

Martin Eltschinger, Anne Cheseaux

Unternehmensbewertung in der Hotellerie

Erfahrungen und Trends aus der Praxis

Die wirtschaftliche Flaute der 90er Jahre und die daraus erfolgende selektivere Kreditpolitik der Banken gegenüber der Hotellerie haben zu einer Lücke in der Finanzierung von Tourismusbetrieben geführt. Seit der Einführung eines Ratingsystems bei den Banken spielt die richtige Unternehmensbewertung in der Hotellerie für das risikogerechte Pricing eine entscheidende Rolle. In der Praxis sind viele Bewertungsmethoden anzutreffen. Der vorliegende Beitrag beurteilt die verschiedenen Methoden kritisch, befasst sich vorwiegend mit dem Discounted Cash-Flow-Ansatz und zeigt eine sinnvolle Lösung für die Praxis.

1. Aktuelle Situation

Die Schweizer Hotellerie musste in den Jahren 1994–1998 empfindliche Rückschläge in Kauf nehmen. Die Ursachen sind vielfältig. Einerseits spielte die Rezession und der seinerzeit höhere Schweizer Franken eine wesentliche Rolle, andererseits traten neue Destinationen mit ihren Billigangeboten als neue Konkurrenten am Markt auf. Für die Finanzinstitute bedeutete dieser Rückgang Verluste in mehrstelliger Millionenhöhe. Bei einer näheren Analyse der Situation sind die hohen Abschreibungen bei den Geldinstituten auf zwei wesentliche Gründe zurückzuführen. Einerseits traf es vor allem Betriebe mit Struktur- und Führungsproblemen, die die Marktbedingungen nicht mehr erfüllten, und andererseits bekamen Neuinvestitionen, die zwischen 1988 und 1992 realisiert und zu spitz kalkuliert wurden, den rauen Wind besonders hart zu spüren. Vielfach stützten die Banken in der Hoch-

konjunktur viel stärker auf den Realakos auf den Ertragswert ab. Ersterer diente vielfach als Grundlage für eine zu hohe Fremdkapitalbelastung. Damit



Martin Eltschinger, dipl. Wirtschaftsprüfer, dipl. Bankfachmann, Mitglied der Geschäftsleitung der Schweizerischen Gesellschaft für Hotelkredit, Zürich
meltschinger@sgh.ch

wurden u. a. auch nicht rentable Investitionen getätigt. Die ungenügende Rendite kompensierte sich durch die Wertsteigerung der Hotelliegschaft. Durch die lang andauernde Zinshausse anfangs der 90er Jahre und durch die einleitend genannten Gründe verschärfte sich die Lage, woraus mit einer gewissen Verzögerung beträchtliche Verluste für die Geldgeber resultierten.

Heute hat sich das Umfeld grundlegend verändert. In Bewertungsfragen steht die Ertragswertmethode wieder im Vordergrund. Die Banken sind durch die hohen Verluste in der Hotellerie in der Kreditgewährung selektiver geworden, was zu einer Finanzierungslücke geführt hat. In Zeiten der Hochkonjunktur sprachen die Banken ohne weiteres Finanzierungen in der Höhe von 80% bis 90% des Realwertes aus. Heute gewähren sie maximal noch Hypotheken in der Höhe von 50% bis 60% des Ertragswertes. Dabei spielt insbesondere die richtige Berechnung des Ertragswertes eine existentielle und preisbestimmende Rolle. Die beiden Autoren haben festgestellt, dass heute in der Praxis unterschiedliche Bewertungen, die zu Differenzen führen, angewendet werden. Der vorliegende Beitrag geht einzelnen Methoden nach und legt deren Unterschiede offen.

2. Klassische Ertragswertberechnung nach der SGH-Methode

2.1 Gesetzlicher Aspekt

In der Schweiz wird für die Ertragswertberechnung von Hotelbetrieben die im Auszug aus der Vollziehungsverordnung zum Bundesgesetz über die Förderung des Hotel- & Kurortkredits

vom 1. Juli 1966 dargelegte Methode noch am meisten angewendet. Die von der öffentlichen Hand und den Banken getragene Schweizerische Gesellschaft für Hotelkredit (SGH) ist durch die gesetzliche Grundlage in ihren Restfinanzierungen gezwungen, diese Methode anzuwenden, deren Ertragswert gleichzeitig die absolute Belehnungsgrenze für Hotelfinanzierungen darstellt.

Im Gesetz (*Abbildung 1*) sind für die Bewertung folgende wesentliche Grundlagen verankert.

2.2 Erklärung der SGH-Methode

Der SGH-Methode liegt demnach die Formel für die Berechnung einer ewigen Rente zugrunde. Diese Formel ist im Zusammenhang mit der Anlageintensität der Hotelbranche zu sehen und den oftmals schwierigen Bestimmungen des massgebenden Unterhalts- und Abschreibungsbedarfes. Diese beiden Grössen haben in neuer Zeit massiv an Bedeutung gewonnen, da der Erneuerungsrythmus von Hotelanlagen zur Erhaltung der Wettbewerbsfähigkeit stark zugenommen hat, insbesondere auch durch den Nachholbedarf, verursacht durch die Konjunkturflaute der 90er Jahre. Im Kapitalisierungssatz von 11% sind neben dem Satz für Resthypotheken von 5% für Unterhalt und Abschreibungen 6% enthalten.

2.3 Beurteilung der SGH-Methode

Die statische SGH-Methode hat sich in den vergangenen Jahren in der Praxis sehr gut bewährt. Eine der Schwächen ist, dass sie bei extremen Prozentwerten beim Betriebsergebnis -I-, diese Zahl setzt sich aus dem Umsatz abzüglich Betriebsaufwand von Waren und Dienstleistungen, Lohnaufwand sowie übriger Betriebsaufwand zusammen, dem Anlageaufwand nicht genügend Rechnung trägt. Durch die Einbindung von Unterhalt und Abschreibungen von 6% im Kapitalisierungssatz orientieren sich diese wesentlichen Grössen am Ertrag und nicht an den genauen Anlagekosten. Ferner spielt heute, verursacht durch die haussierenden Börsen der Jahre 1993–1998, die

Rentabilität auf dem Eigenkapital (Shareholdervalue) eine wichtigere Rolle als noch vor wenigen Jahren. Unter dieser Betrachtung wird u.E. die Eigenkapitalrendite zu wenig gewichtet.

