

### Kurzvorstellung

ENA-EXPERTS GmbH & Co. KG ist eine unabhängige, inhabergeführte Sachverständigen-gesellschaft. Auftraggeber sind Finanzinstitute, KVGs, Unternehmen, Family Offices und Gerichte. ENA EXPERTS verantwortet Immobilienbewertungen in aktuell 24 Ländern. Die Bewertungsgesellschaft mit derzeit 50 Köpfen, wird von den Partnern Brigitte Adam, Stefan Döring, Birger Ehrenberg, Philip Kohl und Jochen Niemeyer geführt.

### USPs des Unternehmens

Wir folgen höchsten beruflichen und ethischen Standards der Immobilienwirtschaft, etwa dem Code of Ethics der RICS. Neben den langjährigen persönlichen Erfahrungen sorgt die eigene Research Abteilung für professionelle Marktanalysen und -einschätzungen. Eine außerordentliche Expertise ist die Bewertungserfahrung im Ausland sowie bei Portfoliobewertungen.

### Track Record

Seit 2005 ist ENA Experts als unabhängige Sachverständigen-gesellschaft bzw. die Inhaber selbst als persönlich bestellte Sachverständige für zahlreiche namhafte KVGs, Fondsgesellschaften und andere institutionelle Anleger tätig. Jedes Jahr werden Immobilienwerte von mehreren Mrd. Euro in Form von Ankaufs-, Erst- und Nachbewertungen begutachtet.



# Hotelimmobilien- bewertung unter dem Brennglas der aktuellen Entwicklungen

In keiner anderen Assetklasse begegnet man mehr Innovationen, aber auch die Herausforderungen sind enorm. Erwähnt seien die fortwährend unkalkulierbaren Einflüsse der Pandemie auf das Buchungsverhalten, die Abnahme transatlantischer Buchungen wegen des Ukrainekriegs, steigende und kaum umwälzbare Energiekosten und der dramatische Personalmangel.

Im Folgenden werden die Besonderheiten und Herausforderungen bei der Bewertung von Hotelimmobilien im aktuellen Kontext beleuchtet. Dass hier nur eine schlaglichtartige Sicht auf die Arbeit der Sachverständigen möglich ist, liegt in der Natur der Sache.

### Aktuelle Herausforderungen

Die goldenen Zeiten stetig steigender RevPars, rekordverdächtiger Transaktionsvolumina und der Inflation von Hotelprojekten scheint vorbei zu sein. Investoren und insbesondere Finanzierungsinstitute begegnen Engagements in Hotelimmobilien mit großer Zurückhaltung. Erinnerungen an die Zeit nach der Finanzmarktkrise werden wach, nur dass die Rettungsanker der Notenbanken nicht mehr zur Verfügung stehen. Die Pandemie hat schonungslos die mangelnde Resilienz vieler Hotelkonzepte offengelegt. Opfer waren und sind hauptsächlich gesichtslose Häuser mit 08/15 Konzepten. Der Identifikation und Analyse wirtschaftlich nach-

haltiger Betreiberkonzepte müssen sich die Sachverständigen deshalb besonders intensiv widmen.

Hinzu kommt, dass die Pachtableitung aus historischen und/oder budgetierten Daten derzeit einem Blick in die Glaskugel gleicht. Bei Bestandsobjekten sind Zahlen aus den Jahren 2020 und 2021 nicht verwendbar und auch Rückgriffe auf die Jahre vor der Pandemie sind nicht zielführend. Zu unsicher ist die Eignung dieser Daten für die Zukunft, insbesondere bei Hotelbetrieben mit Business- oder MICE-Schwerpunkten. Bei Hotelprojekten liegen zwar oft Machbarkeitsstudien vor, aber auch diese sind natürlich mit erhöhten Unsicherheiten belegt.

In Zeiten, in denen Kohlekraftwerke zur Sicherung der Stromversorgung wieder angefahren werden, scheinen Engagements in Sachen Klimaschutz in den Hintergrund zu treten. Für langfristig agierende Investoren aber auch für Banken sind ESG-konforme Konzepte jedoch alternativlos. Hier stellt sich die Frage, wie diese wirtschaftlich darstellbar sind.

