

Bewertungsgrundlagen für eine Spezialimmobilie



Nur wenige Investoren am deutschen Immobilienmarkt haben konkrete Erfahrungen mit der Entwicklung von Hotels. Für viele Akteure stellt die Entscheidung über eine Kapitalanlage in diese Betreiberimmobilie somit eine große Herausforderung dar.

> Von Benjamin Koch und Harald Mücke



Spezialaufgabe Hotel: Perfektes Ambiente und optimale Kostenstruktur müssen Hand in Hand gehen.

Ein Investor kann im Zusammenhang mit einer Hotelimmobilie verschiedene Ziele verfolgen. Über allem stehen die Einlösung der Erwartungen an die interne Kapitalverzinsung und die Optimierung der Investition. Ein weiteres Ziel wird auch die Optimierung der wertbeeinflussenden Faktoren der Immobilie sein – und zwar unter Berücksichtigung der Interessen und Motive der anderen beteiligten Akteure wie Betreiber und potenzielle Käufer. Für die Bewertung einer Hotelinvestition spielen darüber hinaus auch Faktoren eine Rolle, die von Investor zu Investor differieren, etwa strategische Ziele oder Finanzierungsmöglichkeiten.

In jedem Falle gilt es für den Investor die Vorteile der Investition zu überprüfen, um schließlich auf Grundlage einer Rendite-Risiko-Abwägung eine qualifizierte Investitionsentscheidung treffen zu können.

Die hierfür notwendigen Informationen für die Bewertung lassen sich aus einer detaillierten Machbarkeitsstudie ableiten.

Investition, Betrieb und Desinvestition

Für die Bewertung zu unterscheiden sind Investitionsphase, Betriebsphase sowie Desinvestitionsphase. In der Investitionsphase gilt das Hauptinteresse des Investors den drei zentralen Kostenpositionen Grundstück, reine Baukosten und – als hotelspezifische Besonderheit – die häufig unterschätzten sogenannten FF&E-Kosten (Fixtures, Furnitures & Equipment). Damit sind das lose Mobiliar und sämtliches Kleininventar eines Hotels gemeint.

Selbstverständlich liegt es nahe, die Optimierung der Investitionskosten in ihrer Minimierung zu sehen. In der Tendenz trifft das zu, aber der Investor darf zugleich die Interessenlage des Betreibers – voraussetzend, dass er nicht selbst als Betreiber auftritt – nicht zu stark vernachlässigen. Bietet er keine hinreichende Lagequalität, senkt er die Baukosten zu Lasten der betrieblichen Funktionalität ab oder verzichtet er auf eine zeitgemäße Ausstattung, riskiert er neben Konflikten mit der Hotelgesellschaft auch eine Beschränkung der Ertragskraft des Hotels und damit in letzter Konsequenz auch einen Wertverlust der Immobilie. Denn der Wert der Betreiberimmobilie „Hotel“ lässt sich ausschließlich über den Ertragswert definieren. Der Substanzwert der Immobilie ist nahezu irrelevant. Wirtschaftet der Hotelier erfolgreich, steigert dies den Immo-

lienwert, stellen sich betriebswirtschaftliche Schwierigkeiten ein, sinkt der Immobilienwert.

Der Investor muss den FF&E-Kosten in der Vertragsgestaltung ein hohes Maß an Aufmerksamkeit schenken – es gilt eine detaillierte Schnittstellendefinition auszuarbeiten und im Raumbuch niederzulegen, damit klargelegt ist, welche Posten dem Budget des Investors zugerechnet werden und welche dem des Betreibers. Versäumnisse in diesem Bereich führen zwangsläufig zu Konflikten.

Geht man von einem Pachtvertrag aus, stehen für den Investor während der Betriebsphase die Pachteinnahmen im Vordergrund. Im Falle eines Managementvertrages wird sein laufendes Geschäft dagegen maßgeblich von den betrieblich realisierten Ergebnissen bestimmt. Analog zur Kostenseite kann man zumindest für die Pachteinnahmen eine Optimierung nicht zwingend als Maximierung begreifen. Die entscheidende Frage lautet für den Investor, ob der Betreiber den festgesetzten Pachtzins auch nachhaltig erwirtschaften kann und damit sein Cash-Flow langfristig gesichert ist. Auch bei einem Managementvertrag zählt neben der Hö-

Beispiel einer Sensitivitätsanalyse

NBW-Vorteil der Investition (Kapitalwert) (in Millionen Euro)	Verkaufsfaktor (im zehnten Betriebsjahr)		
	Best Case (+0,5)	Base Case	Worst Case (-0,5)
Gesamtinvestitionskosten (GIK) pro Zimmer (Euro)	14,5	14,0	13,5
Best Case (-10 Prozent)	110.880	4,98	4,39
Base Case	123.200	2,00	1,41
Worst Case (+10 Prozent)	135.520	- 0,97	- 1,56
			- 2,15

Quelle: Niels Falkenstein

he auch die mittelfristige und langfristige Stabilität der Betriebsergebnisse.

