

Überprüfung Bewertungssystematik





Überprüfung der Bewertungssystematik der Schweizerischen Gesellschaft für Hotelkredit (SGH)

AUTOR: PROF. DR. PHILIPP LÜTOLF,
DOZENT UND PROJEKTLEITER, INSTITUT FÜR FINANZDIENSTLEISTUNGEN ZUG IFZ DER HOCHSCHULE LUZERN

Die SGH bewertet ihre Kundenhotels mit der Discounted Cashflow Methode (DCF), welche sich in der Praxis zur Bewertung von Hotelbetrieben und Hotelimmobilien durchgesetzt hat. Der Unternehmenswert stellt eine zentrale Richtgrösse für die Bestimmung der Höhe der Kundendarlehen dar. Gemäss Artikel 7 des Bundesgesetzes über die Förderung der Beherbergungswirtschaft darf das SGH-Darlehen zusammen mit den übrigen gleichrangigen und vorrangigen Fremdkapitalfinanzierungen den Ertragswert nicht überschreiten. Im Rahmen einer Studie wurde überprüft, ob die DCF-Methode für die SGH nach wie vor das «richtige» Bewertungsverfahren darstellt und falls ja, ob die von der SGH verwendeten Inputparameter adäquat ausgewählt sind.

EIGNET SICH DIE DCF-METHODE ZUR BEWERTUNG VON HOTELBETRIEBEN?

Bei Anwendung der DCF-Methode werden die zukünftig erwarteten Free Cashflows mit dem WACC diskontiert. Je vorhersehbarer und konstanter Erträge, Aufwendungen und Investitionen sind, umso einfacher ist die DCF-Methode anzuwenden. Im Vergleich zu anderen Branchen dürfen die Erträge und Aufwendungen der Hotellerie in etwa durchschnittlich anspruchsvoll zu schätzen sein. Umstände wie beispielsweise Zukäufe oder Verkäufe von Unternehmensteilen, Auslands-

aktivitäten, die Versorgung mit sehr preiszyklischen Rohstoffen oder das Vorhandensein von extremen Klumpenrisiken auf der Nachfrageseite, welche die Volatilität der Erträge und Aufwendungen steigern, fehlen praktisch vollumfänglich. Eine Herausforderung ist der Umgang mit dem hohen Anteil fixer betrieblicher Aufwendungen. Ertragsschwankungen wirken sich bei hohen Fixkosten stark überproportional auf die Gewinn- und (Free) Cashflow-Volatilität aus. Es ist daher wichtig, dass die DCF-Bewertung eine Sensitivitätsanalyse umfasst, welche die Entwicklung des Unternehmenswerts in Abhängigkeit mehrerer Ertragsszenarien darstellt.

WIE «GUT» SCHÄTZT DIE SGH DIE ZUKÜNFTIGEN FREE CASHFLOWS?

Im Rahmen der Studie konnten im Rahmen von DCF-Bewertungen erstellte Free Cashflow-Schätzungen mit den später effektiv realisierten Free Cashflow-Werten abgeglichen werden. Der Median der Abweichung der Betriebsertragsschätzung (für das Startjahr der Residualwertperiode) vom realisierten Wert liegt bei 9% und ist damit als positiv einzuschätzen. Der Free Cashflow wird in den SGH-Bewertungen in der Mehrheit der Fälle etwas überschätzt. Dies liegt in erster Linie jedoch nicht an einer Überschätzung der Erträge, sondern an einer Unterschätzung der Betriebsaufwendungen. In Anbetracht

der Unsicherheit, mit welcher Zukunftsschätzungen verbunden sind, ist der SGH eine «gute Free Cashflow-Schätz-Fähigkeit» zu attestieren.

WIE WIRKT SICH EIN EREIGNIS WIE DIE CORONA-PANDEMIE AUF DEN DCF-UNTERNEHMENSWERT AUS?