## Die Unterschiede zwischen Hotelbewertung und Hotelimmobilienbewertung

Kommen wir nun in die Niederungen der Hotelimmobilienbewertung. Hier ist zunächst eine klare Differenzierung notwendig. Die kaufmännische Bewertung eines Hotelbetriebs, beispielsweise im Rahmen einer Unternehmensbewertung, stellt auf die historischen und prognostizierten Betriebsergebnisse des jetzigen Betreiberunternehmens ab. Aufgabe der Hotelimmobilienbewertung ist es jedoch, die Erträge über die gesamte Restnutzungsdauer des Gebäudes zu kapitalisieren und daher auch die Eignung des Gebäudes für einen möglichen Betreiberwechsel zu prüfen. Bei der Bewertung wird

stets eine Verpachtung unterstellt, um einen Cashflow (Rohertrag) für die Ertragswertermittlung bzw. eine DCF-Kalkulation ermitteln zu können. Dabei steht bei der Verkehrswert- oder Marktwertermittlung ein realistisch zu erzielender Kaufpreis zu einem bestimmten Datum (Bewertungsstichtag) im Mittelpunkt. Der unter Risikoaspekten besonders vorsichtig zu ermittelnde Beleihungswert hat wiederum den Beleihungszeitraum im Fokus.

## So läuft eine Ortsbesichtigung

Eine Ortsbesichtigung beinhaltet die Begehung der allgemein zugänglichen Flächen und einer Auswahl typischer Zimmer. Technikflächen, „back of house“-Bereich, Parkmöglichkeiten und Küche(n) werden ebenfalls besichtigt. Dabei wird die Funktionalität der Flächen und deren Drittverwendbarkeit geprüft. So werden beispielsweise die Anordnung, Größe und Zugänglichkeit der Restaurant- und Satellitenküche nebst Lager- und Kühlräumen geprüft. Nicht selten sind Restaurantküchen zu klein dimensioniert oder aus Platzgründen im Keller untergebracht. Bei den Veranstaltungs- und Tagungsräumen wird deren Zuschnitt, Belichtung, Flexibilität der Raumaufteilung und die Zuwegung für den Service geprüft. Gleiches gilt für den Bar-, Restaurant- und Frühstücksbereich. Bei den Gästezimmern wird sowohl deren Größe und Zuschnitt als auch insbesondere der Innenausbau und das Inventar begutachtet. Ein Hotelzimmer wird jährlich hundertfach gereinigt. Sind Materialien und deren Installation dafür geeignet oder sieht alles nur das erste Jahr gut aus? Oftmals verursachen konstruktive Mängel in den Bädern mittel- oder langfristig Feuchtigkeitsschäden.

Obwohl eine Begehung zu Bewertungszwecken keine technische

Untersuchung ist, wird der Sachverständige sowohl auf die Ausstattung als auch auf den allgemeinen Zustand des Gebäudes und der technischen Gebäudeausrüstung achten. Stehen Investitionen an, welche über den Umfang einer normalen Instandhaltung hinausgehen, müssen die Kosten wertmindernd berücksichtigt werden.

## Das Wichtigste ist das Gespräch mit dem Hotelmanagement

Seit Beginn der Pandemie bieten die typischen Hotelkennzahlen wie Auslastung, Nettozimmer rate oder GOP (Bruttobetriebsergebnis) keine zuverlässige Kalkulationsgrundlage für eine Pachtanalyse. Weitere politische und ökonomische Risikofaktoren beeinflussen zusätzlich die Treffsicherheit von Prognoserechnungen. Von einem „stabilisierten Geschäftsbetrieb“ sind viele Hotels noch weit entfernt. Umso wertvoller ist es, vom Management Informationen zum Geschäftsverlauf, der Personalsituation und zur Budgetierung der nächsten zwei Jahre zu erhalten.

Falls detaillierte betriebswirtschaftliche Zahlen vorliegen, folgt eine Detailbesprechung der Benchmarks und der Unternehmensplanung wie z.B. über den OTA-Anteil (Buchungsanteil über Portale wie booking.com), Guestsegmentation, Revenue-Management und F&B Management.

Die Konkurrenzsituation wird mit Hilfe von Vergleichsdaten und der Development-Pipeline besprochen. Dabei weicht die Einschätzung der tatsächlichen Konkurrenzsituation oft von der „offiziellen“ Liste der Wettbewerber ab. In der Regel sind die Vertreter des Hotelmanagements branchentypisch kommunikativ. Selten bekommen sie „von oben“ einen Maulkorb verpasst, was dann jedoch zu besonders

vorsichtigen Annahmen durch die Sachverständigen führen kann.

## Auf diesen Grundlagen basiert die Bewertung

Die Verkehrswertermittlung erfolgt unter der Annahme einer Verpachtung, selbst wenn die Immobilie im Eigentum des Betreibers stehen sollte. Die wertrelevanten Daten sind hauptsächlich der sog. Rohertrag, der sich aus der marktüblich erzielbaren Pacht ergibt, sowie der angemessene Kapitalisierungszinssatz, welcher sich aus Vergleichstransaktionen ableitet.