In *Abbildung 2* wird am Beispiel der Hotel Top of the World AG, St. Moritz, der Ertragswert nach der SGH-Methode berechnet. Für das Geschäftsjahr 1998/99 wird ein Ertragswert von TCHF 17 273 und für das Vorjahr ein solcher von TCHF 16 364 ermittelt. Mittelwert: TCHF 16 819.

3. Angelsächsische Methoden in der Hotelbewertung

3.1 Allgemeines über die Discounted Cash-Flow-Methode

Heute finden in der Unternehmensbewertung vermehrt zukunftsorientierte und dynamische Bewertungsmethoden Anwendung. Dabei steht insbesondere der angelsächsische Discounted Cash-Flow-Ansatz (DCF) im Vordergrund. Diesem Trend kann sich auch die Hotelbewertung nicht entziehen. In der kapitalmässig längerfristig orientierten Hotellerie sind jedoch im Vergleich mit anderen Branchen spezielle Kriterien zu berücksichtigen. Der vorliegende Abschnitt widmet sich im speziellen dieser Problematik.



Anne Cheseaux, lic. oec. HEC,
dipl. EHL, dipl. Wirtschaftsprüferin,
Mitglied der Geschäftsleitung der Trefida
Treuhandgesellschaft AG/SHT Schweizerische
Hoteltreuhand AG, Zürich
zurich@trefida.com

Abbildung 1 Gesetzesgrundlagen zur Bewertung

Art. 7

Zur Ermittlung des massgebenden Ertrages sind von den geschätzten Betriebserlösen der Betriebsaufwand (Waren, Dienstleistungen, Lohnaufwand und übriger mit dem Betrieb notwendigerweise verbundener Aufwand) sowie der Aufwand für Steuern, Abgaben, Verwaltung und angemessene Privatbezüge des Betriebsinhabers oder Direktionssaläre abzuziehen, nicht dagegen der Aufwand für den Unterhalt von Gebäuden, technischen Einrichtungen und Mobilien, für die Zinsen auf dem Fremd- und Eigenkapital und für die Abschreibungen.

Art. 8, Abs. 1

Zur Ermittlung des Ertragswertes ist der gemäss Artikel 7 geschätzte, massgebende Ertrag zum Satz von 11 Prozent zu kapitalisieren. Bei wesentlichen Aenderungen des Zinsfusses für Hypotheken oder der Kosten für Unterhaltsarbeiten kann das Eidgenössische Volkswirtschaftsdepartement den Satz für die Kapitalisierung erhöhen oder herabsetzen.

Bei der DCF-Methode werden die geschätzten zukünftigen, der Hotelunternehmung zufließenden freien oder verfügbaren Cash-Flows, sogenannte «Free Cash-Flows», mit einem Diskontierungssatz auf den Bewertungszeitpunkt abgezinst. Der Free Cash-Flow berücksichtigt zusätzlich auch Zahlungen für Investitionen, die in der Hotellerie eine wesentliche Rolle spielen, und Veränderungen des Nettoumlaufvermögens (working capital). Üblicherweise werden dabei die Free Cash-Flows über einen Planungshorizont zwischen fünf und sechs Jahren einzeln geschätzt.

Am Ende des Planungszeitraums wird analog zur klassischen Ertragswertmethode eine unendliche Rente aufgrund eines angenommenen konstanten freien Cash-Flow oder einer Gewinngrösse berechnet und zum Barwert abgezinst (sogenannter Residual Value). Dieser Restwert repräsentiert vielfach, je nach Zinsfuss, 50 bis 75% des gesamten Hotelanlagewertes. Die Ermittlung des Cash-Flows sowie des Kapitalisierungssatzes sind demzufolge sehr sensitiv für die Ermittlung des

Abbildung 2

Hotel Top of the World SA, St. Moritz

Bilanz per 31. Oktober 1999

	31.10.1999		31.10.1998	
	CHF	%	CHF	%
AKTIVEN				
Umlaufvermögen				
Flüssige Mittel	650 000.00		200 000.00	
Forderungen	200 000.00		200 000.00	
Vorräte	100 000.00		100 000.00	
Aktive Rechnungsabgrenzungen	50 000.00		100 000.00	
<i>Total Umlaufvermögen</i>	<i>1 000 000.00</i>	<i>8.3</i>	<i>600 000.00</i>	<i>4.8</i>
Total Sachanlagen	11 000 000.00	91.7	11 900 000.00	95.2
	12 000 000.00	100.0	12 500 000.00	100.0
PASSIVEN				
<i>Kurzfristiges Fremdkapital</i>				
Verbindlichkeiten	100 000.00		120 000.00	
Passive Rechnungsabgrenzungen	100 000.00		100 000.00	
	200 000.00	1.7	220 000.00	1.8
<i>Langfristiges Fremdkapital</i>				
Banken	10 000 000.00	83.3	10 500 000.00	84.0
<i>Total Fremdkapital</i>	<i>10 200 000.00</i>	<i>85.0</i>	<i>10 720 000.00</i>	<i>85.8</i>
<i>Eigenkapital</i>	<i>1 800 000.00</i>	<i>15.0</i>	<i>1 780 000.00</i>	<i>14.2</i>
	12 000 000.00	100.0	12 500 000.00	100.0
ERFOLGSRECHNUNG				
	1998/99		1997/98	
	CHF		CHF	
<i>Betriebsertrag (Umsatz)</i>				
Warenertrag (Restauration)	2 600 000.00		2 500 000.00	
Dienstleistungsertrag (Beherbergung)	3 700 000.00		3 600 000.00	
<i>Total Betriebsertrag</i>	<i>6 300 000.00</i>		<i>6 100 000.00</i>	
Waren- und Dienstleistungsaufwand	1 000 000.00		1 000 000.00	
Personalaufwand	2 300 000.00		2 200 000.00	
Übriger Betriebsaufwand	750 000.00		800 000.00	
<i>Betriebsergebnis I</i>	<i>2 250 000.00</i>		<i>2 100 000.00</i>	
Aufwand Unternehmung	300 000.00		250 000.00	
Steuern	50 000.00		50 000.00	
<i>Betriebsergebnis II</i>	<i>1 900 000.00</i>		<i>1 800 000.00</i>	
Anlageaufwand	630 000.00		610 000.00	
Finanzaufwand	500 000.00		540 000.00	
Abschreibungen	750 000.00		630 000.00	
<i>Jahresergebnis</i>	<i>20 000.00</i>		<i>20 000.00</i>	
SGH-METHODE:				
	TCHF		TCHF	
<i>Betriebsergebnis -I-</i>	<i>2 250</i>		<i>2 100</i>	
abzüglich Aufwand Unternehmung	-300		-250	
abzüglich Steuern	-50		-50	
<i>zu kapitalisierendes Ergebnis</i>	<i>1 900</i>		<i>1 800</i>	
<i>Ertragswert à 11%</i>	<i>17 273</i>		<i>16 364</i>	

