

Martin Eltschinger

# Finanzmanagement Hotellerie

Moderne Führungszahlen in der Hotellerie

Ein zeitgemässes Finanzmanagement umfasst eine aussagekräftige Jahres- und Planungsrechnung, die die operativen Eckwerte, Betriebsergebnis -I-, EBITDA, EBIT, und NOPLAT sowie die verschiedenen Cash-Flow-Grössen aus der Geldflussrechnung separat ausweisen. Ferner gibt das Finanzmanagement Auskunft über die laufende Wertveränderung der Sachanlagen. Basis dazu bildet der Entity-Wert, der sowohl nach der DCF- als auch nach EVA-Methode berechnet wird. Dieser dient wiederum als Grundlage für eine aussagekräftige Bilanz- und Erfolgsanalyse.

## 1. Allgemeines

In einem verschärften und gleichzeitig von einem Strukturwandel gezeichneten Wettbewerbsumfeld ist ein qualitativ einwandfreies Finanzmanagement für den einzelnen Hotelbetrieb unumgänglich. Dabei spielt die Anwendung der wichtigsten Führungszahlen für die Leitung eine zentrale Rolle. Neben dem Betriebsergebnis -I-, das nach wie vor die wichtigste betriebswirtschaftliche Ergebniskennzahl in der Hotellerie darstellt, haben in den vergangenen Jahren im Vergleich mit anderen Branchen auch die international gebräuchlichen Kennzahlen wie EBITDA (Earnings before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization), EBIT (Earnings before Interests and Taxes) und NOPLAT (Net Operating Profit less adjusted Taxes) sowie die Cash-Flow-Grössen aus der Geldflussrechnung an Bedeutung gewonnen. Letztere finden zudem auch vermehrt Anwendung in den modernen Unternehmensbewertungsmethoden DCF (Discounted Cash Flow) und EVA (Economic-Value-Added), die auf einem dynamischen Verfahren beruhen. Der vorliegende Beitrag befasst sich mit den Themen:

- Die Erfolgsrechnung mit EBITDA- und EBIT-Grössen
- Anpassung des Kontenplans Hotellerie
- Die Geldflussrechnung als Dritter Bestandteil der Jahresrechnung

- Bewertung der Sachanlagen nach der DCF-Methode
- Bewertung der Sachanlagen nach der EVA-Methode
- Analyse der wichtigsten Kennzahlen

Anhand der vorliegenden Jahresrechnung und Auswertungen über die Hotel Meli AG, St. Moritz, werden die einzelnen Themen praxisnah behandelt.



Martin Eltschinger, dipl. Wirtschaftsprüfer, dipl. Bankfachexperte, Geschäftsinhaber der Eltschinger Audit & Consulting AG, Oberrieden, Ausbildungsverantwortlicher Finanzmanagement an der Schweizerischen Hotelfachschule, Luzern (SHL) Dozent und Prüfungsexperte an der Schweizerischen Akademie für Wirtschaftsprüfung, Zürich

## 2. Die Erfolgsrechnung mit EBITDA- und EBIT-Grössen

Noch zu oft zeigen publizierte oder für Finanzanalysen ausgewertete Erfolgsrechnungen als operative Grösse die rudimentäre Eckzahl Cash Flow = Gewinn plus Abschreibungen. Diese Zahl ist für eine Beurteilung völlig unzureichend und stellt eine schweizerische Eigenart dar. Zudem ist der Begriff Cash Flow eine Grösse, die in der Geldflussrechnung (Cash Flow Statement) und nicht in der Erfolgsrechnung Verwendung findet. Zeitgemässe Berichterstattungen und Finanzanalysen definieren den operativen Gewinn als Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen auf Sachanlagen und Amortisationen auf immateriellen Anlagen, kurz EBITDA (Earnings before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization). Ausgehend vom EBITDA wird durch Subtraktion der Abschreibungen auf Sachanlagen und Amortisationen auf immateriellen Anlagen die Vergleichszahl EBIT (Earnings before Interests and Taxes) berechnet. Die Kerngrösse EBIT wird gegenüber der Verhältniszahl EBITDA heute noch vermehrt in der Praxis angewendet. Dies erstaunt, da die Aussagekraft infolge einer möglichen Verzerrung durch die Abschreibungspolitik weniger geeignet ist. Die Eckzahl EBIT sollte nur als Analysenkennzahl herangezogen werden, wenn betriebswirtschaftli-