Die Ermittlung der marktüblichen Pacht steht daher im Mittelpunkt der Hotelimmobilienbewertung.

Wie wird denn nun die marktübliche Pacht ermittelt? Die Sachverständigen erstellen eine eigene betriebswirtschaftliche Kalkulation. Das hauseigene Marktresearch sowie externe Datenbanken dienen dabei als Grundlage. In die Berechnung fließen zunächst plausible operative Betriebsergebnisse für die typischen Umsatzarten von Hotels (Logis, F&B, sonstiges) ein. Dabei werden (soweit seriös ableitbar) historische wie auch budgetierte Erträge und Kosten eingesetzt, welche mittels Benchmarks verprobt werden. Anschließend werden angemessene Overhead-Costs für Verwaltung, Marketing, Instandhaltung und Energieverbrauch abgezogen. Unter Berücksichtigung einer angemessenen Rücklage für Inventarerneuerung ergibt sich sodann ein für die Bewertung verwendbares operatives Betriebsergebnis (adjusted GOP), welches kalkulatorisch für Pachtzahlungen sowie als Risiko- und Gewinnanteil für den Betreiber zur Verfügung steht. Eine marktübliche Pacht ergibt sich, falls die Abdeckung dieser Pacht durch den (adjusted) GOP zwischen den Faktoren 1,3 und 1,6 liegt. Dies entspricht

einem Anteil der marktüblichen Pacht zwischen ca. 65-80 % des (adjusted) GOP. Zur Klarstellung. Auch die tatsächlich gezahlte Pacht kann der Ertragswertermittlung zugrunde gelegt werden. Dies ist jedoch nur dann möglich, wenn diese sich in der Spanne der marktüblichen Pachten bewegt. Abweichungen zwischen der tatsächlichen und der marktüblichen Pacht werden über die Restlaufzeit des Pachtvertrages kapitalisiert und als Sonderwert berücksichtigt. In diese Analyse fließen auch komplexe Pachtstrukturen (z.B. doppelstöckig oder hybrid) ein.

Wie bereits erwähnt, stellt die Ableitung belastbarer Erträge aktuell eine besondere Herausforderung dar, zumal die Rentabilität der Unternehmen zusätzlich durch rasant steigende Kosten und Personalmangel belastet ist. In der Bewertungspraxis wird daher mittels Szenarioanalysen versucht, den Einfluss dieser Variablen darzustellen, um Investoren und Banken eine Spannweite tragfähiger Pachten darstellen zu können.

Die bei der Begehung festgestellten wesentlichen Merkmale der Hotelimmobilie fließen deskriptiv in die Bewertung ein. Gleiches gilt für ESG-Merkmale, wobei die Energieeffizienz im Vordergrund steht. Diese hat bei einer Hotelimmobilie unmittelbare Auswirkungen auf die Tragfähigkeit der Pacht. Können Energie- und Instandhaltungskosten eingespart werden, erhöht sich der GOP, ergo bleibt mehr Spielraum für Pacht, Risiko und Gewinn des Betreiberunternehmens, bzw. zur Refinanzierung der Investitionen.

## Fazit und Ausblick

Die Bewertung von Hotelimmobilien stellt Sachverständige derzeit vor besondere Herausforderungen. Auch wenn es in der Breite bereits Abwertungen gegeben hat, bleibt die Assetklasse für Investoren interessant. Nachhaltig erfolgreich zu bewirtschaftende Betreiberkonzepte finden sich auch in den Stadthotellerie und auch in B- und C-Städten. Ein analytischer Blick auf Opportunitäten könnte sich also durchaus lohnen. ■

DER AUTOR



### Birger Ehrenberg

Birger Ehrenberg ist Betriebswirt und seit 40 Jahren in der Immobilienbranche zu Hause. Nach seiner anfänglichen Tätigkeit, u.a. als regionaler Projektentwickler und unmittelbar nach seiner öffentlichen Bestellung und Vereidigung, gründete er 1996 ein Sachverständigenbüro für Immobilienbewertungen, welches ab 2005 gemeinsam mit Brigitte Adam und Jochen Niemeyer fortgeführt wurde. Daraus entstand 2010 die Bewertungsgesellschaft ENA-Experts GmbH & Co. KG. Neben seiner hauptberuflichen Tätigkeit ist Ehrenberg als Fachbuchautor, Seminardozent und in diversen Gremien der Branche aktiv.

### ENA-EXPERTS GMBH & CO. KG

Neutorstraße 3, 55116 Mainz, Deutschland

T: +49 6131 94213-10, ehrenberg@ena-experts.com