Ein Ereignis wie die Corona-Pandemie kann je nach Hotelbetrieb zu einer deutlichen temporären Ertrags- bzw. Free Cashflow-Einbusse führen. In diesem Fall fällt der DCF-Wert. Da sich mit dem Hotel zukünftig weniger Cashflow verdienen lässt, ist ein Rückgang des Unternehmenswerts folgerichtig. Simulationen zeigen, dass sich der DCF-Wert pro Pandemiejahr rund 5% bis 10% reduziert, falls der Cashflow bei rund Null stabilisiert werden kann.¹ Im Falle eines Cashdrains fällt der Rückgang stärker aus. Nach Überstehen der Pandemie und nachdem allfällig aufgeschobene Investitionen nachgeholt sind, steigt der DCF-Wert wieder auf das Vor-Pandemie-Niveau.

Mit rückläufigen Free Cashflows reduziert sich das Potenzial der Hotelbetriebe zur Rückzahlung von Kapital an die Finanzierenden. Es stellt sich daher die Frage, ob die SGH auf die Unternehmenswertsenkungen mit einer Reduktion des Finanzierungspotenzials reagieren soll. Diese Frage ist kaum pauschal zu beantworten. Entscheidend ist, ob die Kundschaft dem Schuldendienst nachkommen kann. Falls nein, können die Amortisationszahlungen zwei Jahre sistiert werden. Ob dies notwendig ist, kann eine Tragbarkeitsanalyse zeigen.² Zudem ist einzuschätzen, ob das betreffende Hotel die Pandemie überstehen wird. Mit «überstehen» ist einerseits gemeint, ob das verfügbare Eigenkapital ausreicht, um die Verluste zu tragen, und andererseits, ob die flüssigen Mittel zur Aufrechterhaltung der Zahlungsbereitschaft ausreichen. Handlungsbedarf betreffend Anpassung des Unternehmenswerts besteht, falls Eigenkapital und Liquidität durch die Pandemie bedroht werden. Dies könnte bei Vorliegen der folgenden Voraussetzungen der Fall sein.

- Die Pandemie dauert mehrere Jahre.
- Das Hotelunternehmen verfügt über eine geringe Eigenkapital- und Liquiditätsausstattung.
- Das Hotelunternehmen verfügt über hohe Fixkosten, welche bei rückläufigen Erträgen nicht zu reduzieren sind.
- Das Hotelunternehmen weist einen Investitionsstau auf.
- Das Hotelunternehmen ist stark in «pandemieanfälligen» Geschäftsfeldern tätig.

Trennscharfe Grenzen für eine Anpassung des Unternehmenswerts sind kaum zu setzen. Womöglich könnte auch das Rating mit in die Überlegungen einbezogen werden. Je schlechter das Rating ist, umso wahrscheinlicher ist ein Nicht-Überstehen der Pandemie.

WIE HOCH IST DER RISIKOGERECHTE KAPITALKOSTENSATZ (WACC) DER SGH-KUNDENHOTELS?

Die über die letzten zehn Jahre gemessene Gewinnvolatilität von SGH-Kundenhotels ist in etwa um den Faktor 1.1 höher als die Gewinnvolatilität von Hotels bzw. vor allem Hotelketten mit börsenkotierten Aktien. Im Vergleich zu einer Peergroup von kotierten Restaurants bzw. vor allem Restaurantketten fällt die Gewinnvolatilität der SGH-Kundenhotels um den Faktor 1.9 höher aus. Gegenüber einer Gruppe von Airlines und gegenüber den im Swiss Performance Index (SPI) Subindex Industrie- und Industriedienstleistungen enthaltenen Unternehmen um den Faktor 1.3. Die höhere Gewinnvolatilität der SGH-Kundenhotels steht für ein höheres Unternehmensrisiko und begründet damit ein höheres Beta und einen höheren Eigenkapitalkostensatz. Über die erwähnten Vergleichsgruppen lässt sich für die SGH-Kundenhotels ein durchschnittlicher Eigenkapitalkostensatz von 11,4% herleiten. Zuzüglich einer vorsichtig geschätzten Prämie für kleinkapitalisierte Unternehmen resultiert ein Eigenkapitalkostensatz von 13,4%.