che Abschreibungen vorgenommen werden. Als Beurteilung für die operative Ertragskraft empfiehlt sich am besten die Rentabilitätsgrösse EBITDA. Im EBITDA werden direkte liquiditätswirksame Kosten vor Kapitalzinsen und Steuern berücksichtigt. Deshalb kann die operative Leistung sehr gut beurteilt werden. In der Hotellerie ist die Erzielung eines EBITDA zwischen 15,0-20,0 % des Umsatzes für die nachhaltige Verzinsung des eingesetzten Kapitals und die Finanzierung der Investitionen eine unabdingbare Voraussetzung. Für die Darstellung der Jahresrechnung ist die Erfolgsrechnung im Kontenplan Hotellerie entsprechend anzupassen.

### 3. Anpassung des Kontenplans Hotellerie

In der Praxis sind die beiden schweizerischen Kontenrahmen, für Gewerbe Industrie und Handelsbetriebe «Käfer» und für kleinere und mittlere Unternehmen «KMU», am meisten verbreitet. Einzelne Branchen verfügen über spezifische auf ihre Bedürfnisse abgestimmte Kontenrahmen, wie beispielsweise das Schweizerische Gastgewerbe. Dieser letztmals im Jahre 1991 revidierte Kontenrahmen ist in sehr vielen Bereichen mit dem KMU-Kontenrahmen identisch. Durch die in der finanziellen Berichterstattung eingetretenen Veränderungen drängen sich in bezug auf die Darstellung der Jahresrechnung, insbesondere die Erfolgsrechnung und die Bezeichnung und Nennung einiger Positionen Anpassungen auf. Durch die Einbeziehung der beiden international bekannten Grössen «EBITDA» und «EBIT» in die Erfolgsrechnung, werden die Steuern sowie die Finanzaufwände- und Finanzerträge zwangsläufig eine Veränderung in der Darstellung erfahren und nach dem EBIT ausgewiesen werden. Eine zeitgemässe Darstellung wird in *Abbildung 2* Erfolgsrechnung vorgeschlagen. *Abbildung 1* zeigt die Bilanz nach handelsrechtlichen Werten.

Der Finanzaufwand stellt für die anlageorientierte- und fremdkapitallastige Hotellerie eine Kerngrösse dar. Die Darstel-

