

## Was ist mein / Ihr Hotel eigentlich wert?



*Eine objektive und marktgerechte Wertermittlung, Kaufpreisermittlung, Verkaufspreisermittlung von Hotelimmobilien ist eine schwierige Materie, da gerade bei eigentümergeführten Hotels sehr viele Emotionen aufgrund der jahrelangen Aufbau- und Entwicklungsarbeit in die eigene Hotelimmobilie das Bild stark subjektivieren und verzerren! Der Wert des eigenen Hotels wird von den meisten Unternehmern und Hoteleigentümern häufig überschätzt, weil sie dazu neigen, von der Fülle der möglichen Wertansätze (Bilanzwert, Wert laut Feuerversicherung, Schätzung des örtlichen Immobilienmaklers, eigenen Schätzwert) jenen heranzuziehen, der ihr Vermögen möglichst optimistisch darstellt. Allerdings kommt die Stunde der Wahrheit spätestens dann, wenn die Hotelimmobilie tatsächlich verkauft werden soll, ein Beteiligungspartner gefunden oder bei neuem Kapitalbedarf ein Objekt einer Bank als Besicherung angeboten werden soll.*

## Wann sind Unternehmenswertfeststellungen erforderlich?

Bei rund 126.000 Unternehmen, die derzeit in Österreich, Deutschland, Schweiz und Norditalien allein im Bereich der Hotellerie zur Verfügung stehen, ist der Markt für Hotelimmobilien-Käufe und – Hotelimmobilien-Verkäufe stark in Bewegung. Dabei zählt die Feststellung des Wertes eines Unternehmens / eines Hotelbetriebes / einer Hotelimmobilie als Ganzes zu den betriebswirtschaftlichen Herausforderungen.

In den letzten Jahren hat die Bedeutung der Unternehmensbewertung im Bereich der Hotellerie und Gastronomie stark zugenommen. Einerseits suchen viele Hoteliersfamilien, die einen Betrieb aufgebaut haben und ihn nicht mehr weiterführen wollen oder können, einen Käufer. Manchmal zwingt auch die hohe Fremdkapitallast den Hoteleigentümer dazu, sich nach Partnern umzusehen oder die finanzierende Bank drängt auf einen neuen Mit-/Eigentümer der Hotelimmobilie. Andererseits suchen ehrgeizige Jungunternehmer in der Hotellerie nach einer Möglichkeit sich selbständig zu machen. Die Feststellung des Wertes einer Unternehmung / eines Hotels, bzw. einer Hotelimmobilie ist bei dessen Veräußerung, beim Ein- oder Austritt von Gesellschaftern, anlässlich von Betriebsübergaben oder Verschmelzungen und natürlich auch bei neuen umfangreichen Kreditaufnahmen erforderlich, weil die angebotenen Hypotheken als hauptsächliche Sicherheit für die eingeräumten Kredite herangezogen werden.

Dabei legen Betriebsinhaber / Hoteleigentümer sehr oft eine zu optimistische Einschätzung des Wertes ihres Unternehmens an den Tag, die sich an falschen Ansätzen orientiert. In letzter Zeit wurde auch zudem häufig von der Möglichkeit der Neubewertung anlässlich von Umgründungen Gebrauch gemacht, um Stille Reserven aufzudecken und durch neue Bilanzwerte ein negatives Eigenkapital auszugleichen. Auch in diesem Fall ist eine objektive Wertfeststellung von Hotelimmobilien Basis für einen neuen Ansatz.

Ein Unternehmen, eine Hotelimmobilie, bzw. ein Hotel hat – wie jeder andere Kaufgegenstand – keinen allgemein gültigen Wert. Dieser wird sich meist als Verhandlungsergebnis aus den subjektiven Vorstellungen von Käufer und Verkäufer ergeben. Die Unternehmensbewertung / Wertermittlung eines Hotels, bzw. einer Hotelimmobilie kann jedoch als Verhandlungsgrundlage und als Anhaltspunkt für potentiell erzielbare Preise dienen.