Die aktuelle Durchschnittsverzinsung auf den SGH-Darlehen liegt bei 1,63%.³ Der tiefe Wert hängt in erster Linie vom tiefen Zinsniveau ab. Entscheidend ist jedoch auch, dass es sich vor allem um Hypothekendarlehen mit den Immobilien als Sicherheit handelt. Die Differenz von Eigenkapitalkostensatz (ohne Grössenprämie, 11,4%) und Fremdkapitalkostensatz ist mit fast 10% sehr hoch. Für den Schweizer Aktienmarkt weist die KPMG Kapitalkostenstudie einen Durchschnittswert von nur 4,9% (7,7% – 2,8%) aus. Für die Hotellerie scheint der Eigenkapitalkostensatz deutlich überdurchschnittlich zu sein und der Fremdkapitalkostensatz unterdurchschnittlich. Dies liegt auch daran, dass die nachrangigen SGH-Darlehen nicht marktgerecht gepreist sind. Private, nachrangige Darlehensplatzierungen werden in der Schweizer Hotellerie zu Zinssätzen zwischen 4% und 6% abgewickelt.⁴ Es ist davon auszugehen, dass die durchschnittliche Bonität der Kundschaft in diesen Fällen eher etwas besser ist als im durchschnittlichen SGH-Hotel. Es muss daher wohl von einem Satz am oberen Ende ausgegangen werden. Angenommen, die Nachrangdarlehen haben eine marktgerechte Verzinsung von 6% und die Bankfinanzierungen von 1,9%, resultiert in diesem Fall ein risikogerechter Fremdkapitalkostensatz von 3,3% bzw. von 2,8% nach Steuern (15%).⁵

Der risikogerechte WACC der SGH-Kundenhotels liegt somit bei 6%. Er basiert auf den folgenden Inputparametern:

- Eigenkapitalkostensatz: 13,4%
- Fremdkapitalkostensatz nach Steuern: 2,8%
- Finanzierungsverhältnis: 30% Eigenkapital, 70% Fremdkapital
- WACC: 6%

¹ Bieger & Lütolf (2021), Herausforderung der Bewertung von Tourismusunternehmen in einer Pandemie, in: Krisenmanagement und Zukunftsstrategien für den alpinen Tourismus – Schweizer Jahrbuch für Tourismus 2020/2021, Herausgeber: Bieger, Beritelli & Lässer, Erich Schmidt Verlag, Seite 62f.

² Diese Vorgehensweise wird auch vorgeschlagen von Bieger & Lütolf (2021), Herausforderung der Bewertung von Tourismusunternehmen in einer Pandemie, in: Krisenmanagement und Zukunftsstrategien für den alpinen Tourismus – Schweizer Jahrbuch für Tourismus 2020/2021, Herausgeber: Bieger, Beritelli & Lässer, Erich Schmidt Verlag, Seite 55–67.

³ SGH

⁴ Lütolf et. al. (2021), Alternativen zur Bankfinanzierung für touristische Unternehmen – Vertiefungsarbeiten im Rahmen Auslegeordnung Investitionsförderung, SECO-Studie.