Abbildung 1

#### Jahresrechnung Hotel Meli AG, St. Moritz

##### 1. Bilanz nach Handelsrechtlichen Werten

AKTIVEN	31.10.2002		31.10.2001	
	CHF	%	CHF	%
<b>UMLAUFVERMÖGEN</b>				
Flüssige Mittel	350'000.00	3.2	200'000.00	1.7
Wertschriften	200'000.00	1.8	200'000.00	1.7
Forderungen aus Leistungen (/./ Delkredere)	300'000.00	2.7	450'000.00	3.8
Übrige Forderungen	50'000.00	0.5	50'000.00	0.4
Warenvorräte (/./ Reserve)	450'000.00	4.1	500'000.00	4.2
Aktive Rechnungsabgrenzungen	100'000.00	0.9	100'000.00	0.8
	<u>1'450'000.00</u>	<u>13.2</u>	<u>1'500'000.00</u>	<u>12.5</u>
<b>SACHANLAGEN</b>				
Immobilien	9'000'000.00	81.8	9'500'000.00	79.2
Installationen	120'000.00	1.1	200'000.00	1.7
Mobilien	400'000.00	3.6	750'000.00	6.3
Fahrzeuge	30'000.00	0.3	50'000.00	0.4
	<u>9'550'000.00</u>	<u>86.8</u>	<u>10'500'000.00</u>	<u>87.5</u>
TOTAL ANLAGEVERMÖGEN	9'550'000.00	86.8	10'500'000.00	87.5
<b>TOTAL</b>	<b>11'000'000.00</b>	<b>100.0</b>	<b>12'000'000.00</b>	<b>100.0</b>
<b>PASSIVEN</b>				
<b>KURZFRISTIGES FREMDKAPITAL</b>				
Verbindlichkeiten aus Lief. und Leist	150'000.00	1.4	100'000.00	0.8
Übrige Verbindlichkeiten	100'000.00	0.9	100'000.00	0.8
Verbindlichkeiten gg nahestehenden Dritten	100'000.00	0.9	100'000.00	0.8
Bankschulden	0.00	0.0	50'000.00	0.4
Passive Rechnungsabgrenzungen	200'000.00	1.8	250'000.00	2.1
	<u>550'000.00</u>	<u>5.0</u>	<u>600'000.00</u>	<u>5.0</u>
<b>LANGFRISTIGES FREMDKAPITAL</b>				
Grundpfanddarlehen Bank 1	7'000'000.00	63.6	7'500'000.00	62.5
Grundpfanddarlehen Bank 2	1'000'000.00	9.1	1'500'000.00	12.5
Aktionärsdarlehen	1'000'000.00	9.1	1'000'000.00	8.3
	<u>9'000'000.00</u>	<u>81.8</u>	<u>10'000'000.00</u>	<u>83.3</u>
TOTAL FREMDKAPITAL	9'550'000.00	86.8	10'600'000.00	88.3
<b>EIGENKAPITAL</b>				
Aktienkapital	1'000'000.00	9.1	1'000'000.00	8.3
Allgemeine Reserven	205'000.00	1.9	200'000.00	1.7
Freie Reserven	100'000.00	0.9	100'000.00	0.8
<b>BILANZGEWINN</b>				
	CHF			
Gewinnvortrag	95'000.00			
Jahresgewinn	50'000.00		100'000.00	0.8
	<u>145'000.00</u>	<u>1.3</u>	<u>1'400'000.00</u>	<u>11.7</u>
TOTAL	11'000'000.00	100.0	12'000'000.00	100.0

lung dieser Position hat mit der notwendigen Transparenz zu erfolgen. Neben den Kontokorrent-, Darlehens- und Hypothekenzinsen von Finanzinstituten hat die Ausweisung von Zinsaufwänden gegenüber nahestehenden Personen und Gesellschaften separat zu erfolgen. Ferner sind neu unter dem Finanzaufwand die heute noch unter dem übrigen Betriebsaufwand

aufgeführten und in den vergangenen Jahren stark an Bedeutung gewonnenen Kreditkartenkommissionen zu erfassen. Diese Umstellung würde wiederum das Betriebsergebnis -I- im positiven Sinne leicht beeinflussen.

Die unter den Mietaufwänden aufgeführten Leasingkosten setzen sich einerseits aus Finanzaufwand und andererseits

