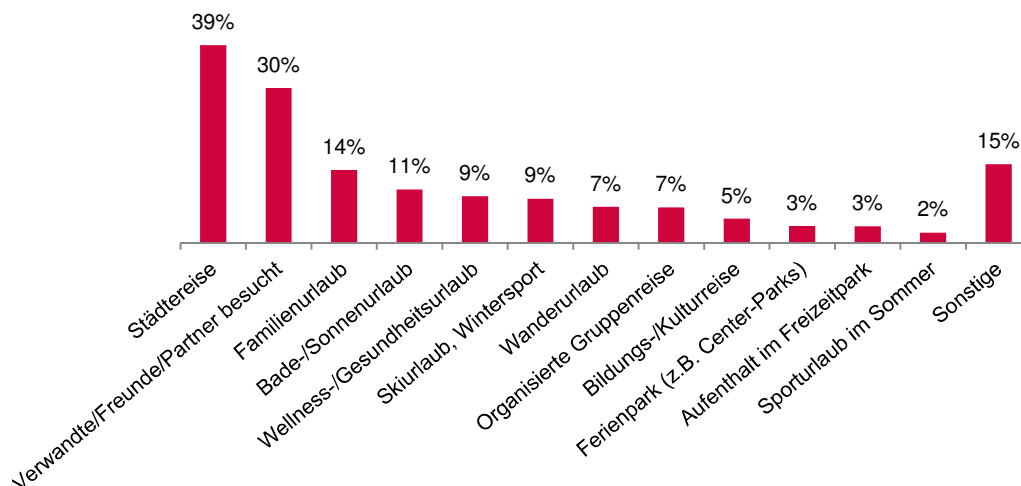


Quelle: RA Reiseanalyse 2018; GBC AG

Neben den regionalen Vorlieben der deutschen Bundesbürger im Zuge ihrer Reise- bzw. Urlaubsgestaltung, bestehen auch klare Präferenzen bei der Art des Kurzurlaubs. Be-

sonders beliebt sind Kurzurlaube im Rahmen einer Städtereise. Ebenso unter den Top-Platzierungen der beliebtesten Kurzurlaube sind Skiurlaube (Wintersport) und Wanderurlaube.

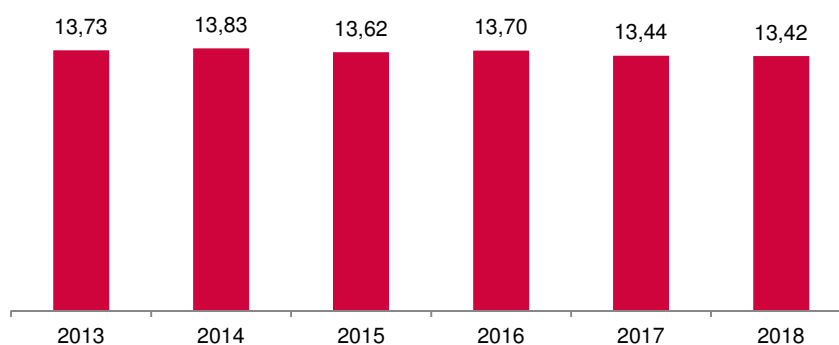
Ranking der beliebtesten Kurzurlaube der Deutschen in 2018



Quelle: VuMA; GBC AG

Speziell für die Freizeitaktivität Skisport bzw. Wintersport gibt es ein hohes Interesse der Bundesbürger. Rund 13,5 Mio. der Deutschen begeistern sich über Jahre hinweg für den Skisport bzw. Wintersport und suchen regelmäßig die entsprechenden Wintersportregionen im Rahmen ihrer Urlaubsreise auf. Bei einer aktuellen Einwohnerzahl Deutschlands in Höhe von 83,0 Mio. (Schätzung DESTATIS für Ende 2018) bedeutet dies, dass rund jeder sechste Bundesbürger ski- bzw. wintersportaffin ist.

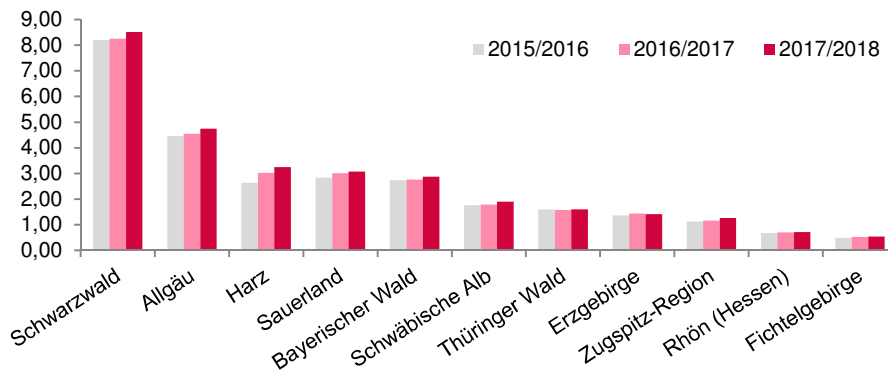
Anzahl der Personen in Deutschland, die Ski- bzw. Winterurlaub als Urlaubsreise favorisieren (in Mio.)



Quelle: IfDAllensbach; GBC AG

Besonders beliebt bei Wintersportfans sind die Gebirgsregionen Schwarzwald, Allgäu und Harz (Top-3-Regionen). Entsprechend haben die Übernachtungen in diesen Regionen in den letzten Jahren stetig neue Höchstwerte erreicht. Die Top-3-Regionen konnten hierbei im Vergleich zu 2015/16 spürbar zulegen. So hat der Schwarzwald einen Zuwachs von 3,9% und die Regionen Allgäu sowie Harz einen Anstieg von 6,5% bzw. 23,4% verzeichnen können.