Der legitimierte Ertragswert bestimmt den Preis

Die Staffelung der Pacht für die ersten Jahre eröffnet dem Betreiber die Möglichkeit, die für Hotels typischen Anlaufverluste teilweise zu kompensieren, schmälert in dieser Zeit aber andererseits die statische Rendite des Investors.

Innerhalb der Desinvestitionsphase ist der erzielbare Veräußerungserlös für die Hotelimmobilie der entscheidende Kalkulationsparameter des Investors. Der Veräußerungserlös basiert im Wesentlichen

auf dem über die Betriebsphase legitimierten Ertragswert. Ziel ist die Maximierung des Restwertes (Verkaufspreises) über den anzusetzenden Verkaufsfaktor. Im Prinzip lässt sich der Restwert des Objektes als ewige, kapitalisierte Rente betrachten, wobei der Verkaufsfaktor des Investors den reziproken Wert zur Rendite des Käufers darstellt. Hier ist ein grundsätzlicher Interessengegensatz beider Parteien zu bewältigen, denn mit steigendem Verkaufsfaktor sinkt die im Rahmen der anschließenden Betriebsphase erreichbare statische Anfangsrendite.

Entscheidend für die Bewertung einer Hotelinvestition ist das zukünftige Ertragspotenzial. Die gebräuchlichste Methode zur Wertermittlung ist dabei das

Radisson SAS Media Harbour, Düsseldorf, 135 Zimmer, 4 Sterne plus
Eröffnung 10. November 2005



Architekten:

Grimmbacher, Düsseldorf

Investor:

Infra Hafenhôtel Düsseldorf GmbH & Co. KG.

Innenarchitekt, Design:

Matteo Thun, Mailand

Schollen

Hotelerwicklung GmbH

Christian Schollen

Herichhauser Straße 30

42349 Wuppertal

Telefon: 02 02 / 24 29 68-0

Mobil: 0172 / 74 87 630

E-mail:

info@schollen-hotelerwicklung.de

www.schollen-hotelerwicklung.de

Discounted-Cash-Flow-Verfahren. Dabei handelt es sich um eine dynamische Wertermittlung, die künftige Erlöse und Aufwendungen für einen bestimmten Zeitabschnitt (meistens zehn Jahre) prognostizieren kann. Zur Einschätzung seiner Investition muss der Investor nun zunächst eine Rendite-Risiko-Abwägung vornehmen. Dabei gilt es, die Höhe der jährlichen Cash-Flows und den Diskontierungszinsfuß festzulegen. Die jährlichen Cash-Flows werden durch eine Machbarkeitsstudie bestimmt und repräsentieren die Pachtzahlungen des Betreibers beziehungsweise die Betriebsergebnisse bei einem Managementvertrag.

Investition wider und bewegt sich in der Regel zwischen zwei bis fünf Prozentpunkten. Basiszins und Risikozuschlag ergeben saldiert und nach Anpassung entsprechend der individuellen strategischen Motive des Investors den internen Verzinsungsanspruch an die Investition.

Mit Hilfe des Diskontierungszinsfußes lassen sich sodann die jährlichen Cash-Flows auf ihre Barwerte abzinsen, die angeben, welchen Wert die jeweiligen Cash-Flows zum Bewertungszeitpunkt haben. Hier hinter verbirgt sich die Tatsache, dass künftige Zahlungsströme aufgrund der fehlenden Verzinsungsmöglichkeit zwischen Bewertungsstichtag und Zu- beziehungsweise

die Hotelinvestition mit alternativen Investitionen vergleichbar machen. Dazu wird die tatsächliche Verzinsung des eingesetzten Kapitals, der interne Zinsfuß, errechnet, indem der Nettobarwert gleich Null gesetzt wird.