## Die Welt der Begriffe im Bereich der Hotelimmobilien

Für das Führen einer sachlichen Diskussion ist Klarheit über die Begriffswelt zu schaffen:

### **Verkehrswert** (Marktwert) einer Hotelimmobilie:

Das ist jener Betrag einer Immobilie, einer Hotelimmobilie oder eines Unternehmens, der am Markt bei einem tatsächlichen Verkauf im gewöhnlichen Geschäftsverkehr ohne Rücksicht auf ungewöhnliche oder persönliche Verhältnisse erzielt werden kann. Dieser Wertansatz bei Hotelimmobilien ist sowohl für Käufer und Verkäufer, als auch für Banken als Besicherungsbasis heranzuziehen.

### **Wiederbeschaffungswert von Hotelimmobilien:**

das ist der Wert, zu dem Gegenstände des Anlage- und Umlaufvermögens wieder beschafft werden können. Dieser Ansatz dient vorwiegend für Zwecke der Feuerversicherung und ist für die Feststellung des Wertes von Unternehmen nur wenig hilfreich.

### **Substanzwert bei Hotelimmobilien:**

Die Vermögenssubstanz umfasst die wichtigen Produktionsfaktoren des Unternehmens und bestimmt die Kapazität, mit der Waren und Dienstleistungen produziert werden können. Der Wert eines Hotels wird auf Basis der Bruttogeschossfläche oder der Kubatur und der zur Verfügung stehenden Grundfläche bestimmt.

*Die Substanzwertmethode eignet sich nur beschränkt zur Wertfeststellung.* Der Substanzwert ist allenfalls als *Hilfswert* von Bedeutung, um eine Situation in Betracht zu ziehen, wo die Liquidation des Unternehmens eine denkbare Alternative darstellt. Der Zerschlagungswert bei mangelnder Rentabilität stellt daher die Untergrenze einer möglichen Wertermittlung dar.

### **Ertragswert** (Zukunftserfolgswert) von Hotelimmobilien:

Die geschätzten kapitalisierten jährlichen zukünftigen Erfolge eines Unternehmens machen den Wert eines Unternehmens, also auch den eines Hotels, bzw. einer Hotelimmobilie aus. Ausschlaggebend dafür ist auch bei Hotels, bzw. Hotelimmobilien das Vorhandensein von Ressourcen mit denen nachhaltig positive Rückflüsse erzielt werden können. Basis der Unternehmensbewertung von Hotelimmobilien sind daher die erwarteten Ergebnisse der nächsten Jahre und die daraus ableitbaren verfügbaren Einnahmenüberschüsse oder Cashflows.

## Verschiedene Bewertungsverfahren bei Hotelimmobilien

Für die Unternehmensbewertung von Hotels und Hotelimmobilien gibt es verschiedene Verfahren, deren Ergebnis jedoch in allen Fällen nur als Anhaltspunkt für Käufer und Verkäufer dienen kann. Üblicherweise wird das Unternehmen – Hotel / Hotelimmobilie - in seiner Gesamtheit bewertet, wobei **Investitionsrückstände, Schulden und geldwerte Vor- oder Nachteile**, die aus Verträgen rühren können, durch **Zu- oder Abschläge** zu berücksichtigen sind.

### Praktikerlösung bei Hotelimmobilien mit Multiplikatoren

Zur groben Schätzung eines möglichen Unternehmenswertes bei Hotels und Gastronomiebetrieben werden von den Praktikern (Tourismusberatern, Hotelmaklern, Hotelinvestoren) häufig einfache Verfahren verwendet, die meist auf dem erzielbaren Umsatz (netto ohne MwSt.) oder einem möglichen adaptierten Gross Operating Profit (operativer Überschuss der ordentlichen betrieblichen Einnahmen - abzüglich der operativen Ausgaben) beruhen. Dazu wird zumeist ein Zeitraum der vergangenen 3 Jahre verwendet. Aufgrund der Orientierung am erzielbaren Umsatz oder den Betriebsüberschüssen fließen erkennbar Ertragswertüberlegungen mit ein.

Ausschlaggebend für den Wert eines Unternehmens ist die Fähigkeit damit künftige Einnahmen (Umsätze und Cashflows) zu erzielen. Entscheidend ist somit nicht die Fülle der vorhandenen Vermögenswerte (Substanz) oder deren Wiederbeschaffungswert, sondern **ausschließlich die Fähigkeit, aus dem Unternehmen künftig Erträge** zu schöpfen.