Desinvestitionen im Anlagevermögen eine nicht zu unterschätzende Grösse. Ein Hotelbetrieb ist sehr anlageintensiv, indem das Anlagevermögen rund 95% der Bilanzsumme beträgt. Der Free Cash-Flow wird deshalb durch werterhaltende und wertvermehrnde Investitionen wesentlich beeinflusst. Dabei ist klar zwischen Investitionen, die innerhalb von fünf bis sechs Jahren getätigt werden, also innerhalb des Planungszeitraums, und solchen, die erst wesentlich später stattfinden, zu unterscheiden. Ein Industriebetrieb, dessen Anlagen einem kürzeren Lebenszyklus unterworfen sind als das Immobilienum und das Mobiliar der Hotellerie, erneuert u.U. einen wesentlichen Teil der Sachanlagen innerhalb des für die DCF-Methode geschätzten Planungszeitraums. Der DCF-Ansatz liefert in der Industrie eine bessere Genauigkeit als in der langfristig orientierten Hotellerie. Erneuert beispielsweise ein Tourismusbetrieb innerhalb des Planungszeitraums von fünf bis sechs Jahren zu wenig, wird ein zu hoher Free Cash-Flow und somit ein zu hoher Wert ermittelt. Wird ein beachtlicher Teil der werterhaltenden Erneuerungen innerhalb des Planungszeitraums realisiert, so ergibt sich ein zu tiefer oder sogar negativer Free Cash-Flow. Um diese Ungenauigkeit zu eliminieren, empfiehlt sich für die Bewertung, die Investitionen gleichmässig auf die ganze Lebensdauer einer Hotelliegenschaft zu verteilen. Demzufolge kommt der genauen Lebensdauer der einzelnen Anlageteile eine wesentliche und wertbestimmende Rolle zu [1]. Aufgrund der Erfahrungszahlen, die die SGH (Schweizerische Gesellschaft für Hoteltkredit) aus ihren gegen 1000 Auswertungen periodisch ermittelt, beträgt die durchschnittliche Lebensdauer eines Hotelbetriebs rund 25 Jahre (z. B. Gebäudehülle: 50 Jahre, Mobiliar: 10 Jahre usw). Unter diesem Gesichtspunkt sind auch die jeweiligen Modetrends wie zum Beispiel Wellness und Seminare berücksichtigt.

Gesamtwertes eines Hotelbetriebs. Der Anlagewert, der sich durch Anwendung der Bruttomethode ergibt, entspricht somit der Summe der Barwerte der freien Betriebs-Cash-Flows, dem Restwert und dem Marktwert der nicht betriebsnotwendigen Mittel.

3.2 Beurteilung der Investitionstätigkeit

Für die DCF-Bewertung einer Hotelliegenschaft sind neben dem Umsatzwachstum und den betrieblichen Cash-Flows vor allem die Investitionen und

3.3 Unterschiedliche Bewertung der Investitionen durch die Banken

Um die durchschnittliche Lebensdauer zu berechnen, spielt die richtige Er-

mittlung der genauen Anlagekosten eine wesentliche Rolle. Die Feststellung der präzisen historischen Kosten gestaltet sich vielfach schwierig, insbesondere für Betriebe, die (noch) nicht nach FER (Fachempfehlung für Rechnungslegung) ihre Abschlüsse gestalten oder über keine aussagekräftige Anlagebuchhaltung verfügen [2]. Einzelne Banken wenden wohl ein dynamisches zukunftsorientiertes Bewertungsverfahren an, berücksichtigen jedoch für die in der DCF-Methode wichtigen Anlagekosten eine zu pauschale Grösse. Die beiden Autoren haben festgestellt, dass eine Bank für die Beurteilung der Investitionen jährlich 5% des Anlagen-Buchwertes berücksichtigt. Dabei ist unschwer zu erkennen, dass bei Über- oder Unterbewertungen der Anlagen in der Bilanz entsprechend falsche Resultate die Folge sind. Eine andere Bank stützt für die Feststellung des Anlagevermögens auf den Versicherungswert ab, der sich zu stark an den kubischen Berechnungen orientiert. Dies kann gerade bei älteren Gebäuden, die deren damalige Besitzer mit hohen Kubikwerten pro Raum erstellen liessen und heute nicht mehr in dieser Dimension gebaut werden, zu höheren Werten und demzufolge zu hohen jährlichen Investitionsbeträgen führen. Eine weitere Bank stellt bei der Berechnung der durchschnittlichen Investitionen auf eine zu kurze Lebensdauer der Anlagen ab, indem sie mit 15 statt 25 Jahren ope-

riert. Folge davon ist, dass die Investitionen zu hoch sind, wodurch der Free Cash-Flow und damit der Unternehmenswert nach unten gedrückt wird.

3.4 Schätzung des Diskontierungssatzes

Der Diskontierungssatz bezweckt, die zukünftigen Cash-Flows und den Endwert zu aktualisieren. Der Kapitalkostensatz einer Hotelunternehmung entspricht den gewichteten Durchschnittskosten ihres Fremd- und Eigenkapitals. Die Kapitalkosten werden entsprechend von drei Komponenten bestimmt:

- Kapitalstruktur (Finanzierungsverhältnis);
- Kosten des Fremdkapitals nach Steuern;
- Kosten des Eigenkapitals.