Sensitivitätsanalyse

Als ein weiteres Instrument zur Risikerkennung im Rahmen der Nettobarwertbetrachtung ist es sinnvoll, eine Sensitivitätsanalyse durchzuführen. Diese soll aufzeigen, mit welcher Intensität die Werthaltigkeit einer Investition auf Ab-

Zielfunktionen und Verteilungskonflikte			
Betrachtungszeitraum	Investitionsphase	Betriebsphase	Desinvestitionsphase
Ziele	Investor		
	Interner Verzinsungsanspruch für Kapital		
	Maximierung des NBW-Vorteils der Investition		
	Optimierung der Zeit- und Kosteneffizienz	Wertsteigerung der Immobilie	
	Minimierung der Liquiditätsbelastung	Maximierung der Statischen Rendite	Maximierung des Restwerts
Bezugsparameter	Erstellungsfaktor	Pacht/Miete pro Jahr	Verkaufsfaktor
Verteilungskonflikte	↕		↕
Bezugsparameter	Voreröffnungskosten	Anlagebedingte Kosten	Statische Anfangsrendite
Ziele	Optimierung der Voraussetzungen für betriebliches Ertragspotenzial	Maximierung des NOP (Betriebsergebnis II)	Maximierung des NBW-Vorteils der Investition
	Vorgaben für Umsatzrendite		Interner Verzinsungsanspruch für Kapital
	HOTELGESELLSCHAFT		KÄUFER
Betrachtungszeitraum	Investitionsphase	Betriebsphase	Desinvestitionsphase

Quelle: Niels Falkenstein

Mit der Wahl des Diskontierungszinsfußes werden die in der Machbarkeitsstudie ermittelten, wesentlichen Risikoaspekte eines Projektes bewertet: Marktsituation, Lage, Produkt und Konzept, Betreiberbonität und -reputation, der Betreibervertrag und der Nachhaltigkeit der Erträge.

Risikozuschlag

Die Einschätzung der diesbezüglichen Risiken lässt der Investor in Form eines Risikozuschlages in den Diskontierungszinsfuß, der seinen internen Verzinsungsanspruch darstellt, einfließen. Basiskomponente des Diskontierungszinsfußes ist eine Verzinsung, die mit einer langfristigen und weitgehend risikofreien Kapitalanlage erreichbar ist. Der Risikozuschlag spiegelt das im Vergleich zu einer festverzinslichen Geldanlage erhöhte Risiko einer Hotelin-

vestition dar. Ein höherer Risikozuschlag bewirkt eine niedrigere Bewertung der Investition und damit einen geringeren Wert besitzen.

Die Summe der einzelnen Barwerte zuzüglich des Rest- oder Verkaufswertes am Ende des Betrachtungszeitraumes, der als ein Vielfaches des Cash-Flows angesetzt wird, ergibt – abzüglich der Investitionskosten – den Kapitalwert oder Nettobarwert der Investition zum Bewertungsstichtag. Dieser gibt eine Antwort auf die Frage zur Rentabilität des Vorhabens. Denn nur Investitionen mit einem positiven Nettobarwert sind rentabel – und zwar deshalb, weil der interne Verzinsungsanspruch (Diskontierungszinsfuß), mit dem die einzelnen Cash-Flows abgezinst wurden, für die Mindestrendite steht, die der Investor unter Berücksichtigung seiner Finanzierungsstruktur und des Risikoaufschlages erzielen muss.

Über diese absolute Bewertung hinaus, wird ein Investor allerdings noch eine relative Bewertung vornehmen und damit

weichung einzelner Eingangsparameter reagiert beziehungsweise welchen Einfluss diese auf die Rendite ausüben.

Die Beispielrechnung auf Seite 37 soll lediglich den Bewertungsrahmen aufzeigen. Zu beachten ist, dass der Marktwert eines Hotels auch von den Prämissen und Überlegungen des Verkäufers und des Käufers abhängig ist, die sich in der Wahl des Diskontierungsfaktors und Verkaufspreisfaktors auswirken werden.

Benjamin Koch wurde für seine Diplomarbeit „Standort- und Marktanalyse für Hotelimmobilien“ mit dem DVP-Förderpreis (1. Platz 2004) und dem Preis der Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung (3. Platz 2003) ausgezeichnet. Seit 2003 ist er in der Immobilienprojektentwicklung beschäftigt.

Harald Mücke ist Gesellschafter der Schollen Hotelentwicklung GmbH, Wuppertal.