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 (breites Leistungsangebot) 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 sollte sich das diversifizierte Geschäftsmodell (keine saisonale Abhängigkeit) sowie die bestehenden Synergieeffekte aus den sich ergänzenden Geschäftsbereichen Bahn und Gastronomie auch zukünftig für die Tourismusgesellschaft auszahlen.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Geschäftsentwicklung 2017/2018

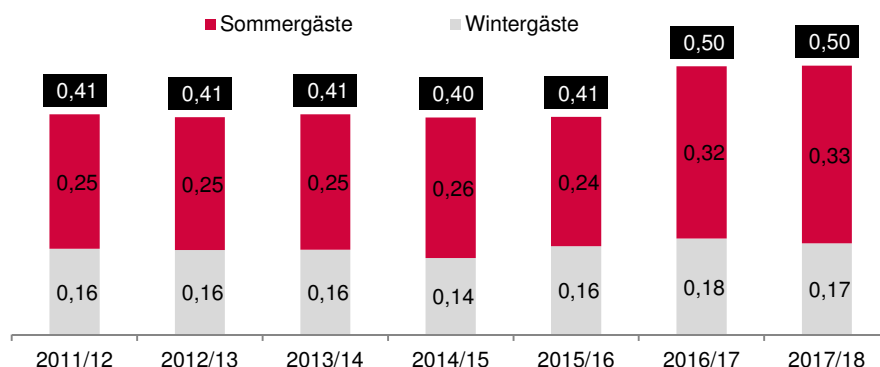
GuV (in Mio. €)	GJ 2016/17	Δ zum VJ	GJ 2017/18
Umsatzerlöse	11,01	-0,03%	10,98
EBITDA (Marge)	2,90 (26,4%)	-2,00%	2,84 (25,9%)
EBIT (Marge)	1,27 (11,5%)	-29,1%	0,90 (8,2%)
Jahresüberschuss	0,81	-34,6%	0,53
EPS in €	0,80	-51,2%	0,39

Quelle: Nebelhornbahn-AG

Umsatzentwicklung

Das vergangene Geschäftsjahr der Nebelhornbahn-AG war geprägt durch insgesamt gute Wetterbedingungen sowie einer weiterhin „hohen Anziehungskraft“ der Gipfelstation sowie des Nordwandsteigs. In Kombination führte dies zu einer neuen Rekordbesucherzahl in Höhe von 501.348 (VJ: 500.154).

Historische Entwicklung der Gäste (in Mio.)



Quelle: GBC AG; Nebelhornbahn-AG

Die Gesellschaft hat ihre Wintersaison 2017/18 am 9. Dezember 2017 begonnen und am 1. Mai 2019 beendet. Die vergangene Winterperiode war durch eine sehr schneereiche Wintersaison sowie durch mehrere Sturm- und Schlechtwettertage mit eingeschränktem Fahrbetrieb gekennzeichnet.

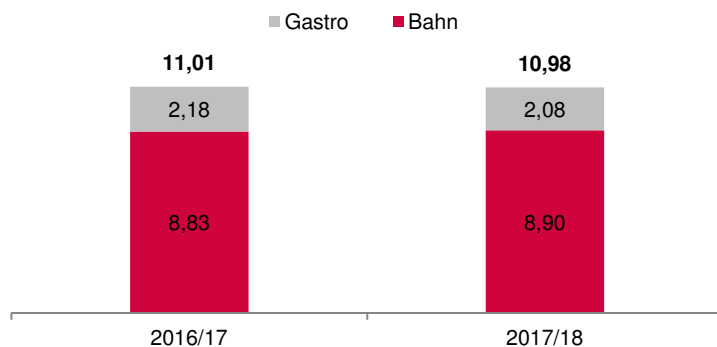
Laut Unternehmensangaben verlief die Wintersaison 2017/18 zwar unter dem Rekordergebnis des Vorjahres, jedoch war sie mit 169.778 Fahrgästen das drittstärkste Winterhalbjahr der Nebelhornbahn. Trotz der ausgefallenen Betriebstage der Gipfelbahn im November und Dezember 2017, wurden die Unternehmensplanzahlen für das Winterhalbjahr übertroffen.

Ebenso positiv entwickelte sich die vergangene Sommersaison. Diese war vom Frühjahr bis in den späten Herbst von ungewöhnlich schöner und beständiger Witterung geprägt. Die anhaltende Attraktion der Gipfelstation und des Nordwandsteigs in Verbindung mit den sehr guten Wetterbedingungen, haben gemäß Unternehmensangaben im Sommerhalbjahr zu einem herausragenden Gästezuspruch geführt. So dass die Fahrgastzahlen die hervorragenden Besucherzahlen des Spitzensommers 2017 nochmals übertreffen und deutlich über den Planzahlen liegen.

Vor dem Hintergrund der Tatsache, dass die Durchschnittserlöse je Gast im Sommer traditionell geringer sind als im Winter, ging der Umsatz trotz höherer Gästezahlen leicht

um 0,3% auf 10,98 Mio. € (VJ: 11,01 Mio. €) zurück, aber lag damit leicht oberhalb unserer Umsatzprognose. Wie auch schon in der Vergangenheit, wurden die Gesamtumsatzerlöse hauptsächlich vom Geschäftsbereich (Seil-)Bahn getragen. Dieses Segment konnte im vergangenen Geschäftsjahr mit 8,90 Mio. € das hohe Vorjahresniveau (VJ: 8,83 Mio. €) bestätigen.