Abbildung 2

**2. Handelsrechtliche Erfolgsrechnung**

vom 1. November bis 31. Oktober

	2001/02		2000/01	
	CHF	%	CHF	%
<b>BETRIEBSERTRAG (UMSATZ)</b>				
Warenertag (Restauration)	4'500'000.00	45.0	4'700'000.00	47.0
Dienstleistungsertrag (Beherbergung)	5'000'000.00	50.0	5'200'000.00	52.1
Übriger Betriebsertrag	500'000.00	5.0	100'000.00	1.0
	<u>10'000'000.00</u>	<u>100.0</u>	<u>10'000'000.00</u>	<u>100.0</u>
<b>Warenaufwand</b>				
Warenaufwand	1'500'000.00	15.0	1'550'000.00	15.5
Dienstleistungsaufwand	200'000.00	2.0	150'000.00	1.5
Personalaufwand	3'900'000.00	39.0	3'600'000.00	36.0
Übriger Betriebsaufwand	1'400'000.00	14.0	1'400'000.00	14.0
	<u>7'000'000.00</u>	<u>70.0</u>	<u>6'700'000.00</u>	<u>67.0</u>
<b>BETRIEBSERGEBNIS I</b>	<b>3'000'000.00</b>	<b>30.0</b>	<b>3'300'000.00</b>	<b>33.0</b>
<b>Aufwand Unternehmungsleitung</b>				
Aufwand Unternehmungsleitung	400'000.00	4.0	500'000.00	5.0
Anlageaufwand	500'000.00	5.0	500'000.00	5.0
Mietertrag	100'000.00	1.0	100'000.00	1.0
Mietaufwand	300'000.00	3.0	300'000.00	3.0
	<u>1'100'000.00</u>	<u>11.0</u>	<u>1'200'000.00</u>	<u>12.0</u>
<b>EBITDA</b>	<b>1'900'000.00</b>	<b>19.0</b>	<b>2'100'000.00</b>	<b>21.0</b>
<b>Abschreibungen</b>				
Abschreibungen	1'200'000.00	12.0	1'400'000.00	14.0
<b>EBIT</b>	<b>700'000.00</b>	<b>7.0</b>	<b>700'000.00</b>	<b>7.0</b>
<b>Finanzertrag</b>				
Finanzertrag	15'000.00	0.2	10'000.00	0.1
Finanzaufwand Dritte	550'000.00	5.5	570'000.00	5.7
Finanzaufwand Nahestehende	50'000.00	0.5	50'000.00	0.5
	<u>585'000.00</u>	<u>5.9</u>	<u>610'000.00</u>	<u>6.1</u>
<b>EBT</b>	<b>115'000.00</b>	<b>1.2</b>	<b>90'000.00</b>	<b>0.9</b>
<b>Steuern</b>				
Steuern	15'000.00	0.2	22'000.00	0.2
<b>OPERATIVER REINGEWINN</b>	<b>100'000.00</b>	<b>1.0</b>	<b>68'000.00</b>	<b>0.7</b>
<b>Ausserordentlicher Ertrag</b>				
Ausserordentlicher Ertrag	50'000.00	0.5	0.00	0.0
<b>Ausserordentlicher Aufwand</b>				
Ausserordentlicher Aufwand	100'000.00	1.0	0.00	0.0
	<u>50'000.00</u>	<u>0.5</u>	<u>0.00</u>	<u>0.0</u>
<b>JAHRESGEWINN</b>	<b>50'000.00</b>	<b>0.5</b>	<b>68'000.00</b>	<b>0.7</b>

aus den Amortisationen zusammen. Um die Eckwerte EBIT und EBITDA richtig auszuweisen und bei der Berechnung des Entity-Wertes nach der DCF- oder EVA-Methode den korrekten Abzinsungsbetrag zu ermitteln, ist die Leasingrate in eine Zins- und Amortisationskomponente aufzuteilen. Der bei den Mietbetrieben ausgewiesene Mietaufwand ist für die genaue Erfassung der EBIT- und EBITDA-Werte in eine Finanzaufwand-, Unterhalts- und Amortisationskomponente zu unterteilen. Die Details hierüber sollten in der Jahresrechnung im Anhang transparent dargestellt und kommentiert werden.

#### 4. Die Geldflussrechnung als Dritter Bestandteil

Heute ist Transparenz gefragt und es gehört zum Standard einer qualifizierten finanziellen Berichterstattung neben Erfolgsrechnung und Bilanz auch eine Geldflussrechnung (Cash Flow Statement) zu erstellen, die im Detail über die Veränderung der für die KMU- und Hotelbetriebe wichtigen Liquidität orientiert.

Während die Erfolgsrechnung periodenbezogen die Ertragslage präsentiert und die Bilanz stichtagsbezogen über die Vermögens- und Kapitallage orientiert,

zeigt die Geldflussrechnung als dritte Aussage über die Jahresrechnung die Veränderung der Zahlungsbereitschaft (flüssige Mittel) und gibt Aufschluss über die Investitions- und Finanzierungsvorgänge während eines Geschäftsjahres. In der Geldflussrechnung werden die Geldflüsse in drei Kategorien gruppiert, Cash Flows aus operativer Tätigkeit und Geldflüsse aus Investitions- und Finanzierungstätigkeit (Siehe Abbildung 3).

Für die Hotellerie ist der aus der Geldflussrechnung resultierende Cash Flow aus operativer Tätigkeit, auch Geldfluss aus Geschäftstätigkeit genannt, neben dem branchenbezogenen Betriebsergebnis -I- und dem vorgenannten EBITDA eine weitere wichtige betriebswirtschaftliche Ergebniskennzahl.