### Bewertung einer Hotelimmobilie mit Hilfe von Multiplikatoren

Hotelkategorie	Verhältnis zum Umsatz	Verhältnis zum GOP
3-Sterne-Hotelbetrieb	1,6 - 2fach	7 - 10fach
3,5-Sterne-Hotelbetrieb	1,65 - 2fach	7,5 - 10fach
4-Sterne-Hotelbetrieb	1,7 - 2fach	8 - 10fach
4,5-Sterne-Hotelbetrieb	1,75 - 2fach	8,5 - 10fach

### Vergleichswertverfahren bei Hotelimmobilien

Aus Informationen über durchgeführte Verkäufe von ähnlichen Hotelbetrieben an ähnlichen Standorten lassen sich Näherungswerte bezogen auf die Kapazität einholen, die grundsätzlich auch dazu geeignet sind, eine erste Wertschätzung vorzunehmen.

Aufgrund der Verschiedenheit von Standort, Ausstattungsniveau, Funktionalität und Erhaltungszustand handelt es sich dabei natürlich immer nur um sehr grobe Näherungswerte. Die wertbildenden Faktoren (Saison-, Stadthotellerie, erzielbare Auslastung, Preise) werden dabei nicht näher untersucht und fließen in die Bewertung der Hotelimmobilie nicht mit ein.

*Hotelimmobilien werden in der Praxis oft deutlich unter dem Neubaupreis gehandelt, weil sie so gut wie immer eine sehr individuelle Sonderanfertigung darstellen und in vielen Fällen zum Zeitpunkt des Verkaufes **mehr oder weniger deutliche Investitionsrückstände** aufweisen.*

**Vergleichswertansätze pro Zimmer zur Wertermittlung einer Hotelimmobilie**

<b>Hotelkategorie</b>	<b>Bereiche</b>	<b>Neubauwert</b>
<b>3-Sterne-Hotelbetrieb</b>	<b>EUR 30.000 bis 60.000</b>	<b>EUR 80.000</b>
<b>3,5-Sterne-Hotelbetrieb</b>	<b>EUR 35.000 bis 70.000</b>	<b>EUR 120.000</b>
<b>4-Sterne-Hotelbetrieb</b>	<b>EUR 40.000 bis 80.000</b>	<b>EUR 160.000</b>
<b>4,5-Sterne-Hotelbetrieb</b>	<b>EUR 45.000 bis 90.000</b>	<b>EUR 200.000</b>

**Die Discounted-Cashflow-Methode für Hotelimmobilien**

Die Unternehmensbewertung hat im Lauf der Zeit gerade bei Hotels und Hotelimmobilien eine sehr deutliche Entwicklung weg von der Substanzwert orientierten hin zu einer mehr Erfolgs- oder Ertragswertorientierten Betrachtung vollzogen. Kein Verfahren drückt dies deutlicher aus als die international erprobte und gebräuchliche DCF-Methode, die den Wert eines Unternehmens direkt aus seinen künftig erwarteten Zahlungsüberschüssen herleitet. Diese Wertermittlungs-Methode für Hotelimmobilien wird auch von den führenden Tourismusberatungen und den großen internationalen Hotelmaklern bei den meisten Hotelkäufen und Hotelverkäufen zugrunde gelegt. Auch die Tourismusberatung Auer, Springer & Partner ([www.aspi.ag](http://www.aspi.ag)) verwendet diese Hotelimmobilien-Bewertungsmethode bei Hotelprojekten und bestehenden Hotels, das das Ergebnis von Hotelkäufern, Banken, Versicherungen, Funds, Hotelinvestoren anerkannt wird.

Geht man davon aus, dass ein Unternehmer ausschließlich finanzielle Ziele hat, wird der Wert eines Unternehmens aus seinen nachhaltig erzielbaren Zukunftserfolgen (Cashflows) gebildet. Zu diesem Zweck werden die künftig erwarteten Cashflows herangezogen. Sie werden auf den Gegenwartswert (Barwert) abgezinst. Die Summe dieser abgezinsten Gegenwartswerte stellt den gesuchten Unternehmenswert dar. Was hier sehr finanztheoretisch klingt, wird an einem praktischen Beispiel sehr leicht verständlich.

Die praktischen Berechnungen und Erläuterungen zum nachfolgenden Beispiel eines Ferienhotel-Verkaufes dazu finden Sie auf der letzten Seite dieses Dokuments.