Historische Umsatzentwicklung (in Mio. €)



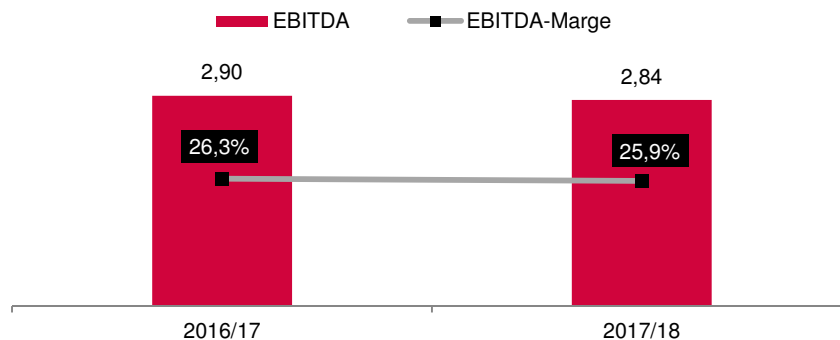
Quelle: Nebelhornbahn-AG; GBC AG

Daneben stand auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2017/2018 das Großprojekt Erneuerung der Nebelhornhauptbahn im Fokus der Geschäftspolitik. Im Rahmen dessen sind durch die beschlossenen Kapitalerhöhung der Gesellschaft im Oktober 2018 ca. 9,6 Mio. € (Bruttoemissionserlös) an liquiden Mitteln zugeflossen. Mithilfe dieser zusätzlichen Liquidität soll die notwendige Eigenkapitalausstattung des Unternehmens zur Umsetzung der Erneuerung der Nebelhornbahn Sektion I und II hergestellt werden.

Darüber hinaus hat die Gesellschaft eine Baugenehmigung für das Seilbahnrechtliche Verfahren am 6. November beim Landratsamt Sonthofen eingereicht. Zudem wurde auch ein Antrag zur Förderung des Neubaus der Nebelhornbahn durch das Bayerische Seilbahnförderprogramm bei der Regierung von Schwaben gestellt. Für Anfang 2019 erwartet die Gesellschaft die Genehmigung des Bauantrags für das Großprojekt. Im Anschluss hieran soll nach Vergabe der Hauptaufträge an den Seilbahnhersteller und die Baufirma mit den Bauarbeiten im Frühjahr 2019 begonnen werden. Die Inbetriebnahme der neuen Bahn wird für den Sommer 2021 angestrebt.

Ergebnisentwicklung

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



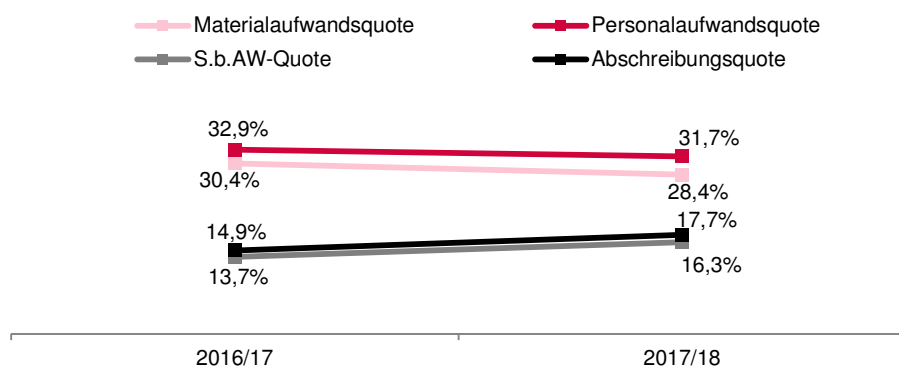
Quelle: GBC AG; Nebelhornbahn-AG

Die solide Umsatzentwicklung des Geschäftsjahres 2017/18 spiegelt sich ebenso in der operativen Ergebnisentwicklung (EBITDA) wider. So konnte im vergangenen Geschäfts-

jahr mit 2,84 Mio. € das operative Rekordergebnis des Vorjahres (VJ: 2,90 Mio. €) nahezu erreicht werden. Hierdurch hat die Gesellschaft ihre hohe operative Ertragskraft erneut unter Beweis stellen können und auch unsere EBITDA-Prognose nahezu erreicht (GBCe: 2,88 Mio. €).

Auf Kostenebene konnte das Unternehmen im vergangenen Geschäftsjahr im Vergleich zum Vorjahr Kostensenkungen im Bereich der Materialaufwendungen bedingt durch geringere bezogene Leistungen sowie bei den Personalaufwendungen durch geringere Altersvorsorgeleistungen erzielen. Entsprechend ist die Material- sowie Personalaufwandsquote spürbar auf 31,7% (VJ: 32,9%) sowie 28,4% (30,4%) gesunken.

Entwicklung bedeutender Kostenquoten



Quelle: GBC AG; Nebelhornbahn-AG

Entgegengesetzt entwickelten sich die Kostenpositionen sonstige betriebliche Aufwendungen sowie Abschreibungen. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen (s.b.AW) erhöhten sich aufgrund der entstandenen Kosten infolge der durchgeführten Kapitalmaßnahme (Kapitalerhöhung). Ebenso sind die Abschreibungen bedingt durch die Senkung der Nutzungsdauer für bestehende Restbuchwerte bei Sachanlagen (alte Nebelhornbahn) angestiegen (zusätzliche Abschreibungen: 0,31 Mio. €). Hierdurch erhöhte sich die Kostenquote der s.b.AW und der Abschreibungen deutlich auf 16,3% (VJ: 13,7%) bzw. 17,7% (VJ: 14,9%).