Die eigentliche Darstellung des Cash Flows erfolgt durch die Geldflussrechnung, wie es in der internationalen Rechnungslegung gebräuchlich ist. Es wird klar und transparent aufgezeigt, wie eine Unternehmung «cash» aus dem Betrieb erarbeitet. Diese Darstellung ist für den Hotellier einfach. Sie zeigt das Ergebnis aus den Geldzuflüssen (Logement- und Restaurationserträge) vermindert um die Geldabflüsse (direkte Kosten, Aufwände für Personal, Betrieb, Unterhalt und Finanzen) sowie die Veränderungen des Umlaufvermögens und des kurzfristigen Fremdkapitals. Der Saldo dieser Grösse nennt sich Cash Flow aus Betriebstätigkeit und ist im eigentlichen Sinne der erarbeitete Cash Flow, der sich nach der direkten und transparenteren Methode berechnen lässt. In der Praxis wird derzeit die indirekte Methode vermehrt angewendet. Die direkte Methode hingegen hat den Vorteil, dass aus der Gegenüberstellung von betrieblichen Ein- und Auszahlungen der Geldfluss im Bereich Geschäftstätigkeit problemlos ersichtlich ist. Siehe auch BOEMLE, Geldflussrechnungen unter der Lupe, Der Schweizer Treuhänder 4/2001.

Für die Hotellerie ist der Cash Flow aus Betriebstätigkeit eine zentrale Kennzahl. Will eine Hotelunternehmung überleben, so muss sie in der Lage sein, ihre nachhaltigen Investitionen und die damit verbundenen Kapitalverpflichtungen langfristig aus dem Cash Flow aus Betriebstätigkeit

Abbildung 3

**3. Geldflussrechnung**

(Geldflussrechnung nach Swiss GAAP FER 6)

(direkte Methode)

	2001/02 TCHF	in % zum Umsatz
<b>BETRIEBSTÄTIGKEIT</b>		
Zahlungen von Debitoren	10'150	101.5
Mietertrag	100	1.0
Aktivzinsen	15	0.2
a.o. Erträge	50	0.5
Bezahlte Kreditoren	-1'600	-16.0
Personalaufwand	-3'900	-39.0
Übriger Betriebsaufwand	-1'400	-14.0
Aufwand Unternehmungsleitung	-400	-4.0
Direkte Steuern	-15	-0.2
Anlageaufwand und Unterhalt	-500	-5.0
Mietaufwand	-300	-3.0
Finanzaufwand	-600	-6.0
a.o. Aufwand	-100	-1.0
Abnahme passive Rechnungsabgrenzungen	-50	-0.5
<b>Geldfluss aus Betriebstätigkeit</b>	<b>1'450</b>	<b>14.5</b>
<b>INVESTITIONSTÄTIGKEIT</b>		
Investition in Sachanlagen	-250	-2.5
<b>Geldfluss aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-250</b>	<b>-2.5</b>
<b>FINANZIERUNGSTÄTIGKEIT</b>		
Rückführung Hypotheken	-1'000	-10.0
<b>Geldfluss aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-1'000</b>	<b>-10.0</b>
Zunahme Geldvermögen	200	2.0
<b>VERÄNDERUNG DES GELDVERMÖGENS</b>		
Bilanzwert Flüssige Mittel per Jahresanfang	200	2.0
Abnahme kurzfristige Bankschulden	-50	-0.5
Zunahme Geldvermögen	200	2.0
Bilanzwert Flüssige Mittel per Jahresende	350	3.5

zu erwirtschaften. In der Jahresrechnung ist diese Aufstellung klar und übersichtlich darzustellen. Bisherige Erfahrungen und Analysen zeigen, dass ein Cash Flow aus Betriebstätigkeit zwischen 15-20 % vom Umsatz als gut einzustufen ist und für die Finanzierung der langfristigen und nachhaltigen Investitionen in der Hotellerie ausreichen sollte. Ein Cash Flow aus Betriebstätigkeit der die Marke 10 % vom Umsatz nicht erreicht, ist als Warnsignal zu betrachten und könnte im Hinblick auf langfristige Investitionen zu Problemen führen. Hier gilt es die nachhaltige Ertragskraft und die Zahlungsbereitschaft zu verbessern.