Bei der Schätzung der Kapitalkosten ist davon auszugehen, dass eine Investition in der Hotellerie langfristig mit Fremdkapital zu finanzieren ist. In der anlageorientierten Hotellerie ist ein grösserer Fremdkapitalanteil notwendig als bei Handelsbetrieben, die aufgrund ihrer Tätigkeiten ein höheres Umlaufvermögen unterhalten. Die langfristigen Fremdkapitalkosten schätzen wir auf 6%. Unter Berücksichtigung der Steuerwirkung (unter der Annahme eines Steuersatzes von rund

33% bzw. 1/3) auf den Fremdkapitalkosten ergeben sich somit Fremdkapitalkosten nach Steuern von 4%. Die Eigenkapitalkosten setzen sich aus der Rendite risikoloser Bundesobligationen, einem Zuschlag für das Branchenrisiko und einem weiteren Zuschlag für das Unternehmerrisiko zusammen. In bezug auf die Hotellerie, die sich in einem schwierigen Umfeld bewegt, schätzen wir für die Verzinsung des eingesetzten Eigenkapitals einen Satz von 14% als realistisch ein.

Der gewichtete Kapitalkostensatz aus Eigen- und Fremdkapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital, kurz WACC) beträgt unter Annahme des vorstehenden Finanzierungsverhältnisses rund 7%. Für die detaillierte Zusammensetzung verweisen wir auf *Abbildung 3*.

3.5 Fazit

Aus den beiden vorstehenden Abschnitten ergibt sich, dass einerseits die richtige durchschnittliche Lebensdauer des Gebäudes und andererseits die effektiven Anlagekosten eine zentrale Rolle für die genaue Festlegung der betriebswirtschaftlich richtigen Investitionssätze spielen.

An nachfolgender *Abbildung 4* zeigen wir am Beispiel der Hotel Top of the World AG, St. Moritz, die Auswir-

Abbildung 3
Discounted Cash-Flow-Methode in der Hotellerie

Begriffe:

a) Berechnung des durchschnittlichen Kapitalkostensatzes (WACC/Weighted Average Cost of Capital)

(Annahme: Eigenkapital: 30% / Fremdkapital: 70%)

Fremdkapitalkosten	= 6% mit Berücksichtigung Tax-Shield 1/3	= 4%	à 70%	2.8%
Eigenkapitalkosten	= Zins für risikofreies Kapital	= 4%		
	Zuschlag für Branchenrisiko	= 5%		
	Zuschlag für Unternehmerrisiko	= 5%	= 14%	à 30%
Total WACC/Weighted Average Cost of Capital				7.0%

b) Weitere Begriffe

EBIT	Earnings Before Interest and Taxes	Gewinn vor Zinsen und Steuern
NOPLAT	Net Operating Profit Less Adjusted Taxes	Gewinn vor Zinsen nach Steuern
Free Cash-Flow Brutto	Freier Cash-Flow brutto = Ausgangslage für die Bestimmung des Anlagewertes in der Hotellerie	
Free Cash-Flow Netto	Freier Cash-Flow netto = Ausgangslage für die Bestimmung des Eigenkapitalwertes in der Hotellerie	
Residual Value	Barwert des Endwertes bzw. Restwertes	

Abbildung 4

Hotel Top of the World SA, St. Moritz

(Anlagekosten: CHF 20 Mio/angenommene durchschnittliche Lebensdauer: 15 Jahre)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
	TCHF	TCHF	TCHF	TCHF	TCHF	TCHF
Total Betriebsertrag	6400	6500	6500	7500	6700	6800
Waren- und Dienstleistungsaufwand	1000	1000	1000	1200	1100	1100
Personalaufwand	2200	2200	2200	2300	2300	2300
Übriger Betriebsaufwand	700	700	800	1000	800	800
Betriebsergebnis I	2500	2600	2500	3000	2500	2600
Aufwand Unternehmung	350	350	350	400	350	350
Steuern	50	50	50	100	50	50
Betriebsergebnis II	2100	2200	2100	2500	2100	2200
Anlageaufwand	600	650	650	750	670	680
Finanzaufwand	500	450	450	450	430	420
Cash-Flow (ursprünglich)	1000	1100	1000	1300	1000	1100
Abschreibungen	900	1'000	900	1'200	900	1'000
Reingewinn	100	100	100	100	100	100
Finanzaufwand	500	450	450	450	430	420
Steuern	50	50	50	100	50	50
EBIT (Gewinn vor Zinsen und Steuern)	650	600	600	650	580	570
Steuern auf EBIT*	50	50	50	50	50	50
NOPLAT (Gewinn v. Zinsen n. Steuern)	600	550	550	600	530	520
Abschreibungen	900	1000	900	1200	900	1000
Operativer Cash-Flow	1500	1550	1450	1800	1430	1520
Investitionen/Devestitionen**	989	943	943	883	931	925
Zu-/Abnahme NUV	0	0	0	0	0	0
Free Cash-Flow (K)/brutto	511	607	507	917	499	595
Barwertfaktoren	0.935	0.873	0.816	0.763	0.713	0.666
Value	478	530	414	700	356	
Residual Value à 7%					7129	
Value 2000–2004	2477					
Barwert Residual Value	5083					
Total Value	7560					

* Basis int. 25% / in der Hotellerie nicht möglich, da genügend Abschreibungspotential vorhanden.
 ** Unterhalt und Investitionen sollten mind. 1/25 der gesamten Anlagekosten entsprechen /im Beispiel nur 15 Jahre berücksichtigt.
 + 4% vom Umsatz jährlicher Unterhalt, der sich nicht auf die Ersatzbeschaffungen bezieht.

kungen auf den Ertragswert, wenn für die Berücksichtigung der Investitionen eine zu kurze Lebensdauer angenommen wird (15 Jahre statt 25 Jahre). Der Wert des Hotels schrumpft auf TCHF 7 560 zusammen. Im Vergleich mit *Abbildung 2*, die die korrekte Anwendung der SGH-Methode mit einem Mittelwert über TCHF 16 819 zeigt, hat sich der Wert um mehr als die Hälfte reduziert.