So sind die betrieblichen Aufwendungen insgesamt um 2,1% auf 10,33 Mio. € angestiegen. Hierdurch ergibt sich ein Rückgang des Betriebsergebnis (EBIT) um 0,37 Mio. € auf 0,90 Mio. € (VJ: 1,27 Mio. €), welcher wesentlich durch die außerplanmäßigen Abschreibungen in Höhe von 0,31 Mio. € bedingt war. Korrigiert um diesen Effekt ergibt sich ein bereinigtes EBIT von 1,21 Mio. € und damit ein Betriebsergebnis auf nahezu Vorjahresniveau (VJ: 1,27 Mio. €).

Unter zusätzlicher Berücksichtigung der Zinsaufwendungen, welche durch die regelmäßige Tilgung von Darlehen um 0,02 Mio. € auf 0,13 Mio. € (VJ: 0,15 Mio. €) gesenkt wurden, ergab sich ein Rückgang des Nettoergebnisses um 0,28 Mio. € auf 0,53 Mio. € (VJ: 0,81 Mio. €).

Insgesamt war das vergangene Geschäftsjahr der Nebelhornbahn-AG in Anbetracht der soliden operativen Geschäftsentwicklung sehr zufriedenstellend. Die Umsatz- und operativen Ergebnisniveaus des Rekord-Vorjahres konnten nahezu bestätigt werden. Die in der jüngsten Vergangenheit unternommenen Großinvestitionen (Neubau Gipfelstation & Errichtung Nordwandsteig) haben sich somit als nachhaltig erfolgreich erwiesen und konnten maßgeblich zum wirtschaftlichen Erfolg der Gesellschaft beigetragen.

Bilanzielle und finanzielle Situation

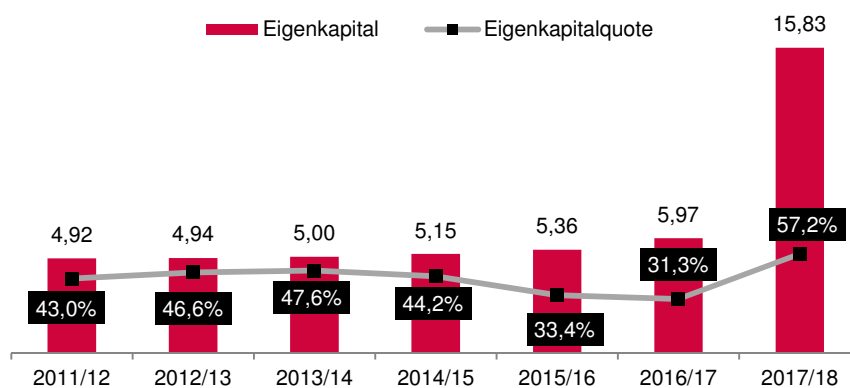
in Mio. €	31.10.2017	31.10.2018
Eigenkapital	5,97	15,83
Eigenkapitalquote	31,3%	57,2%
Bankverbindlichkeiten	9,99	8,87
Liquide Mittel	0,55	10,31
Nettoverschuldung	10,67	-1,44
Operatives Anlagevermögen (inkl. Goodwill)	17,92	16,65
Net Working Capital	0,61	0,72

Quelle: Nebelhornbahn-AG; GBC AG

Die positive Geschäftsentwicklung der vergangenen Jahre sowie die verstärkten vergangenen Investitionen schlugen sich ebenso in der Bilanz nieder. Aufgrund der positiven Ergebnisentwicklung konnten die liquiden Mittel sowie die Eigenkapitalquote zulegen. Erstere konnten zudem maßgeblich durch die vom Unternehmen im Oktober 2018 abgeschlossene Kapitalerhöhung mit einem Mittelzufluss in Höhe von ca. 9,6 Mio. € (Bruttoemissionserlös) deutlich anwachsen. Hintergrund der Kapitalmaßnahme war die Herstellung der notwendigen bilanziellen Voraussetzungen zur Umsetzung des geplanten Großprojektes Erneuerung der Nebelhornhauptbahn.

Die Nebelhornbahn-AG als Seilbahn- sowie Gastronomiebetreiber verfügt über eine hohe Sachanlagenintensität (>60,0%), wobei das Anlagevermögen zum 31.10.2018 in Höhe von 16,65 Mio. € hauptsächlich über Eigenkapital finanziert wurde. Bei einem Eigenkapital in Höhe von 15,83 Mio. € lag die Eigenkapitalquote zum 31.10.2018 mit 57,2% auf einem überdurchschnittlichen Niveau. Damit verfügt die Gesellschaft über eine sehr solide bilanzielle Situation.

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



Quelle: GBC AG; Nebelhornbahn-AG

Die Vorjahresnettoverschuldung des Unternehmens zum 31.10.2017 in Höhe von 10,67 Mio. € konnte im laufenden Geschäftsjahr zum Bilanzstichtag in eine Nettocashposition in Höhe von 1,44 Mio. € umgewandelt werden. Demgegenüber standen zum Stichtag 31.10.2018 liquide Mittel in Höhe von 10,31 Mio. € zur Verfügung.