Ein weiterer Wert, der sich aus der Geldflussrechnung ergibt, ist der Free Cash Flow, also der frei verfügbare Cash Flow. Diese Grösse ergibt sich aus dem Cash Flow aus Betriebstätigkeit, vermindert um die betriebsnotwendigen Investitionen. Der Free Cash Flow spielt in der Unternehmensbewertung eine wichtige Rolle. Es werden alle zukünftigen Cash Flows aus dem Betrieb und die zukünftigen Investitionen, die auf einen Hotelbetrieb zukommen, geschätzt, auf den heutigen Zeitpunkt abgezinst und aufaddiert. So kann daraus der Wert eines Unternehmens berechnet werden.

**5. Bewertung der Sachanlagen nach der DCF-Methode****5.1 Allgemeines über die Discounted Cash-Flow-Methode**

Die Bilanzposition Sachanlagen beträgt in der Hotellerie erfahrungsgemäss rund 90-95 % der Bilanzsumme und ist dadurch ohne Zweifel eine der wesentlichsten Grössen. Für eine abschliessende Beurteilung in Wirtschaftsprüfungs- und Finanzierungsfragen ist die Abstützung auf den richtigen Wert eine der Kernfragen, u.a. auch zwecks Beurteilung der Fortführungsfähigkeit (GzA Nr. 13 der Treuhand-Kammer) bzw. Überprüfung der Impairments-Frage (Swiss GAAP FER Nr. 20/IFRS 36, International Financial Reporting Standards). Heute finden vermehrt auf die Ertragskraft und auf Cash Flows abgestellte Bewertungsverfahren Anwendung. Das Substanzwertdenken ist von einem wertorientierten Verhalten, das sich auf Renditeanforderungen der Anteilseigner abstellt, abgelöst worden. In der Unternehmensbewertung stehen dabei die beiden angelsächsischen und dynamischen Bewertungsverfahren Discounted Cash Flow (DCF) und Economic Value Added (EVA) im Vordergrund.

Bei der DCF-Bewertung werden die geschätzten zukünftigen, der Hotelunternehmung zufließenden freien oder verfügbaren Cash Flows, genannt «Free Cash Flow», mit einem Diskontierungssatz auf den Bewertungszeitpunkt abgezinst. Der Free Cash Flow berücksichtigt zusätzlich auch 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 ewige 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 Zinssatz, 50 bis 75 % des gesamten Hotelanlagewertes. Der Anlagewert entspricht der Summe der Barwerte der freien Betriebs Cash Flow, dem Rest-

wert und dem Marktwert der nicht betriebsnotwendigen Mittel. Der Unternehmenswert reagiert sehr sensitiv auf die geschätzten Cash Flows und auf den verwendeten Kapitalisierungssatz.

### 5.2 Beurteilung der Investitionstätigkeit

Für die DCF-Bewertung einer Hotelliegenschaft sind neben den betrieblichen Cash Flows vor allem die Investitionen und Desinvestitionen im Anlagevermögen eine wesentliche Grösse, da das Anlagevermögen rund 95 % der Bilanzsumme beträgt und

die Investitionen demnach stark ins Gewicht fallen. 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 von solchen, die erst wesentlich später stattfinden, zu unterscheiden. Ein Industriebetrieb, dessen Anlagen einem kürzeren Lebenszyklus unterworfen sind, als das Immobilien und das Mobiliar der Hotellerie, erneuert u.U. einen wesentlichen Teil der Sachan-

lagen 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 Hotelbetrieb 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,

Abbildung 4

#### 4. Bewertung nach dem DCF-Verfahren (Discounted Cash Flow)

(vom 1. November bis 31. Oktober)