4. Lösungsmöglichkeiten

Aus *Abbildung 4* ergibt sich, dass durch eine zu kurze Lebensdauer und eine zu

pauschale Annahme des jährlichen Investitionsbedarfs zu tiefe Free Cash-Flows resultieren. Hier gilt es festzuhalten, dass ein betriebswirtschaftlich richtiger Investitionszyklus von rund 25 Jahren anzuwenden ist. Ferner dürfen Unterhalt und Abschreibungen bzw. Investitionen bei der Discounted Cash-Flow-Methode nicht isoliert betrachtet werden. Vielmehr sind diese beiden Grössen in einem Gesamtzusammenhang zu sehen. Von den in den Erfolgsrechnungen belasteten Unterhaltskosten sind erfahrungsgemäss rund 4% dem reinen Unterhalt ohne Ersatzbeschaffungen zuzuordnen. Der Rest ist in den werterhaltenden und in den wertvermehrenden Investitionen

zu berücksichtigen. In nachfolgender *Abbildung 5* zeigen wir den Anlagewert des Hotels Top of the World AG, St. Moritz, wie er sich bei korrekter Anwendung der Discounted Cash-Flow-Methode präsentiert. Es wird ein Ertragswert von TCHF 15 174 errechnet. Diese Grösse entspricht in etwa dem Zweifachen des Ergebnisses aus *Abbildung 4* und zeigt klar, welche Resultate eine nicht präzise Anwendung der DCF-Methode in der Hotellerie bringen kann.

5. Zusammenfassung

Die zukunftsorientierte und dynamische Bruttoertragswertmethode auf der Basis des Discounted Cash-Flow-Ansatzes wird inskünftig in der Hotelbewertung eine entscheidene Rolle spielen. Die Discounted Cash-Flow-Bewertung hat jedoch ihre Grenzen, da die Zukunftsbeurteilung mit erheblichen Unsicherheiten verbunden ist. Dabei sind folgende kritische Bemerkungen zu machen:

- Die Schätzung des künftigen Cash-Flow für die nächsten fünf Jahre ist erfahrungsgemäss umso unsicherer, je weiter sie zeitlich vom Bewertungsstichtag entfernt liegt.
- Die Abschätzung der Inflations- und Zinserwartungen gestaltet sich vielfach schwierig.
- Bei Wachstumsszenarien nehmen die Werte der letzten budgetierten Grössen und der sich daraus ergebende Residual Value einen hohen Anteil am Ertragswert ein.

Ferner muss insbesondere der Spezialität der Schweizerischen Hotellerie, die durch eine zu knappe Rentabilität, verursacht vor allem durch die hohe Fixkosten Rechnung getragen werden. Die Stichworte dazu sind die Anwendung der betriebswirtschaftlich richtigen Lebensdauer und die Ermittlung der genauen Anlagekosten auf der Basis von historischen Werten. Die Grundsätze für letzteres finden wir auch im Entwurf zu FER 18 (Fachempfehlung zur Rechnungslegung). Unter diesen Prämissen wäre es zu begrüssen, dass das neue RRG (Rechnungslegungs- und Revisionsgesetz) auch für kleinere


Abbildung 5

Hotel Top of the World SA, St. Moritz

(Anlagekosten: CHF 20 Mio./angenommene durchschnittliche Lebensdauer: 25 Jahre)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
	TCHF	TCHF	TCHF	TCHF	TCHF	TCHF
Total Betriebsertrag	6400	6500	6500	7500	6700	6800
Waren- und Dienstleistungsaufwand	1000	1000	1000	1200	1100	1100
Personalaufwand	2200	2200	2200	2300	2300	2300
Übriger Betriebsaufwand	700	700	800	1000	800	800
Betriebsergebnis I	2500	2600	2500	3000	2500	2600
Aufwand Unternehmung	350	350	350	400	350	350
Steuern	50	50	50	100	50	50
Betriebsergebnis II	2100	2200	2100	2500	2100	2200
Anlageaufwand	600	650	650	750	670	680
Finanzaufwand	500	450	450	450	430	420
Cash-Flow (ursprünglich)	1000	1100	1000	1300	1000	1100
Abschreibungen	900	1000	900	1200	900	1000
Reingewinn	100	100	100	100	100	100
Finanzaufwand	500	450	450	450	430	420
Steuern	50	50	50	100	50	50
EBIT (Gewinn vor Zinsen und Steuern)	650	600	600	650	580	570
Steuern auf EBIT*	50	50	50	50	50	50
NOPLAT (Gewinn v. Zinsen n. Steuern)	600	550	550	600	530	520
Abschreibungen	900	1000	900	1200	900	1000
Operativer Cash-Flow	1500	1550	1450	1800	1430	1520
Investitionen/Devestitionen**	456	410	410	350	398	392
Zu-/Abnahme NUV	0	0	0	0	0	0
Free Cash-Flow (K)/brutto	1044	1140	1040	1450	1032	1128
Barwertfaktoren	0.935	0.873	0.816	0.763	0.713	0.666
Value	976	995	849	1106	736	
Residual Value à 7%					14 743	
Value 2000–2004	4662					
Barwert Residual Value	10 512					
Total Value	15 174					

* Basis int. 25%/in der Hotellerie nicht möglich, da genügend Abschreibungspotential vorhanden.
 ** Unterhalt und Investitionen sollten mind. 1/25 der gesamten Anlagekosten entsprechen.
 + 4% vom Umsatz jährlicher Unterhalt, der sich nicht auf die Ersatzbeschaffungen bezieht.

wertung und das Coaching eine geeignete Hotelfachstelle, die über zahlreiche Vergleichsmöglichkeiten und Betriebsdaten verfügt, beizuziehen. 

Anmerkungen

- 1 Vgl. M. Eltschinger, K. Zwahlen, Rechnungslegung nach FER in der Hotellerie, 4.4.3 Aufteilung der Gebäudeteile und Bestimmung der Lebensdauer, Schweizer Treuhänder Heft 3, 1999, Seite 187.
- 2 Vgl. M. Eltschinger, K. Zwahlen, Rechnungslegung nach FER in der Hotellerie, 4.4.2 Ermittlung der Anlagekosten, Schweizer Treuhänder Heft 3, 1999, Seite 187.

und mittlere Betriebe in der Hotellerie Anwendung finden würde.