Das Net Working Capital bewegt sich zum 31.10.2018 mit 0,72 Mio. € zwar deutlich über dem Vorjahresniveau (VJ: 0,61 Mio. €), jedoch aus unserer Sicht weiterhin auf einem (wertmäßig) relativ niedrigen Niveau.

Insgesamt schätzen wir die finanzielle Lage der Nebelhornbahn-AG aufgrund des ertragsstarken und nachhaltigen Geschäftsmodells als positiv und solide ein. In den kommenden Jahren sollte sich diese Situation unseres Erachtens aufgrund des geplanten Großprojekts und der hieraus erwarteten weiteren Rentabilitätserhöhung nochmals weiter verbessern. Die Liquiditätssituation stufen wir ebenso vor dem Hintergrund der vorhandenen liquiden Mittel als positiv ein.

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 tendenziell 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 • 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 (deutlich mehr Gäste sind zu erwarten) • 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 • Neue Urlaubs-/Freizeitangebote könnten die Geschäftsentwicklung negativ beeinflussen

Quelle: GBC AG

PROGNOSEN UND MODELLANNAHMEN

GuV (in Mio. €)	2018/19e (alt)	2018/19e (neu)	2019/20e (alt)	2019/20e (neu)	2020/21e (alt)	2020/21e (neu)	2021/22 (alt)	2021/22 (neu)	2022/23 (alt)	2022/23 (neu)
Umsatzerlöse	11,28	10,60	6,55	10,40	13,23	6,55	13,58	13,23	13,92	13,58
EBITDA (Marge)	3,14	2,76	-0,43	2,51	4,43	-0,36	4,62	4,43	4,79	4,62
EBIT (Marge)	1,49	0,81	-1,93	0,61	1,28	-2,11	1,52	1,28	1,69	1,52
Jahresergebnis	0,94	0,47	-1,70	0,27	0,50	-1,88	0,66	0,50	0,78	0,66
EPS in €	0,70	0,35	-1,26	0,20	0,37	-1,39	0,49	0,37	0,58	0,49

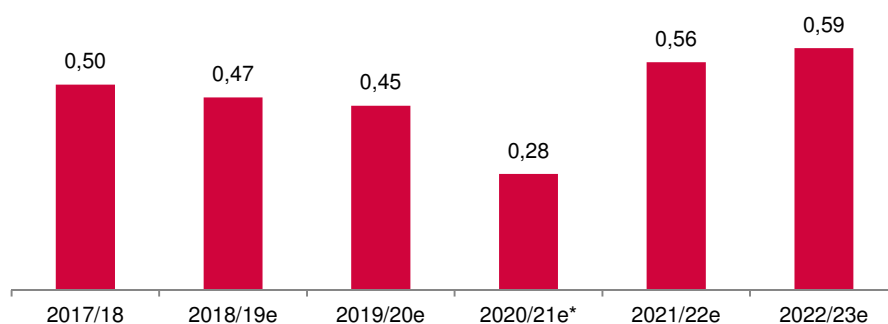
Quelle: GBC AG

Umsatzprognosen

Die vergangenen Geschäftsjahre waren sehr stark von den vorgenommenen Investitionen in die neue Gipfelstation (Gipfelbar u. Gipfelrestaurant) und in die Aussichtsterrassen sowie den Nordwandsteig geprägt. Diese haben maßgeblich zu den beiden sehr erfolgreichen vergangenen Geschäftsjahren geführt. Nach diesen umfangreichen Investitionen rückt nun das Großprojekt Erneuerung Nebelhornhauptbahn (geschätztes Investitionsvolumen rd. 40,0 Mrd. €) verstärkt in den Fokus der Geschäftspolitik und hinterlässt bereits „erste Spuren“ in der Bilanz. Der Baubeginn für dieses Projekt wird für das Frühjahr 2019 angestrebt.

Für das laufende GJ 2018/19 rechnet das Management der Nebelhornbahn-AG gemäß dem kürzlich veröffentlichten Geschäftsbericht 2017/18 mit leicht rückläufigen Gästezahlen im Vergleich zum Vorjahr und einem Jahresüberschuss leicht unter Vorjahresniveau. Darüber hinaus erwartet der Vorstand, dass die Erneuerung der Nebelhornhauptbahn (Sektion I und II) im Frühjahr 2019 beginnen wird. Da wir zuvor für das laufende Geschäftsjahr von höheren Umsatzerlösen und einem früheren Baubeginn des Großprojekts ausgegangen sind, haben wir unsere bisherigen Prognosen entsprechend angepasst.

Erwartete Entwicklung der Gästeanzahl (in Mio.)



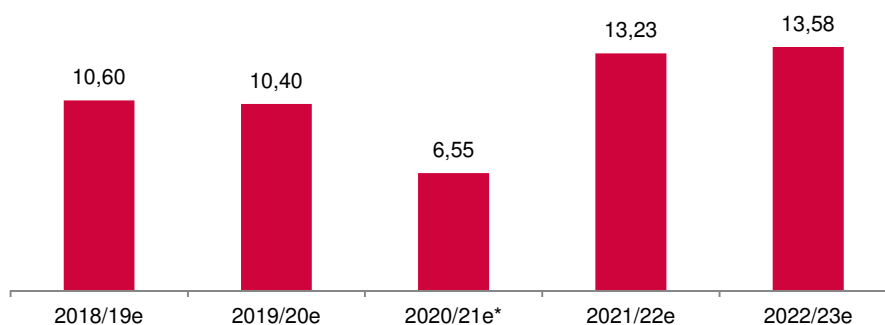
Quelle: GBC AG *Bedingt durch den Neubau der Hauptbahn (Stilllegung Sektion I) & zugehörige Einschränkungen