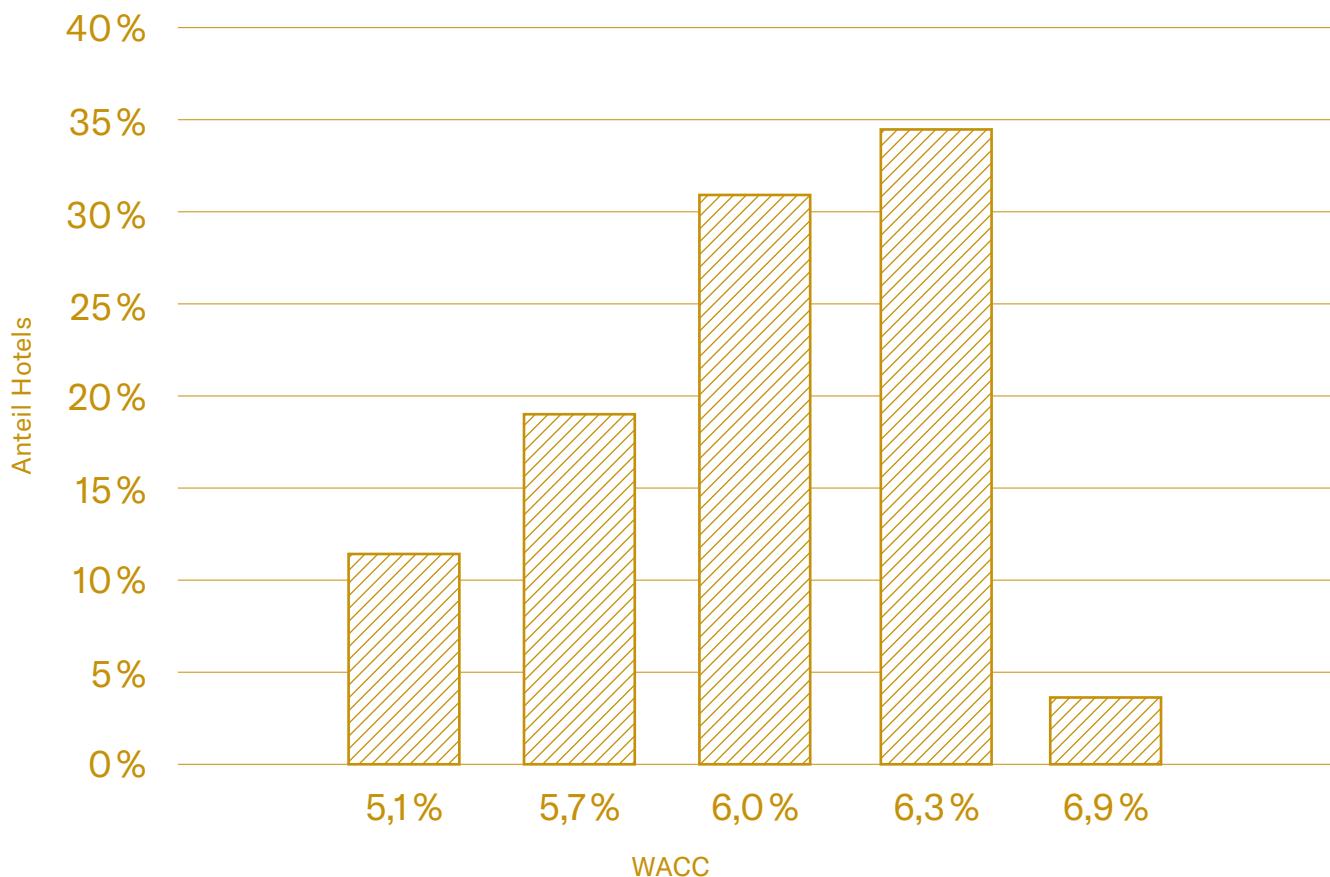
⁵ Es ist angenommen, dass die Bankkredite betragsmässig doppelt so hoch sind wie die SGH-Darlehen.

HABEN ALLE HOTELUNTERNEHMEN DEN GLEICHEN WACC?