Bei einer genaueren Betrachtung der Abbildungen 2 und 5 stellen wir fest, dass die dynamische DCF-Methode mit einem Ertragswert für das Hotel Top of the World, St. Moritz, über TCHF 15 174 nicht allzu stark von der bisherigen statischen SGH-Methode mit einem Mittelwert über TCHF 16 819 abweicht. Für die Praxis gilt es, die richtige Methode präzise anzuwenden. Die Anwendung eines falschen Ansatzes (Abbildung 3: Wert TCHF 7 560) kann sich erheblich auf das Bankenrating und auf das Pricing auswirken. Dies trifft insbesondere bei Objekten zu, die zu teuer bezahlt oder in

der Hochpreisphase der Jahre 1988–1992 erstellt wurden. Vielfach sind derartige Hotelbetriebe zu hoch fremdkapitalisiert. Für die sich aus der Umstellung ergebenden Bereinigungen sollte von den Banken genügend Zeit gewährt werden. Ferner gilt es den spezifischen Gegebenheiten des Schweizer Tourismus, der ein wichtiger Eckpfeiler der inländischen Volkswirtschaft darstellt, Rechnung zu tragen.

Im Falle des DCF-Ansatzes wirkt sich die Berechnung des Residual Value sehr sensitiv auf den Gesamtwert aus.

Für den Hotelier ist es in diesen entscheidenden Fragen wichtig, für die Be-

Martin Eltschinger, Anne Cheseaux

Evaluation d'entreprise dans la branche hôtelière

Expériences et tendances dans la pratique

La crise économique des années 90, puis la politique restrictive des banques en matière de crédit à l'hôtellerie, ont créé une lacune dans le financement d'entreprises touristiques. Depuis l'introduction des systèmes de rating et de pricing en fonction du risque, la précision dans l'évaluation de l'entreprise joue un rôle prépondérant. On rencontre dans la pratique de nombreuses méthodes d'évaluation, que le présent article analyse de façon critique, en traitant plus particulièrement le discounted cash-flow et en tentant de définir une solution satisfaisante dans la pratique.

subies dans la branche, avec pour conséquence une lacune de financement. En période de haute conjoncture, les instituts bancaires accordaient sans autre des financements atteignant 80 à 90 % de la valeur réelle. Aujourd'hui, ce taux d'avance s'est réduit à 50 à 60 % de la valeur de rendement. Ainsi, un calcul pointu de celle-ci se révèle essentiel pour la définition de l'endettement et de son prix. Les deux auteurs ont constaté que plusieurs méthodes se côtoient dans la pratique et qu'elles conduisent parfois à d'importantes différences. Le présent article analyse ces méthodes et l'origine des écarts de résultat.

1. Aperçu de la situation actuelle

L'hôtellerie suisse a subi de nombreux revers entre 1994 et 1998, dont les causes sont multiples. D'une part, la récession et la cherté du franc suisse ont contribué à cette évolution négative, d'autre part, de nombreuses offres pour des destinations étrangères avantageuses ont concurrencé l'offre indigène. Pour les instituts de financement, ce recul du volume d'affaires s'est traduit par des pertes de plusieurs centaines de millions de francs. L'analyse de la situation montre que ces pertes élevées sont dues essentiellement à deux raisons. En premier lieu, les établissements présentant des problèmes structurels, de gestion et d'adaptation aux attentes du marché ont été frappés de plein fouet. En second lieu, les nouveaux investissements, réalisés entre 1988 et 1992 et

calculés au plus juste, ont subi fortement la baisse de la conjoncture. Dans les périodes de croissance, les banques se basaient plus sur la valeur de substance que sur la valeur de rendement, avec comme corollaire des taux d'avance audacieux et trop élevés. On a ainsi financé et réalisé des investissements non rentables, dont le rendement insuffisant était compensé par l'augmentation régulière de la valeur immobilière de l'hôtel. Le développement à la hausse des taux d'intérêt au début des années 1990, outre les raisons mentionnées ci-dessus, a contribué au durcissement des conditions-cadres. Les lourdes pertes des bailleurs de fonds, avec un certain décalage, en sont la conséquence.

Actuellement, on assiste à une modification de l'approche, dans le sens où la valeur de rendement s'est imposée aussi pour l'évaluation d'entreprises hôtelières. Les banques appliquent une politique de crédit plus restrictive en matière d'hôtellerie, suite aux pertes

2. Valeur de rendement classique selon la méthode de la Société Suisse de Crédit Hôtelier

2.1 Aspects légaux

La méthode la plus fréquemment appliquée en Suisse pour le calcul de la valeur de rendement reste celle définie dans l'extrait de l'ordonnance de la Loi fédérale du 1^{er} juillet 1966 sur l'encouragement du crédit à l'hôtellerie et aux stations de villégiature. La Société Suisse de Crédit Hôtelier (SCH) est une société coopérative de droit public, qui fonctionne comme institut de financement complémentaire pour la branche touristique, et dont les membres sont entre autres les pouvoirs publics et les banques. Elle est légalement obligée d'appliquer cette méthode pour la définition de la capacité maximale d'endettement d'une entreprise hôtelière. Les dispositions légales pour l'évaluation comprennent les éléments du *tableau 1**.

* Pour tous les tableaux, se reporter au texte allemand.

2.2 Présentation de la méthode SCH

Cette méthode se base sur la formule utilisée dans le calcul de la rente infinie. Cette approche présente une certaine logique si l'on se rappelle l'intensité des investissements dans l'hôtellerie et la difficulté de définir le besoin en entretien et en amortissements. Ces deux éléments ont récemment gagné en importance: en effet, le rythme de rénovations s'est accéléré, sous la pression de la concurrence qui oblige à offrir des infrastructures attrayantes. Suite aux mauvais résultats des années 90, l'entretien a parfois été négligé et le rattrapage indispensable se répercute sur l'évaluation. Le taux de capitalisation de 11% se compose du taux pour les hypothèques en 2^{ème} rang (5%) et de 6% pour l'entretien et l'amortissement.

2.3 Evaluation de la méthode SCH

Cette méthode, statique par définition, a fait ses preuves pendant de nombreuses années. Elle recèle cependant une faiblesse: elle tient insuffisamment compte des charges liées aux infrastructures lorsque le résultat d'exploitation I, soit un des ratios les plus importants de la branche, s'écarte fortement de la norme. Le résultat d'ex-

investisseurs gourmands en matière de rendement sur le capital propre. Dans la méthode SCH, la rentabilité des fonds propres et la notion de shareholder value sont à notre avis trop peu prises en considération.