So rechnen wir für das laufende GJ 2018/19 ebenso wie das Management mit rückläufigen Gästezahlen, da wir von einem nachlassenden Neuigkeitseffekt der Gipfelstation ausgehen. Diese Annahme ist als konservativ anzusehen, da es durchaus möglich ist, dass sich die Besucherzahlen bedingt durch eine höhere Bekanntheit der Gipfelattraktion weiterhin auf den Rekordniveaus der Vorjahre bewegen könnten. Konkret erwarten wir für diese Geschäftsperiode 0,47 Mio. Gäste und hierbei Umsatzerlöse in Höhe von 10,60 Mio. €.

Für das Folgejahr 2019/2020 erwarten wir aufgrund des Baubeginns der Nebelhornhauptbahn (von uns erwarteter Baubeginn: Mai/Juni 2019) eine leichte Unterbrechung des Bahngeschäftsbetriebs gegen Ende des Geschäftsjahres, mit entsprechend negativen Effekten auf die Besucherzahl. Die Hauptinvestitionen und die hiermit zusammenhängenden umfangreichen Baumaßnahmen des Großprojektes erwarten wir für die Geschäftsjahre 2019/20 sowie 2020/21. Basierend auf der kurzzeitigen Unterbrechung des Fahrbetriebs in Verbindung mit einer erwarteten allgemeinen "Normalisierung" der Besucherzahl (Rückgang des Neuigkeitseffekts), kalkulieren wir in dieser Geschäftsperiode mit einer Gästeanzahl in Höhe von 0,45 Mio. € und hierauf aufbauenden Umsatzerlösen in Höhe von 10,40 Mio. €.

Im Folgejahr 2020/21 rechnen wir mit einer Fortsetzung der umfangreichen Baumaßnahmen und einer hierbei notwendigen Unterbrechung des Bahnbetriebs (Stilllegung Sektion I). In Anbetracht dessen erwarten wir eine deutlich geringere Besucheranzahl in Höhe von 0,28 Mio. und somit Umsatzerlöse von lediglich 6,55 Mio. €.

Erwartete Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

*Umsatzrückgang bedingt durch den Neubau der Hauptbahn

Im GJ 2021/22 planen wir die Fertigstellung der neuen Nebelhornbahn (erwartete Inbetriebnahme: Sommer 2021), die nun deutlich höhere Beförderungsleistungen und hierdurch deutlich höhere Umsatzerlöse im Bahn- und Gastronomiebereich ermöglichen sollte. Auf Basis der deutlich höheren Beförderungskapazitäten und des von uns erwarteten Neuigkeitseffekts, rechnen wir mit einem massiven Besucheranstieg auf 0,56 Mio. sowie mit Umsatzerlösen in Höhe von 13,23 Mio. €. Bei unserer Umsatzschätzung haben wir maßvolle Preisanpassung im Bahnsegment aufgrund des deutlich verbesserten Beförderungsangebots einkalkuliert.

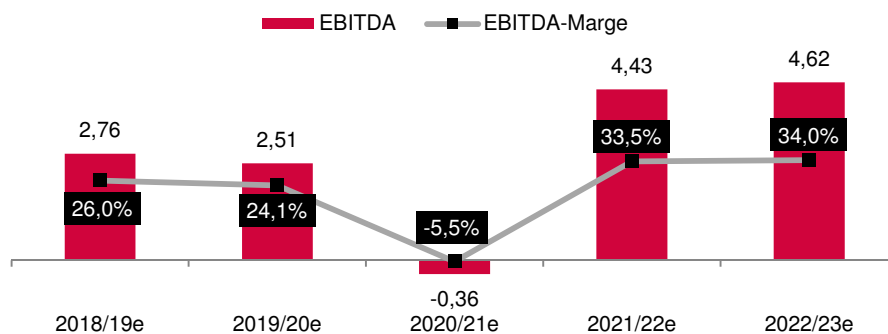
Im nachfolgenden Geschäftsjahr 2021/22 gehen wir aufgrund der höheren Bekanntheit der neuen Nebelhornbahn von einem weiteren Gästeanstieg auf 0,59 Mio. aus. Hierbei sollten dann die Umsatzerlöse weiter ansteigen auf 13,58 Mio. €.

Ergebnisprognosen

Trotz unserer angepassten Prognosen, insbesondere auf kurz- und mittelfristige Sicht, erwarten wir langfristig weiterhin eine deutlich positive Umsatz- und Ergebnisentwicklung. Für das laufende Geschäftsjahr erwarten wir eine solide Ergebnisentwicklung. Die darauf folgenden Geschäftsjahre 2019/20 sowie 2020/21 sollten bedingt durch die in diesen Zeitraum fallende Bauphase des Großprojektes Übergangsjahre mit temporären negativen Effekten auf die Geschäftsentwicklung darstellen. Ab dem hieran anknüpfenden Geschäftsjahr 2021/22 rechnen wir jedoch durch die Fertigstellung der Nebelhornhauptbahn und den hieraus erwarteten positiven Effekten mit einer deutlichen Ge-

schäfts- und Ergebnisbelegung, die zu einem nachhaltigen Ergebnisanstieg führen sollte.

