
Swiss Strategy & Relative Value

- Inländische und internationale Entwicklungen sind positiv für Schweizer Bonds
 - Primärmarkt:
 - Weitere attraktive Grossanleihen im Auslandsegment
 - Technische Analyse:
 - Schweizer CONF und US Treasury Bond Futures
 - Weisse Arena:
 - Bonitätsaspekte
-

Weisse Arena Bonitätsaspekte

Kurt Hess (+41 1 333 24 15)

Wetter und Wechselkursrelationen beeinflussen das Geschäft

Weisse Arena, Betreiber der Seilbahnen und Skilifts im Gebiet von Flims/Laax (Graubünden), ist ein neuer Emittent auf dem Schweizer Obligationenmarkt. Das Unternehmen entstand aus der kürzlichen Fusion von Bergbahnen Crap Sogn Gion und Bergbahnen Flims. Da das erste Geschäftsjahr als vereintes Unternehmen erst zum 30. April 1997 endete, sind lediglich ungeprüfte pro-forma-Abschlüsse verfügbar (siehe folgende Seite). Dieser Bericht soll Bonitätsaspekte im Zusammenhang mit der neuen CHF 30 Mio 4 1/4%-Emission mit Laufzeit bis Mai 2005 darstellen.

Das Geschäft der Weissen Arena ist vom Wintertourismus, und damit in erheblichem Masse von den Schneeverhältnissen abhängig. Zwar halfen im letzten Jahr zeitige Schneefälle die Schweizer Wintersportgebiete, dennoch bleibt die Schweizer Tourismusbranche unter Druck. Der Tourismus insgesamt mag eine Wachstumsbranche sein, aber der Wettbewerb um das Budget der Urlauber ist global geworden, und alternative Urlaubsformen wie Taucherferien und «ökologische Erfahrungsreisen» gewinnen an Beliebtheit. Die Schweizer Urlaubsgebiete hatten darüber hinaus in den letzten Jahren darunter zu leiden, dass Währungsentwicklungen den Skiurlaub in der Schweiz für viele potenzielle Besucher aus dem Ausland unerschwinglich machten. Ein zusätzlich belastender Faktor war die allgemein schwache Konjunktur in Europa. Gesamtschweizerisch waren die Buchungen in den letzten paar Jahren tendenziell rückläufig oder stagnierten bestenfalls. Während kleinere Liftbetreiber bereits zu Restrukturierungen gezwungen wurden, scheint uns Weisse Arena mit ihrer Franchise in einem der bedeutendsten Skigebiete Europas gut positioniert, mit dem derzeitigen Strukturwandel zurechtzukommen. Unter dem Aspekt der Kreditqualität sollte man sich aber trotzdem der relativ schmalen Operationsbasis des Unternehmens, sowohl hinsichtlich der Art der Aktivitäten als auch der Geografie bewusst sein.

Bilanz mit hohem Fremdkapitalanteil

Ausgehend von der pro-forma-Bilanz von Weisse Arena (die nur wenige Details enthält) schätzen wir die gesamte Nettoverschuldung auf ca. CHF 105 Millionen. Dem steht ein jährlicher operativer Cash-flow von etwas über CHF 9 Millionen gegenüber. Solche Grössenordnungen im Verhältnis von Verschuldung zu Cash-flow finden sich für gewöhnlich nur bei sogenannten «Highly Leveraged Transactions» oder ganz generell bei Unternehmen im High-Yield-Qualitätssegment. Zu dem passt auch eine Zinsdeckung (durch EBDIT) von lediglich 2.8x. Da die Weisse Arena beabsichtigt, den Emissionserlös teilweise für Investitionsausgaben zu verwenden, erwarten wir eine weitere Zunahme der Nettoverschuldung.

Bankverbindlichkeiten mit hypothekarischen Sicherheiten

Gemäss den Bilanzen von Bergbahnen Crap Sogn Gion und Bergbahnen Flims vor der Fusion bestanden nahezu alle verzinslichen Verbindlichkeiten in Form von hypothekarisch besicherten Bankkrediten. Da die neue Schweizer Obligation auf ungesicherter Basis emittiert wird und die Negativklausel in den Anleihebedingungen keine Beschränkung für die Verpfändung von Vermögenswerten für Bankkredite vorsieht, werden diese Wertschriften effektiv einer betragsmässig substanzi-

Single-B-Rating trotz grosser Bedeutung für die lokale Wirtschaft

ellen Bankschuld im Rang nachgestellt. Somit würden in einem Worst-case-Liquidationsszenario die Ansprüche der Obligationäre weit hinten in der Rangfolge der Kapitalrückzahlung rangieren.

Unserer Ansicht nach sollten sich Investoren auch nicht von der Tatsache beruhigen lassen, dass Weisse Arena eine wichtige Rolle in der lokalen Wirtschaft Graubündens spielt. Eine mögliche Unterstützung durch die regionalen Behörden bei Eintritt eines Worst-case-Szenarios wird sicherlich die Fortführung des Betriebs der Anlagen gewährleisten. Mit der Abgeltung ihrer Ansprüche dürfen die Obligationäre in diesem Fall aber keineswegs rechnen.

Aufgrund des schwachen Kreditprofils und auch der effektiven Nachrangigkeit der ungesicherten Obligationen stufen wir die vorliegende Emission der Weissen Arena im «Lower Non-investment Grade» ein. Dies entspricht einem Single-B-Bonitätsrating der offiziellen Ratingagenturen.