Le *tableau 2* présente le calcul de la valeur de rendement selon la méthode SCH, à l'exemple de l'hôtel Top of the World SA, St. Moritz. Pour l'année 1998-99, la valeur de rendement atteint KCHF 17 273, et pour l'année précédente KCHF 16 364, la valeur moyenne étant de 16 819.

3. Méthodes anglo-saxonnes pour l'évaluation d'entreprises hôtelières

3.1 La méthode du discounted cash-flow

Actuellement, l'évaluation d'entreprise se base de plus en plus sur des méthodes dynamiques et orientées vers le futur, parmi lesquelles le discounted cash-flow (DCF) tient une place de choix. L'hôtellerie ne peut pas se soustraire à cette tendance, même si, au vu de l'immobilisation à long terme du capital investi, en comparaison à d'autres branches, des critères particuliers doivent être appliqués. Ils sont analysés ci-dessous.

comme constant; il sera capitalisé selon la formule de la rente infinie, comme dans la méthode de la valeur de rendement, puis escompté pour en obtenir la valeur actuelle nette. Celle-ci sera intégrée dans le calcul comme valeur résiduelle (residual value). Selon le taux de capitalisation choisi, cette valeur représente 50 à 75 % de la valeur totale de l'hôtel. Par conséquent, la prévision des free cash-flows et le choix du taux de capitalisation sont des éléments extrêmement sensibles dans l'évaluation d'une entreprise hôtelière. La valeur de l'entreprise ainsi calculée se compose de la somme des cash-flows d'exploitation libres, de la valeur résiduelle et de la valeur vénale des actifs hors-opération.

3.2 Analyse des investissements

L'estimation des investissements et du potentiel de désinvestissement jouent un rôle central dans l'évaluation d'hôtels selon la méthode du DCF, outre les prévisions de croissance du chiffre d'affaires et du cash-flow. Pour une exploitation hôtelière, les actifs immobilisés représentent en général 95 % de la somme du bilan, c'est-à-dire que les cash-flows libres sont lourdement influencés par les investissements de maintien et d'amélioration de la substance. Il convient de distinguer les investissements réalisés sur une période de 5 à 6 ans, soit sur la période budgétée, de ceux qui toucheront l'établissement nettement plus tard. En effet, les actifs immobilisés d'une entreprise industrielle ont un cycle de vie nettement plus court que celui d'un hôtel. Par conséquent, ils se renouvelleront presque entièrement sur la période de planification des cash-flows libres. L'approche du DCF s'avère beaucoup plus précise pour l'industrie que pour l'hôtellerie orientée sur le long terme. Si une entreprise touristique investit trop peu dans la période de budget de 5 à 6 ans, le cash-flow planifié sera trop bas, faussant ainsi à la hausse la valeur. Au contraire, si le programme de rénovation et de maintien de la substance prévoit de lourds investissements pendant cette même période, le cash-flow libre sera trop bas, voire négatif. Pour éviter cet écueil, il est recommandé de répartir les investissements de façon égale sur la durée de vie de l'hôtel. Par conséquent, la

«Pour évaluer correctement la durée de vie moyenne, il faut connaître les coûts exacts de l'investissement d'origine.»

ploitation I se compose du chiffre d'affaires, duquel sont déduites les charges de marchandises, les charges directes, les salaires et les autres charges d'exploitation, à l'exception des charges financières, de l'entretien et des amortissements. Ces deux derniers éléments sont intégrés à raison de 6% dans le taux de capitalisation, si bien qu'ils sont liés directement au volume d'affaires et non pas aux coûts de l'infrastructure à disposition. De plus, la hausse boursière des années 1993-1998 a rendu les

La méthode du DCF se base sur l'escompte, à un taux à définir, des cash-flows libres («free cash flows») à disposition de l'entreprise hôtelière. Le free cash-flow tient compte également des investissements nécessaires, non négligeables dans l'hôtellerie, ainsi que des modifications de l'actif circulant net (net working capital). En règle générale, on établit un budget sur 5 à 6 ans, afin de déterminer individuellement les cash-flows libres attendus. Le dernier cash-flow de la période est considéré

durée de vie précise des différents types d'actifs immobilisés joue un rôle important dans le calcul de valeur [1].

Selon les statistiques tenues par la SCH, sur une base d'environ 1000 exploitations, la durée de vie moyenne est d'environ 25 ans (à savoir 50 ans pour l'immeuble, 10 ans pour le mobilier, etc.). Ces chiffres tiennent compte des nécessités de renouvellement dictées par la mode et par les tendances telles que le wellness et les séminaires qui accélèrent le rythme de rénovations.

3.3 Différentes méthodes bancaires d'évaluation des actifs immobilisés

Pour évaluer correctement la durée de vie moyenne, il faut connaître les coûts exacts de l'investissement d'origine. Cependant, l'information relative aux coûts historiques n'est souvent pas disponible, en particulier dans les entreprises qui ne présentent pas leurs comptes selon les normes RPC (Recommandations relatives à la présentation des comptes), ou qui ne disposent pas d'une comptabilité analytique [2]. Certaines banques appliquent certes

des méthodes d'évaluation dynamiques, mais introduisent dans le calcul du DCF des montants trop imprécis pour les charges relatives aux actifs immobilisés. Les deux auteurs ont constaté, par exemple, que dans un cas un taux de 5% de la valeur comptable des immobilisés est introduit pour l'évaluation des investissements. On comprendra dès lors facilement qu'il suffit d'une sur- ou sous-évaluation des actifs au bilan pour fausser le résultat. Dans un autre cas, une banque s'est appuyée sur la valeur d'assurance, accordant ainsi trop de poids au volume de la construction. On risque alors de surévaluer le volume des investissements, surtout pour d'anciens bâtiments, construits selon des dimensions généreuses, plus envisageables à l'heure actuelle. Une autre banque retient pour la durée de vie des investissements de 15 ans, en place de la valeur moyenne de 25. Cette réduction du cycle de vie se répercute sur des investissements trop hauts, pesant sur le cash-flow et pénalisant la valeur de l'entreprise.