Mit Hilfe einer linearen Regression wurde der Einfluss von vier Risikofaktoren (Anlageintensität, Zyklizität, Operating Leverage, Financial Leverage) auf den Eigenkapitalkostensatz kotierter Hotelunternehmen geschätzt. Die Erkenntnisse wurden dann mit einem Z-Score Modell auf die SGH-Kundenhotels übertragen. Die Eigenkapitalkostensätze der SGH-Kundenho-

tels liegen in einer Bandbreite von 10,4% bis 16,4%. Mit dem Fremdkapitalkostensatz (nach Steuern) von 2,8% resultiert eine WACC-Bandbreite von 5,1% bis 6,9%. Abbildung 1 zeigt die Verteilung der Kapitalkostensätze über die Stichprobe der SGH-Kundenhotels.

Abbildung 1: Verteilung der Kapitalkostensätze (WACC) der SGH-Kundenhotels



Faktoren, welche die erwähnten Risikofaktoren und damit die Höhe des Kapitalkostensatzes beeinflussen, sind beispielsweise:

- Diversifikation der Gästesegmente und Klumpenrisiken
- Lage des Hotels
- Anlageintensität bzw. Kapitalumschlag
- Fixkostenanteil
- Höhe der Verschuldung
- Möglichkeiten zur Auswechslung des Betreibenden / Komplexität Hotelkonzept
- Keyman-Risk
- Alternative Nutzungsmöglichkeiten für die Hotelimmobilie
- Anzahl Zimmer

WELCHEN WACC VERLANGEN INVESTIERENDE BEIM HOTELKAUF?

Insgesamt liegen für 15 Hotelkauf- bzw. Verkaufstransaktionen von der SGH erstellte DCF-Unternehmensbewertungen vor. Indem der Transaktionspreis durch den nachhaltig geschätzten Free Cashflow dividiert wird, resultiert der im Kaufpreis implizit enthaltene WACC. Dieser liegt für die Stichprobe in einer Bandbreite von 1,9% bis 7,4%. In der Hälfte der Fälle liegt der WACC zwischen 1,9% und 4,3%. Der Mittelwert liegt bei 4%. Somit besteht eine Diskrepanz zwischen einerseits der theoretisch gerechtfertigten risikoadäquaten Renditeforderung und andererseits der tatsächlich von Hotelkäuferinnen und -käufer verlangten Renditeforderung. Entweder unterschätzt die Hotelkäuferchaft die Risiken, oder sie sind be-

wusst zur Inkaufnahme eines Liebhaberdiscounts bereit. Dies bedeutet, dass sie sich aus «Liebe» zum Hotelobjekt mit einer tieferen Rendite zufriedengeben. Oder anders formuliert: Sie sind bereit, einen zu hohen Preis zu bezahlen. Sie bezahlen eine Liebhaberprämie. Eine andere Erklärung ist, dass die Käuferschaft nicht am Hotelbetrieb interessiert ist, sondern an einer alternativen Nutzung der Hotelimmobilie.