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



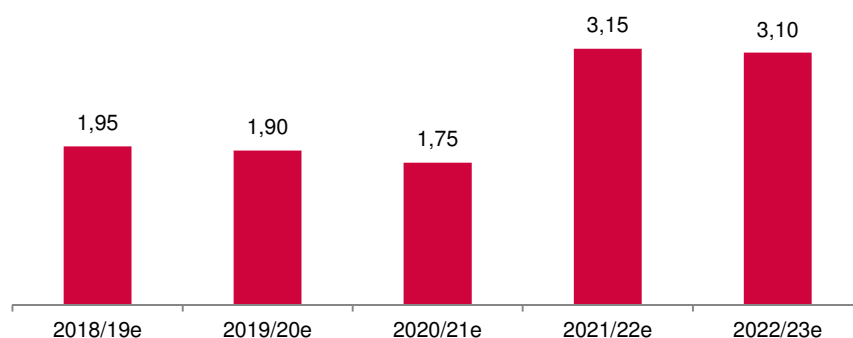
Quelle: GBC AG

Auf langfristige Sicht rechnen wir vor allem bedingt durch die höheren Kapazitäten und der allgemein höheren Auslastung der Hauptbahn in Verbindung mit einsetzenden Skaleneffekten sowie Synergieeffekten (Gastronomiebereich) mit einem überproportionalen Ergebnis- bzw. Renditeanstieg. Hierzu sollte insbesondere der von uns erwartete geringfügige Aufbau des Bahnpersonals zur Umsetzung eines wesentlich höheren Geschäftsvolumens beitragen.

Nachdem im Gastronomie-segment in der jüngsten Vergangenheit durch den Neubau des Gipfelrestaurants verstärkt in Personal investiert wurde, gehen wir davon aus, dass die aktuelle Mitarbeiterstärke ausreicht, um auch ein zukünftig deutlich höheres Geschäftsvolumen zu stemmen. In Anbetracht dessen erwarten wir langfristig bei steigenden Umsätzen nur unterproportional verlaufende Personalaufwendungen, welche aktuell den größten Kostenblock des Unternehmens darstellen.

Mit einem ähnlichen Effekt rechnen wir bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen. Auch diese Kostenposition sollte sich in den kommenden Jahren unterproportional zum Geschäftsvolumen entwickeln, da sie ebenfalls einen starken Fixkostencharakter besitzt. In Bezug auf die Materialaufwendungen rechnen wir langfristig mit einem leicht unterproportionalen Kostenverlauf und daher mit einer leicht rückläufigen Materialaufwandsquote.

Erwartete Entwicklung der Abschreibungen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

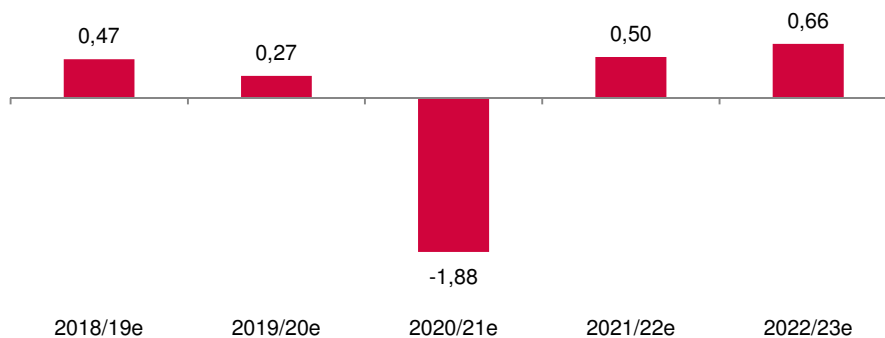
Andererseits rechnen wir im Hinblick auf die Abschreibungen langfristig mit einem ergebnismindernden Effekt. Dies ist dadurch bedingt, da sich durch den erwarteten Neubau der Hauptbahn (geschätztes Investitionsvolumen von rd. 40,0 Mio. €) die jährlich

anfallenden Abschreibungsbeträge deutlich erhöhen sollten. Auf kurz- und mittelfristige Sicht gehen wir hingegen von leicht bis moderat rückläufigen Abschreibungsbeträgen aus, da bereits umgesetzte größere Projekte „abschreibungstechnisch auslaufen“.

Darüber hinaus rechnen wir damit, dass die bisherigen Zinsaufwendungen durch das anvisierte Großprojekt deutlich steigen werden, da rund 50,0% der geschätzten Gesamtinvestitionssumme mit Fremdkapital finanziert werden soll. Hierdurch sollten die Zinsaufwendungen von zuletzt 0,13 Mio. € auf langfristig 0,57 Mio. € anwachsen und sich entsprechend ergebnismindernd auswirken.

Insgesamt erwarten wir somit für das laufende Geschäftsjahr 2018/19 ein Nettoergebnis von 0,47 Mio. €. Im darauffolgenden Geschäftsjahr sowie im Folgejahr sollten durch die bauprojektbedingten negativen Effekte die Jahresergebnisse auf 0,27 Mio. € bzw. -1,88 Mio. € sinken. Nach erwarteter Fertigstellung des Großprojektes zu Beginn des GJ 2021/22 und denn hieraus resultierenden positiven Effekten, rechnen wir für diese Geschäftsperiode mit einem massiven Ergebnisanstieg auf 0,50 Mio. €. Für das Folgejahr 2022/23 erwarten wir einen weiteren Ergebnisanstieg auf 0,66 Mio. €.