## Ein Beispiel für eine Hotelimmobilien-Wertermittlung macht es deutlich

Ein Unternehmer erwägt für sein Kind ein Ferienhotel der 4-Sterne-Kategorie im Tiroler Zillertal zu erwerben, das über 40 Zimmer mit 80 Betten und den erforderlichen Nebeneinrichtungen verfügt. Das Grundstück ist 4.000 Quadratmeter groß und bietet Platz für die Baufläche und Parkplätze. Das Hotel weist insgesamt einen guten Erhaltungszustand auf. Lediglich im Küchenbereich werden einige Anschaffungen erforderlich sein, die zusammen mit den erwarteten Transaktionskosten (Notar, Grundbuch, Gründungskosten eines Unternehmens, etc.) mit EUR 250.000 zu bewerten sind.

Aufgrund einer ersten überschlägigen Berechnung geht der Unternehmer von folgenden Annahmen für ein Normalwirtschaftsjahr aus:

Berechnungsschritte	Werte
80 Betten x 160 Vollbelegungstage x € 60,- HP	EUR 768.000
Zusatzkonsumationen	EUR 213.000
<b>Einnahmen-Erwartungen</b>	<b>EUR 981.000</b>
<b>GOP 24 % der Einnahmen</b>	<b>EUR 235.440</b>
abzgl. Instandhaltungsreserve, Mieten, Management Fees, Pacht	EUR - 62.440
<b>verfügbarer Cashflow</b>	<b>EUR 173.000</b>

Aufgrund dieser Erwartungen errechnen sich die folgenden Wertansätze, wenn man bei den Multiplikatoren den mittleren bzw. vorsichtigen Wertebereich veranschlagt:

angewandte Methode	Berechnungsformel	Unternehmenswert Hotel
Umsatz-Multiplikator	981.000 x 1,8	EUR 1.765.800
GOP-Multiplikator	235.440 x 8	EUR 1.883.520
Vergleichswert pro Zimmer	40 Zimmer x 50.000	EUR 2.000.000
DCF-Methode	siehe Nebenrechnung letzte Seite!	EUR 1.828.000

Die ertragswertorientierten Verfahren lassen einen geschätzten Unternehmenswert von EUR 1,75 bis 1,85 Mio. erwarten. Der Vergleichswert pro Zimmer liefert den höchsten Wert und wird aufgrund der bereits geäußerten Bedenken in der Folge außer Acht gelassen.

Für ein Kaufangebot wäre noch der Sanierungsaufwand / Investitionsbedarf und Nebenspesen von EUR 250.000 durch einen Abschlag zu berücksichtigen. Als Verhandlungsrang für diese Hotelimmobilie wäre daher in diesem Fall ein Betrag von etwa EUR 1,5 bis 1,6 Mio. anzusetzen.

## Die Wertentwicklung in den letzten Jahren

Im Verlauf der letzten Jahre haben die Werte bei Hotelimmobilien / Gastronomieimmobilien einen wechselvollen Verlauf erlebt. Im Jahr 2000 lag zum Beispiel der auf Basis eines GOP-Multiplikators von 8 errechnete Ertragswert eines durchschnittlichen 4-Sterne-Hotels deutlich über dem Wert der Aktiva in den jeweiligen Jahresabschlüssen. Eine Transaktion zu dem so errechneten Wert hätte dem Verkäufer einen hohen Verkaufserlös eingebracht und bei dieser Gelegenheit beträchtliche Stille Reserven offen gelegt.

Bei einem Verkauf im Jahre 2012 können – mittlerweile ist der GOP durch einige gestiegene Aufwandspositionen (Energie, Personalaufwand, Marketing) unter Druck geraten – bei einem Verkauf der sich am GOP-Multiplikator orientiert, aller Voraussicht nach noch nicht einmal Verkaufserlöse in Höhe der Aktiva realisiert werden. Die Stillen Reserven sind verschwunden, bzw. sogar bei vielen Hotelimmobilien negativ. Der Hotellerie ergeht es dabei nicht anders als den börsennotierten Unternehmen, deren Unternehmenswert ausgedrückt im Kurs der Aktien einem ständigen Auf und Ab unterworfen ist.