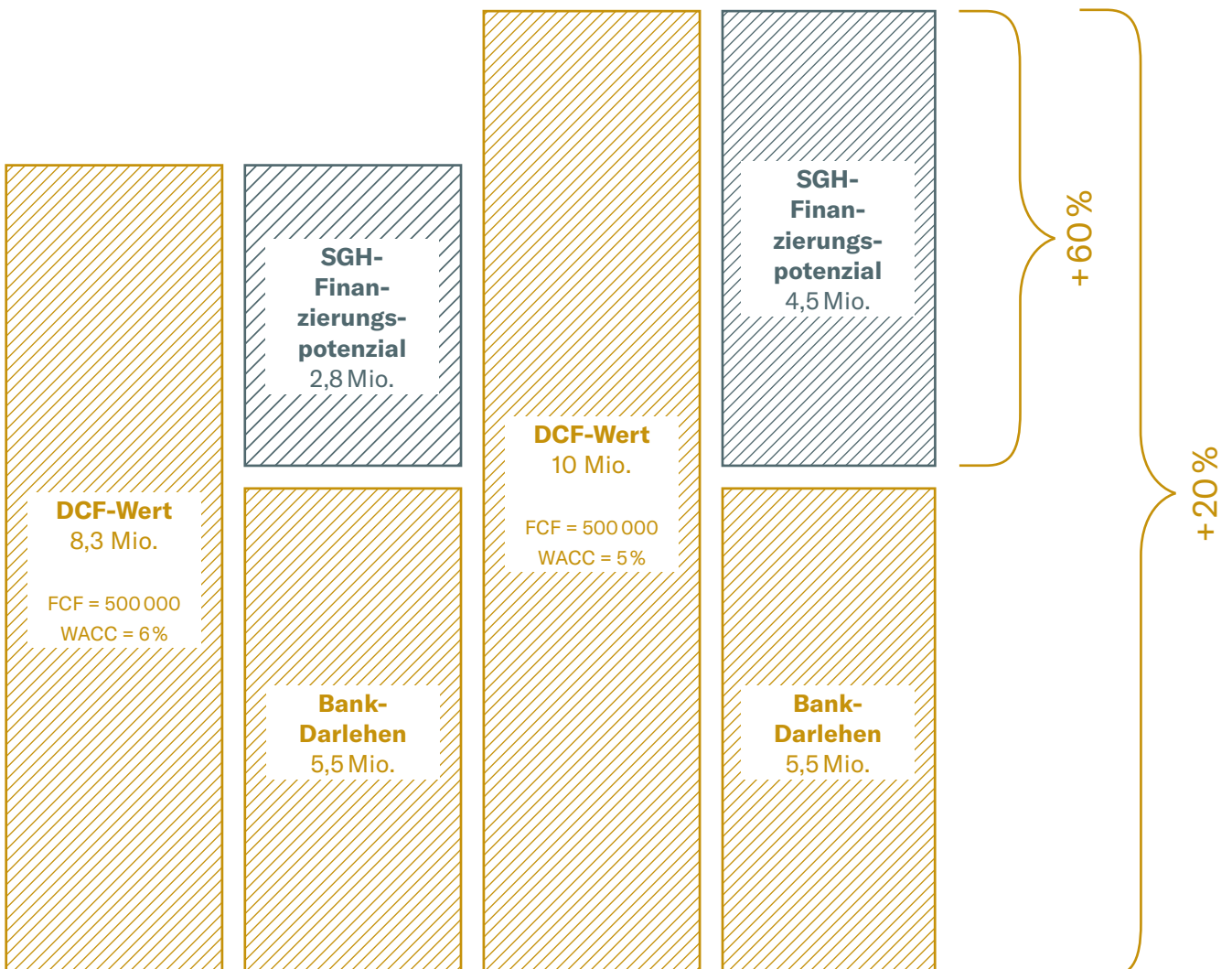
MIT WELCHEM WACC RECHNET DIE SGH?

Seit 2020 rechnet die SGH mit einem WACC von 5%. Dieser Wert ergibt sich aus einem Fremdkapitalkostensatz von 4,5%, einem Eigenkapitalkostensatz von 5,75% und einem Fremdfinanzierungsgrad von 70%. Somit berücksichtigt die SGH die mit der Hotellerie verbundenen Risiken nicht vollumfänglich. Die Folge eines reduzierten Kapitalkostensatzes ist ein überhöhter Unternehmenswert. Vor 2020 hat die SGH noch mit einem WACC von 5,3% gerechnet, bis zum Jahr 2009 mit einem WACC von 6%.

INWIEWEIT FÖRDERT DIE SGH DIE SCHWEIZER HOTELLERIE ÜBER EINEN ZU TIEFEN WACC?