	2002/03		2003/04		2004/05		2005/06		2006/07	
	CHF	%	CHF	%	CHF	%	CHF	%	CHF	%
<b>BETRIEBSERTRAG (UMSATZ)</b>										
Warenertag	4'300'000.00	45.3	4'000'000.00	44.4	4'500'000.00	45.0	5'000'000.00	45.5	4'500'000.00	45.0
Dienstleistungsertrag	5'200'000.00	54.7	5'000'000.00	55.6	5'500'000.00	55.0	6'000'000.00	54.5	5'500'000.00	55.0
	9'500'000.00	100.0	9'000'000.00	100.0	10'000'000.00	100.0	11'000'000.00	100.0	10'000'000.00	100.0
<b>Waren- und Dienstleistungsaufwand</b>										
Waren- und Dienstleistungsaufwand	1'710'000.00	18.0	1'620'000.00	18.0	1'700'000.00	17.0	1'870'000.00	17.0	1'700'000.00	17.0
Personalaufwand	3'800'000.00	40.0	3'600'000.00	40.0	3'900'000.00	39.0	4'180'000.00	38.0	3'900'000.00	39.0
Übriger Betriebsaufwand	1'330'000.00	14.0	1'260'000.00	14.0	1'400'000.00	14.0	1'540'000.00	14.0	1'400'000.00	14.0
<b>BETRIEBSERGEBNIS I</b>	2'660'000.00	28.0	2'520'000.00	28.0	3'000'000.00	30.0	3'410'000.00	31.0	3'000'000.00	30.0
<b>Aufwand Unternehmungsleitung</b>										
Aufwand Unternehmungsleitung	380'000.00	4.0	360'000.00	4.0	400'000.00	4.0	440'000.00	4.0	400'000.00	4.0
Anlageaufwand	380'000.00	4.0	360'000.00	4.0	400'000.00	4.0	440'000.00	4.0	400'000.00	4.0
Mietertrag	0.00	0.0	0.00	0.0	0.00	0.0	0.00	0.0	0.00	0.0
Mietaufwand	0.00	0.0	0.00	0.0	0.00	0.0	0.00	0.0	0.00	0.0
<b>EBITDA</b>	1'900'000.00	20.0	1'800'000.00	20.0	2'200'000.00	22.0	2'530'000.00	23.0	2'200'000.00	22.0
Abschreibungen	750'000.00	7.9	750'000.00	8.3	750'000.00	7.5	750'000.00	6.8	750'000.00	7.5
<b>EBIT</b>	1'150'000.00	12.1	1'050'000.00	11.7	1'450'000.00	14.5	1'780'000.00	16.2	1'450'000.00	14.5
Adjustierte Steuern	57'500.00	0.6	52'500.00	0.6	72'500.00	0.7	89'000.00	0.8	72'500.00	0.7
<b>NOPLAT</b>	1'092'500.00	11.5	997'500.00	11.1	1'377'500.00	13.8	1'691'000.00	15.4	1'377'500.00	13.8
Abschreibungen	750'000.00	7.9	750'000.00	8.3	750'000.00	7.5	750'000.00	6.8	750'000.00	7.5
<b>CASH FLOW BETRIEB VOR ZINSEN</b>	1'842'500.00	19.4	1'747'500.00	19.4	1'27'500.00	21.3	2'441'000.00	22.2	2'127'500.00	21.3
Investitionen	750'000.00	*)7.9	750'000.00	8.3	750'000.00	7.5	750'000.00	6.8	750'000.00	7.5
<b>FREE CASH FLOW</b>	1'092'500.00	11.5	997'500.00	11.1	1'377'500.00	13.8	1'691'000.00	15.4	1'377'500.00	13.8
Barwertfaktoren	0.935	0.0	0.873	0.0	0.816	0.0	0.763	0.0	0.713	0.0
<b>VALUE</b>	1'021'487.50	10.8	870'817.50	9.7	1'124'040.00	11.2	1'290'233.00	11.7	982'157.50	9.8
<b>RESIDUAL VALUE 7 %</b>									19'678'571.43	
<b>VALUE 2003-2007</b>	5'288'735.50									
<b>BARWERT RESIDUAL VALUE</b>	14'030'821.43									
<b>TOTAL VALUE ENTITY (BRUTTO)</b>	19'319'556.93									

\*) 100 Zimmer à TCHF 155, 200 Sitzplätze à 20 = Anlagekosten TCHF 19'500 / Lebensdauer 26 Jahre = TCHF 750  
**EBITDA** (Earnings before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization)  
**EBIT** (Earnings before Interests and Taxes)  
**NOPLAT** (Net Operating Profit less adjusted Taxes)

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.