## Wie geht man bei der Wertermittlung eines Hotel-Pachtbetriebes vor?

Soll ein bestehendes Unternehmen gekauft werden, für das ein Pachtverhältnis vorliegt, so sind natürlich sowohl der Umsatzmultiplikator als auch der Vergleichswert pro Zimmer völlig unbrauchbar. Der GOP-Multiplikator könnte nach Abzug des Pachtzinses grundsätzlich herangezogen werden. Er berücksichtigt jedoch nicht einen u. U. in Kürze auslaufenden Pachtvertrag.

**In diesem Fall ist die DCF-Methode methodisch am anpassungsfähigsten, da auch kurze Laufzeiten abgebildet werden können. Bei einem kurzfristigen Pachtverhältnis können nur jene Cashflows abgezinst werden, die durch die sicher zur Verfügung stehende Pachtdauer gedeckt sind.**

## Zusammenfassung

Noch nie vorher haben so viele Hotels den Besitzer gewechselt, wie in den vergangenen Jahren. Das Transaktionsvolumen hat 2006 in Europa das enorme Ausmaß von 23 Mrd. Euro erreicht. Obwohl in diesen Zahlen in der Hauptsache Stadt- und Kettenhotels umfasst sind, ist es nur eine Frage der Zeit, bis sich Immobilienfonds auch in vermehrtem Umfang der mittelständischen Hotellerie zuwenden, sofern managementfähige Betriebsgrößen vorliegen. Für diesen Fall aber auch für alle anderen Gelegenheiten, wo die Wertfeststellung von Hotelunternehmen eine zentrale Frage darstellt, sind zumindest grobe Kenntnisse der gängigen Bewertungsmethoden hilfreich.

Die Bewertung von Unternehmen ist eine komplexe betriebswirtschaftliche Aufgabe, die in der Praxis neben der reinen Wertfeststellung u.a. auch steuerliche und Finanzierungsaspekte mit einschließt. Die vorgestellten Wertansätze haben die Berechnung des Unternehmenswertes als Ganzes d.h. ohne Berücksichtigung von Schulden oder sonstigen Lasten vorgestellt.

In jedem Fall wird von einem durchschnittlich guten Erhaltungszustand des Objektes sowie von einer Weiternutzung im Rahmen des bestehenden Betriebskonzeptes ausgegangen.

**Gerade die Orientierung der Wertfeststellung an Einnahmen- und Ertragskennzahlen macht deutlich, dass die Werttreiber in einem Unternehmen nicht die Substanz sondern die damit erzielbaren Einnahmen sind. Nicht die Anhäufung von Bauvolumen sondern der wirtschaftliche Erfolg ist der Garant für einen zufrieden stellenden Verkaufserfolg der Immobilie Hotel. In diesem Zusammenhang sind die enormen Investitionen in oftmals überbewertete Wellnessanlagen oder unmäßig teure Einrichtungsqualität leider häufig als „stranded investments“ zu sehen.**



## Unternehmenswert Berechnung auf Basis der Discounted Cashflows

<b>ASP - UNTERNEHMENSWERTBERECHNUNG - DCF-Methode</b>			
<b>WERTERMITTLUNG FERIENHOTEL TIROLER ZILLERTAL</b>			
<b>Berechnungsgrundlage</b>			
Durchschnittlicher G.O.P. der letzten 3 Jahre	€		235.440
Abzgl. Reserve für Instandhaltung und Gesellschaftsaufwand	€		62.440
Ergibt das Betriebsergebnis (N.O.P.)	€		173.000
angenommener Diskontierungs-Satz Ferienhotellerie			9,00%
Betriebsjahr	Betriebsergebnis	Disk.Faktor	Barwert
1	€ 173.000	0,917	€ 158.716
2	€ 175.595	0,842	€ 147.795
3	€ 178.229	0,772	€ 137.625
4	€ 180.902	0,708	€ 128.156
5	€ 183.616	0,650	€ 119.338
6	€ 186.370	0,596	€ 111.126
7	€ 189.166	0,547	€ 103.480
8	€ 192.003	0,502	€ 96.360
9	€ 194.883	0,460	€ 89.730
10	€ 1.743.494	0,422	€ 736.471
<b>Summe der Discounted Cashflows</b>		€	<b>1.828.796</b>

<b>Der Unternehmenswert beträgt</b>	
nach der Discounted-Cashflow-Methode	€ 1.828.796
dies entspricht einem Barwert	
je Zimmer in der Höhe von	€ 45.720

In dem vorliegenden Beispiel wird ausgehend von den durchschnittlichen Cashflows der vergangenen drei Jahre aus Vereinfachungsgründen der erwartete Zahlungsstrom für die Folgejahre durch eine Inflationierung von jeweils 1,5 % gebildet. Im 10. Jahr wird von einem fiktiven Verkauf des Unternehmens ausgegangen, um die Zahlungsreihe zu beenden.