Erwartete Jahresergebnisentwicklung (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Die Nebelhornbahn-AG hat in der jüngsten Vergangenheit eine gute Basis geschaffen, um nun mithilfe der geplanten Erneuerung der Nebelhornhauptbahn den nächsten Wachstumssprung einzuleiten. Das Management hat bereits in den vergangenen Jahren bewiesen, dass sie durch große Bauprojekte bzw. umfangreiche Investitionen die Gesellschaft wirtschaftlich nach vorne bringen können. Die Umsetzung des Großprojektes sollte auch wesentlich zur weiteren Bekanntheit der Nebelhornbahn und damit zur weiteren Stärkung der Marke beitragen.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die Nebelhornbahn-AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2018/19 bis 2023/24 in Phase 1 und für die Jahre 2024/25 bis 2026/27 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 1,00%.**

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 4,44% (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 40,0% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 2,56%.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 2,6% errechnet. Der daraus resultierende faire Wert der Nebelhornbahn-AG zum Ende des Geschäftsjahres 2018/19 beträgt 61,44 Mio. € bzw. 45,44 € je Aktie (zuvor: 43,50 €). Hierbei wurde die vorgenommene Erhöhung des Grundkapitals zur Finanzierung des Großprojekts (Erneuerung Nebelhornhauptbahn) um rund 35,0% auf 1,35 Mio. Aktien berücksichtigt. Zudem wurde das Kursziel in Höhe von 45,44 € 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.

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	6,30%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	5,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio.	estimate						consistency		final Endwert
	GJ	GJ	GJ	GJ	GJ	GJ	GJ	GJ	
EUR	18/19e	19/20e	20/21e	21/22e	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e	
Umsatz (US)	10,60	10,40	6,55	13,23	13,58	13,92	14,24	14,57	
<i>US Veränderung</i>	-3,4%	-1,9%	-37,0%	101,8%	2,7%	2,5%	2,3%	2,3%	2,0%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	0,36	0,24	0,12	0,25	0,26	0,27	0,29	0,30	
EBITDA	2,76	2,51	-0,36	4,43	4,62	4,79	4,91	5,03	
<i>EBITDA-Marge</i>	26,0%	24,1%	-5,5%	33,5%	34,0%	34,4%	34,5%	34,5%	
EBITA	0,81	0,61	-2,11	1,28	1,52	1,69	1,81	1,93	
<i>EBITA-Marge</i>	7,6%	5,8%	-32,2%	9,7%	11,2%	12,1%	12,7%	13,2%	15,4%
Steuern auf EBITA	-0,24	-0,18	0,63	-0,39	-0,46	-0,51	-0,54	-0,58	
<i>zu EBITA</i>	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	0,56	0,43	-1,48	0,90	1,06	1,18	1,27	1,35	
Kapitalrendite	3,2%	1,4%	-3,4%	1,6%	2,0%	2,2%	2,4%	2,7%	3,2%
Working Capital (WC)	0,53	0,52	0,33	0,66	0,68	0,70	0,71	0,73	
<i>WC zu Umsatz</i>	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
<i>Investitionen in WC</i>	0,19	0,01	0,19	-0,33	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	29,80	42,60	55,55	53,90	52,93	51,21	49,48	49,25	
<i>AFA auf OAV</i>	-1,95	-1,90	-1,75	-3,15	-3,10	-3,10	-3,10	-3,10	
<i>AFA zu OAV</i>	6,5%	4,5%	3,2%	5,8%	5,9%	6,1%	6,3%	6,3%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-15,10	-14,70	-14,70	-1,50	-2,13	-1,38	-1,37	-2,87	
Investiertes Kapital	30,33	43,12	55,87	54,56	53,60	51,90	50,19	49,97	
EBITDA	2,76	2,51	-0,36	4,43	4,62	4,79	4,91	5,03	
Steuern auf EBITA	-0,24	-0,18	0,63	-0,39	-0,46	-0,51	-0,54	-0,58	
Investitionen gesamt	-14,91	-14,69	-14,51	-1,83	-2,15	-1,40	-1,39	-2,89	
<i>Investitionen in OAV</i>	-15,10	-14,70	-14,70	-1,50	-2,13	-1,38	-1,37	-2,87	
<i>Investitionen in WC</i>	0,19	0,01	0,19	-0,33	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-12,40	-12,36	-14,23	2,22	2,02	2,89	2,98	1,56	107,03

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	74,36	88,63
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	-15,30	-3,32
<i>Barwert des Continuing Value</i>	89,66	91,96
Nettoschulden (Net debt)	12,92	21,01
Wert des Eigenkapitals	61,44	67,63
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	61,44	67,63
Ausstehende Aktien in Mio.	1,35	1,35
Fairer Wert der Aktie in EUR	45,44	50,02

Kapitalkostenermittlung:

<i>risikolose Rendite</i>	1,0%
<i>Marktrisikoprämie</i>	5,5%
<i>Beta</i>	0,63
Eigenkapitalkosten	4,4%
<i>Zielgewichtung</i>	40,0%
Fremdkapitalkosten	1,8%
<i>Zielgewichtung</i>	60,0%
Taxshield	25,0%
WACC	2,6%

Kapitalrendite	WACC				
	2,4%	2,5%	2,6%	2,7%	2,8%
3,0%	66,12	46,85	34,44	25,77	19,38
3,1%	74,78	53,59	39,94	30,41	23,38
3,2%	83,43	60,33	45,44	35,05	27,39
3,3%	92,09	67,07	50,95	39,69	31,39
3,4%	100,74	73,81	56,45	44,33	35,40

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,5b,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