Pro-forma-Finanzzahlen Weisse Arena per 30. April, 1997 (ungeprüft)

	(CHF 000)		(CHF 000)
Bilanz		CSFB-Schätzungen anderer Finanzdaten	
Umlaufvermögen	8'206	Nettoverschuldung	105'000
Anlagevermögen	119'987	Marktkapitalisierung ¹	49'000
Bilanzsumme	<u>128'193</u>		
		EBDIT	14'250
Kurzfristiges Fremdkapital	8'536	Operativer Cash-flow	9'250
Langfristiges Fremdkapital	108'200	Nettozinsaufwendungen	5'000
Eigenkapital	11'457		
Bilanzsumme	<u>128'193</u>	Bonitätskennzahlen	
		Netto-Schuldentilgung (EBDIT)	7.4 Jahre
Erfolgsrechnung		Nettozinsdeckung (EBDIT)	2.85x
Umsatz	52'670	Nettoverschuldung / Marktkap.	2.14
Material- und Warenaufwand	5'920		
Personalaufwand	19'039		
Übriger Betriebsaufwand	18'461		
Abschreibungen, Wertberichtigungen	8'347		
Reingewinn	<u>903</u>		

¹ Basierend auf 350'000 Aktien zu einem Kurs von CHF 140.–. Man beachte, dass diese Aktien nicht kotiert und nur ausserbörslich gehandelt werden.

Quelle: CSFB-Schätzungen, Emissionsprospekt

Swiss Strategy & Relative Value

- Domestic and international developments provide strong support for Swiss bonds

 - Primary market
 - Additional attractive liquid issues in foreign segment

 - Technical analysis
 - Swiss Conf, German Bund and US Treasury bond futures

 - Weisse Arena
 - Credit aspects
-

Weisse Arena credit aspects

Kurt Hess (+41 1 333 24 15)

**Business dependent on
the vagaries of snow
falls and currency
rates**

Weisse Arena, the operator of cable cars and ski lifts in the Flims/Laax area (Grisons), is a first-time issuer in the Swiss bond market. The company is the product of a recent merger between Bergbahnen Crap Sogn Gion and Bergbahnen Flims. As its first operating year as a unified company ended on April 30, 1997, only unaudited pro-forma financials are available (see next page). The purpose of this report is to highlight credit quality aspects of the new CHF 30 million 4¼% issue maturing in May 2005.

Weisse Arena's business relies on winter tourism and thus depends to a large extent on snow conditions. While timely snowfalls last year helped the Swiss alpine resorts, the Swiss tourism industry remains under pressure. Tourism in general may be a growth industry, but competition for the tourist dollar has become global and alternative vacation activities, such as diving and "ecology experiences", are gaining popularity. Swiss resorts have also suffered in recent years as currency shifts priced Swiss ski vacations out of reach of many potential foreign visitors. An additional constraining factor has been the weak state of European economies. Bookings have been declining or, at best, stagnating for the last few years. Whereas smaller lift operators have already been forced into restructuring, Weisse Arena with its franchise in one of Europe's premier ski resorts appears well-positioned to cope with the structural changes taking place. From a credit viewpoint, however, one should be aware of the company's narrow asset base, both with respect to business activity and geographical diversification.

**Highly leveraged
balance sheet**

From Weisse Arena's pro-forma balance sheet (which shows few details) we estimate a total net interest-bearing debt of CHF 105 million. This compares to an annual operating cash flow of a little more than CHF 9 million. Such levels of debt to cash flow are usually only associated with highly leveraged financing transactions or companies in the high-yield segment. Similarly, we estimate interest coverage (through EBDIT) at a mere 2.8x. As Weisse Arena intends to apply some of the proceeds of the issue towards capital investments, we expect a further increase in net debt.

Bank debt secured

According to the pre-merger financial statements of Bergbahnen Crap Sogn Gion and Bergbahnen Flims, essentially all interest-bearing liabilities were in the form of mortgaged bank debt. As the new Swiss bond will be issued on an unsecured basis and the negative pledge in the indenture provides no limitation to pledging assets for bank loans, these securities are effectively subordinated to a massive layer of secured bank financing. Thus, in a worst-case liquidation scenario, bondholder claims would rank close to last in the order of capital repayments.

**Single-B quality
despite importance for
local economy**

In our view, investors should also take little comfort from the fact that Weisse Arena plays an important role in the local economy of Grisons. Potential support from regional authorities in a worst-case scenario will surely guarantee continued operation of the facilities, but they are unlikely to bail out public bondholders in the event of a capital restructuring.

Based on both the company's weak credit profile and the junior status of unsecured bondholders, we thus assign our "Lower Non-investment Grade" rating to the recent issue of Weisse Arena. In the context of official rating agencies this corresponds to a Single-B credit quality.

Pro-forma financial statements Weisse Arena as of April 30, 1997 (unaudited)

	(CHF 000)		(CHF 000)
Balance sheet		CSFB estimates of other financial data	
Current assets	8,206	Net debt	105,000
Fixed assets	119,987	Market capitalisation ¹	49,000
Total assets	<u>128,193</u>		
		EBDIT	14,250
Current liabilities	8,536	Cash flow from operations	9,250
Non-current liabilities	108,200	Net interest expense	5'000
Shareholders' equity	11,457		
Total liability & equity	<u>128,193</u>	Credit ratios	
		Net debt payback (EBDIT)	7.4 years
Income statement		Net interest coverage (EBDIT)	2.85x
Turnover	52,670	Net debt / market cap.	2.14
Material costs	5,920		
Personnel expense	19,039		
Misc. operating expense	18,461		
Depreciation, value adjustments	8,347		
Net income	<u>903</u>		

¹ Based on a number of 350,000 shares outstanding and a share price of CHF 140.—. Note, however, that these shares are not listed.

Source: CSFB estimates, bond prospectus