Die Abzinsung der Cashflows der jeweiligen Jahre erfolgt mit 9 %. Die Rechnung für den abgezinsten Cashflow des ersten Jahres lautet dann wie folgt:  $130 / (1 + 9 \%) = 119$ . Der jeweils gewählte Abzinsungssatz wird unter anderem von den alternativen Anlagemöglichkeiten am Kapitalmarkt und der Sicherheit der künftigen Erträge beeinflusst. Er bewegt sich derzeit bei minimal 5 % bei Top-Immobilien in innerstädtischen Citylagen bis über 10 % im Bereich der Saisonhotellerie, deren Objekte eine **eingeschränkte Drittverwendungsfähigkeit** aufweisen und keine realistische Aussicht auf wirtschaftlich vernünftige alternative Nutzung (etwa als Büro, Wohnbau) haben.

## **Kontakt Daten Hotel-Wertermittlung:**

Mehr zum Thema Wertermittlung bei Hotelimmobilien / Kaufpreisermittlung für Hotelimmobilien / Verkaufspreisermittlung bei Hotelimmobilien / Wertgutachten Hotelimmobilien erfahren Sie bei unseren Hotelberatern, Tourismusberatern und Hotelmaklern, die Sie bei einem Kauf eines Hotels / einer Hotelimmobilie, bzw. Verkauf Ihres Hotels / Ihrer Hotelimmobilie gerne von Beginn an professionell begleiten.

### **AUER, SPRINGER & PARTNER – Tourismusberatung – Tourism Consultants**

UNTERNEHMENSBERATUNG FÜR HOTELLERIE, GASTRONOMIE, DESTINATIONEN, THERMEN, KLINIKEN, SANATORIEN & KURBETRIEBE, SPORT- UND FREIZEITANLAGEN, FREIZEIT- & ERLEBNISPARKS, SEILBAHNGESELLSCHAFTEN, GOLFANLAGEN, SPORTSTADIEN  
PROJEKTENTWICKLUNG HOTEL- & FREIZEITANLAGEN, THERMEN, RESORTS

Homepage: [www.aspi.ag](http://www.aspi.ag) / Email: [office@aspi.ag](mailto:office@aspi.ag)

### **ASP REAL ESTATE – Hotelmakler – hotel broker**

FACHMAKLER FÜR HOTELS UND FREIZEITIMMOBILIEN, THERMEN, LUXUSIMMOBILIEN UND SCHLÖSSER, EINKAUFSZENTREN, GEWERBE-ENTWICKLUNGSIMMOBILIEN,

Homepage: [www.aspimmo.com](http://www.aspimmo.com) / Email: [office@aspimmo.com](mailto:office@aspimmo.com)

Zweigniederlassung Deutschland

D-80538 München, Pilotystrasse 4,

Tel: +49 / (0) 89 / 230 35 197, Fax: +49 / (0) 89 / 230 35 298

Amtsgericht München HRB 176796 / § 34 c durch Kreisverwaltungsreferat München / Ust-IdNr. DE264151988 / SteuerNummer 143/250/04283

Geschäftsstelle Vienna:

A-1010 Wien, Schottenring 16 / 2 - Börsengebäude

Tel: +43 / (0) 1 / 533 24 60, Fax: +43 / (0) 1 / 533 24 70

Geschäftsstelle Budapest:

H-1132 Budapest, Visegrádi utca 48

Fon: +36 / 1 / 371 05 38, Fax: +36 / 1 / 371 05 39

Further in Kiev, Palma d.M., Lyon, Shanghai, Ft. Meyers, Lausanne, London, New York, Dubai, Montevideo, Wellington, Tokyo, Vancouver, Cape Town