3.4 Evaluation du taux d'escompte

Le taux d'escompte permet d'actualiser les cash-flows futurs ainsi que la va-

leur résiduelle. Le coût du capital d'une entreprise hôtelière correspond à la moyenne pondérée du coût du capital étranger et du capital propre; il est déterminé par les 3 composantes suivantes:

- structure de financement, proportion fonds étrangers/fonds propres;
- coût du capital étranger après impôts;
- coût du capital propre.

Dans l'évaluation du coût du capital, on se rappellera qu'un développement hôtelier est à financer avec du capital étranger à long terme. L'intensité en investissements dans l'hôtellerie implique une plus grosse proportion de capital étranger que dans les entreprises commerciales, dont les actifs circulants, de par la nature de leurs activités, sont proportionnellement plus élevés.

On peut estimer le coût du capital étranger à long terme à 6%. Si l'on tient compte de l'effet fiscal, en supposant un taux d'imposition de 33%, il se réduit à 4%. Les coûts du capital propre s'établissent en considérant le rendement sur les obligations de la Confédération, sans risque, plus un supplé-

ment pour le risque de la branche et un supplément pour le risque de l'entreprise. L'hôtellerie faisant face à diverses difficultés, on considère qu'il s'agit d'un environnement à risques et que le coût du capital propre s'élève à 14%.

La moyenne pondérée du coût du capital étranger et du capital propre (Weighed Average Capital Cost – WACC) s'élève à 7%, pour une structure de financement telle celle présentée en détail au *tableau 3*.

3.5 Synthèse

Il apparaît que le rythme d'investissement nécessaire au maintien de la substance est défini essentiellement par la durée de vie des actifs d'une part, et par leurs coûts historiques d'autre part.

Au *tableau 4*, nous montrons l'influence de la réduction du cycle de vie de 25 à 15 ans dans le calcul de la valeur de rendement.

La valeur de l'hôtel diminue à KCHF 7560. Par rapport au *tableau 2*, qui présente le calcul selon l'application correcte de la méthode SCH, la valeur se réduit de moitié.

4. Propositions de solutions

Le *tableau 4* montre qu'une durée de vie trop courte et une évaluation trop grossière du besoin en investissement se traduisent par des cash-flow libres trop bas. Nous pensons que l'application d'une durée de vie de 25 ans est proche de la réalité. En outre, on ne peut pas considérer de façon isolée l'entretien, les amortissements et les investissements dans la méthode du DCF. Ces éléments sont au contraire à traiter comme un ensemble. Statistiquement, on définit que la partie d'entretien réel, à l'exclusion des remplacements et investissements non actifs, sur le montant apparaissant dans le compte de pertes et profits, s'élève à 4% du chiffre d'affaires. Le *tableau 5* présente le calcul de la valeur de l'hôtel Top of the World SA, selon la méthode du DCF et avec l'application des prin-

cipes mentionnés ci-dessus. On obtient une valeur de 15 174, ce qui correspond à peu près au double du résultat du *tableau 4*. On voit clairement l'influence d'une application trop floue de la méthode du DCF.

5. Conclusion

L'évaluation d'entreprises hôtelières est désormais marquée par l'utilisation de méthodes dynamiques basées sur

pour l'hôtel Top of the World SA, St. Moritz, par le biais de la méthode DCF d'une part (KCHF 15 174), et celle de la SCH d'autre part (KCHF 16 819), ne divergent pas énormément. En pratique, et au-delà du choix de la méthode, il s'agira surtout d'appliquer des bases précises, car en se basant sur des rythmes d'investissement erronés, on obtient des résultats biaisés (voir *tableau 3* KCHF 7 560), qui pénalisent le rating de l'entreprise auprès des banques et donc le coût du capital étranger. Cela concerne particulièrement les ob-

«L'intensité en investissements dans l'hôtellerie implique une plus grosse proportion de capital étranger que dans les entreprises commerciales, dont les actifs circulants, de par la nature de leurs activités, sont proportionnellement plus élevés.»

les cash-flows libres escomptés. Ces méthodes présentent cependant certaines limites, liées à l'établissement d'un budget et à ses incertitudes. On relèvera de plus que:

- l'incertitude sur l'évaluation des cash-flows futurs augmente avec le temps et le nombre d'années de planification;
- l'estimation du taux d'inflation et d'intérêt s'avère délicate;
- si l'on applique un scénario de croissance, le dernier cash-flow est élevé et il influence lourdement la valeur résiduelle.

Il faut également tenir compte des spécificités de l'hôtellerie suisse, soit une rentabilité faible et des coûts fixes élevés. Nous insistons sur la durée de vie et l'évaluation des coûts historiques comme points centraux de la réflexion. Ces éléments se retrouvent dans le projet de la norme RPC 18. Il est à souhaiter que la Loi sur l'établissement et le contrôle des comptes (LECCA) s'applique également aux petites et moyennes entreprises hôtelières.

En regardant de près les *tableaux 2* et *5*, on constate que les valeurs obtenues

jets payés au prix fort ou construits dans les années 1988 à 1992, d'autant plus qu'ils sont souvent surendettés. La branche a besoin d'un temps d'adaptation, sursis que les bailleurs de fonds doivent accorder. Dans la méthode du DCF, la valeur résiduelle compte pour beaucoup dans l'évaluation globale. Une préparation optimale du matériel chiffré et des budgets, ainsi qu'un soutien professionnel pour une bonne compréhension des méthodes d'évaluation, seront des atouts essentiels pour l'hôtelier qui se prépare à négocier avec une banque. Il s'agit de tenir compte des spécificités de la branche touristique en Suisse, qui représente un atout important de notre économie.

Notes

- 1 Voir M. Eltschinger, K. Zwahlen, Rechnungslegung nach FER in der Hotellerie, 4.4.3 Aufteilung der Gebäudeteile und Bestimmung der Lebensdauer, L'Expert-Comptable 3, 1999, page 187.
- 2 Voir M. Eltschinger, K. Zwahlen, Rechnungslegung nach FER in der Hotellerie, 4.4.2 Ermittlung der Anlagekosten L'Expert-Comptable 3, 1999, page 187.