Angenommen, ein Hotelbetrieb erwartet zukünftig einen nachhaltigen jährlichen Free Cashflow von rund CHF 500 000. Die Bank schätzt eine Verschuldungskapazität von knapp CHF 6 Mio. und finanziert das Hotel mit einem Darlehen von CHF 5,5 Mio. Mit einem risikogerechten WACC von 6% resultiert ein DCF-Ertragswert von CHF 8,3 Mio. Der Bankkredit macht rund 65% vom Ertragswert aus. Die SGH darf ihrerseits mit nachrangigen Darlehen bis maximal zum Ertragswert finanzieren. Folglich könnte die SGH noch ein Darlehen von CHF 2,8 Mio. sprechen. Da die SGH jedoch nur mit einem WACC von 5% rechnet, macht der Bankkredit nur 55% des SGH-Ertragswerts von CHF 10 Mio. aus. Die SGH könnte daher sogar ein Darlehen von maximal CHF 4,5 Mio. vergeben. Das Hotel kann dadurch dank des tieferen SGH-WACC von einem zusätzlichen Finanzierungspotenzial von rund CHF 1,7 Mio. profitieren. Dank des WACC von 5% (anstelle von 6%) fällt das SGH-Finanzierungspotenzial um 60% höher aus. Das gesamte Finanzierungspotenzial (SGH und Bank) fällt 20% höher aus.

Abbildung 2: Finanzierungspotenzial bei einem WACC von 5% bzw. 6%



Aktuell hat die SGH Darlehen mit einem Volumen von CHF 284 Mio. ausstehend. Bei dessen Gewährung hat die SGH mit einem WACC von 5% bzw. 5,3% kalkuliert. Die Verwendung eines risikogerechten Kapitalkostensatzes von 6% hätte dazu geführt, dass das Finanzierungspotenzial der SGH 38%⁶ geringer (im Vergleich zu WACC 5%) bzw. 29% geringer (im Vergleich zu einem WACC von 5,3%) ausgefallen wäre. Unter der Annahme einer gleichbleibenden Ausnutzung des Finanzierungspotenzials hätte die SGH bei Verwendung eines WACC von 6% somit rund einen Drittel bzw. rund CHF 100 Mio. weniger Darlehen vergeben können.⁷

WELCHEN EINFLUSS HAT EINE ZUNEHMENDE INFLATION AUF DIE BEWERTUNG DER HOTELUNTERNEHMEN?

Die DCF-Methode kann entweder auf realen oder nominalen Werten basieren. Wichtig ist, dass sowohl der WACC als auch die Free Cashflows entweder beide real oder beide nominal festgelegt sind. Die SGH verwendet nominale Free Cashflows und einen nominalen WACC. Grundsätzlich ist die DCF-Methode in der bestehenden Form daher auch bei steigender Inflation anwendbar.

Eine steigende Inflation kann die Unternehmenswerte negativ beeinflussen. Dies ist einerseits der Fall, wenn steigende Preise für Waren, Investitionen oder Energie sowie zunehmende Löhne nicht über höhere Preise an die Kundschaft weitergegeben werden können. In diesem Fall sinken Free Cashflows und damit der Unternehmenswert. Andererseits ist der WACC bei steigender Inflation zu überprüfen. Ein WACC von 5% impliziert, dass die Investierenden auf dem in die Hotellerie investierten Kapital eine Rendite von 5% verlangen. Im Nullinflationsumfeld der letzten Jahre geben die 5% sowohl die nominale als auch die reale Renditeerwartung wieder. Angenommen, die Inflationsrate würde nachhaltig 3% betragen. Bei unverändertem WACC resultiert dann «nur» noch eine reale Renditeerwartung von 1,9%. Falls dieser Wert nicht den Erwartungen an eine risikogerechte Rendite entspricht, müsste der nominale WACC erhöht werden. Eine Erhöhung des WACC sollte jedoch nur dann erfolgen, wenn die Inflation langfristig auf hohem Niveau bleibt. Rund 70 bis 80% des Unternehmenswerts sind durch den Residualwert und damit durch die Free Cashflows ab dem fünften Planjahr begründet. Kurzfristige «Inflationswellen» dürften daher nicht zu einer Anpassung der Unternehmenswerte führen.

Führt die Inflation zu steigenden Zinsen kann auch die Tragbarkeit der verzinslichen Schulden beeinflusst werden. Es gilt jedoch zu berücksichtigen, dass die SGH mit einem kalkulatorischen Fremdkapitalzinssatz von 4,5% rechnet und die Banken mit eher noch höheren Werten. Zumindest «moderat» steigende Zinsen dürften daher grundsätzlich keinen Einfluss auf die Tragbarkeit aufweisen.

SIND MULTIPLES EINE ALTERNATIVE ZUR DCF-METHODE?

Multiples sind eng verwandt mit den so genannten absoluten Bewertungsmethoden wie DCF. Angenommen, im Rahmen einer DCF-Rechnung wird auf eine detaillierte Planungsperiode verzichtet. Der ewig konstante Free Cashflow wird mit einem WACC von 5% diskontiert. Die Wachstumsrate ist 0%. Mit 5% diskontieren (und Wachstum = 0%) ist das Gleiche, wie ein Multiple von 20 ($=1/0.05$) zu bezahlen. Ein WACC von 10% verlangen, wäre gleichbedeutend mit einem Multiple von 10 zu bezahlen.

Multiples sind wohl nicht eine Alternative zur DCF-Methode, sondern eher eine ideale Ergänzung. Einerseits sind Enterprise Value (EV) / Betriebsertrag, EV / EBITDA oder EV / GOP sinnvolle Multiples. Andererseits kann auch ein EV / Zimmer Multiple sinnvoll sein. Die Anwendung von Multiples steht und fällt mit der Verfügbarkeit von Daten vergleichbarer Unternehmen bzw. vergleichbarer Transaktionen. Für den Markt der SGH ist die Datenlage als eher schlecht zu beurteilen. Die SGH könnte den Lead übernehmen, um eine Datenbank für Hotellerie-Transaction-Multiples aufzubauen und um Richtwerte für die wichtigsten Multiples zu definieren. Mittels einem Komponenten-Modell mit den nachfolgend aufgeführten Faktoren können Zu- und Aufschläge zu den Richtwerten bestimmt werden: Erwartetes Betriebsertragswachstum, Diversifikation der Gästesegmente und Klumpenrisiken, Lage des Hotels, Anlageintensität, Fixkostenanteil, Verschuldung, Möglichkeit Betreibende auszuwechseln, Keyman-Risk, alternative Nutzungsmöglichkeiten für die Hotelimmobilie, Anzahl Zimmer. Je höher das erwartete Wachstum und je geringer die Ausprägung der aufgeführten Risikofaktoren, umso höher das Multiple. Die Berücksichtigung der verschiedenen Faktoren kann über ein Scoring-Modell erfolgen.

⁶ Mit einem WACC von 5% fällt das SGH-Finanzierungspotenzial 60% höher aus als mit einem WACC von 6%.

Daher fällt das Potenzial mit einem WACC von 6% 37,5% geringer aus ($1/1,6-1$).

⁷ Annahme: Rund die Hälfte der Darlehen wurde auf Basis von Berechnungen mit einem WACC von 5% bzw. von 5,3% vergeben.



Schweizerische Gesellschaft
für Hotelkredit
Uetlibergstrasse 134b
Postfach
8027 Zürich

Telefon +41 (0)44 209 16 16
www.sgh.ch info@sgh.ch

Finanzierung
Bewertung
Beratung

Société Suisse de Crédit
Hôtelier
Uetlibergstrasse 134b
Case postale
8027 Zürich

Téléphone +41 (0)44 209 16 16
www.sgh.ch info@sgh.ch

Financement
Evaluation
Conseil

Società Svizzera di Credito
Alberghiero
Uetlibergstrasse 134b
Casella postale
8027 Zurigo

Telefono +41 (0)44 209 16 16
www.sgh.ch info@sgh.ch

Finanziamento
Valutazione
Consulenza