Gemäss HANS NANZER werden in der SGH-Publikation 2001 «Herausforderung Hotellerie Schweiz» folgende Bestimmungsgrössen für die durchschnittliche Lebensdauer und Richtwerte für die Berechnung der Wiederbeschaffungskosten genannt (siehe Tabelle rechts oben):

In der *Abbildung 4* ist die Bewertung anhand der DCF-Methode für den 4\*-Betrieb Hotel Meli, St. Moritz aufgeführt. Das Hotel verfügt über 100 Zimmer und über 200 Restaurationssitzplätze. Die Gesamtanlagekosten betragen CHF 19'500'000. Dabei wird von einem durchschnittlichen Reinvestitionsbetrag von CHF 155'000 pro Zimmer und von CHF 20'000 pro Sitzplatz ausgegangen. Der Ertragswert berechnet nach der DCF-Methode, beträgt CHF 19'319'557. Das Hotel ist in der handelsrechtlichen Bilanz (*Abbildung 1*) mit CHF 9'520'000 (CHF 9'000'000 Immobilie, CHF 120'000 Installationen und CHF 400'000 Mobilien) aktiviert. Über die durchschnittliche Lebensdauer von 26 Jahren ergibt sich aus den Gesamtanlagekosten von CHF 19'500'000 ein jährlicher betriebswirtschaftlicher Abschreibungsbedarf von TCHF 750'000.

5.3 Schätzung des Diskontierungssatzes

Der Diskontierungssatz dient der Berechnung des Barwertes der zukünftigen Cash Flows. Der Kapitalkostensatz einer Hotelunternehmung entspricht den gewichteten Durchschnittskosten ihres Fremd- und Eigenkapitals. Die Kapitalkosten werden anhand von drei Komponenten bestimmt:

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

Bei der Schätzung der Kapitalkosten ist davon auszugehen, dass ein Vorhaben in der Hotellerie langfristig mit Fremdkapi-

Kriterium:	3*-Hotel	4*-Hotel	5*-Hotel
- Ø Lebensdauer:	33 Jahre	26 Jahre	20 Jahre
- Ø Wiederbeschaffungskosten pro Zimmer	CHF 117'000	CHF 155'000	CHF 260'000
- Ø Wiederbeschaffungskosten pro Sitzplatz	CHF 16'500	CHF 20'500	CHF 25'500

tal zu finanzieren ist. In der anlageorientierten Hotellerie ist ein grösserer Fremdkapitalanteil notwendiger als bei Handelsbetrieben, die aufgrund ihrer Tätigkeiten ein höheres Umlaufvermögen unterhalten. Die durchschnittlich langfristigen Fremdkapitalkosten werden auf 6 % geschätzt. 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, schätzt der Schreibende für die Verzinsung des eingesetzten Eigenkapitals einen Satz von 14 % als realistisch ein. Der gewichtete Kapitalkostensatz aus Eigen- und Fremdkapitalkosten (Weighed Average Cost of Capi-

a) Fremdkapitalkosten

Passivzins 6 % mit Berücksichtigung 1/3 Steuern, eff.      4 %      à 70 %      2,8 %

b) Eigenkapitalkosten

Zins für risikofreies Kapital      5 %  
 Zins für Branchenrisiko      4 %  
 Zuschlag für Unternehmerrisiko      5 %, total      14 %      à 30 %      4,2 %

WACC      7,0 %

tal, kurz WACC) beträgt unter Annahme eines für die Hotellerie ausgewogenen Finanzierungsverhältnisses 7,0 %. In diesem Sinne wird für die Berechnungen in der Hotellerie von einem Normkapitalverhältnis von 30 % Eigenfinanzierungsgrad und 70 % Fremdfinanzierungsgrad ausgegangen. Der WACC setzt sich im Detail wie folgt zusammen:

In der Darstellung in *Abbildung 4* weist das Hotel Meli, St. Moritz einen Ertragswert nach der DCF-Methode von TCHF 19'320 auf (Siehe Kommentar unter 5.2 Beurteilung der Investitionstätigkeit).

5.4 Zusammenfassung DCF

Die zukunftsorientierte und dynamische Bruttoertragswertmethode auf der Basis des Discounted-Cash-Flow-Ansatzes spielt in der Hotelbewertung eine wesentliche Rolle. Die Discounted Cash Flow-Bewer-

tung hat jedoch ihre Grenzen, da die Zukunftsbeurteilung mit erheblichen Unsicherheiten verbunden ist. Dabei ist zu beachten, dass die Vergangenheitsgewinne nicht einfach in die Zukunft extrapoliert werden können. Die Erträge in der Hotellerie unterliegen Schwankungen, die währungs-, witterungs- und konjunkturbedingt sind. Diesbezüglich dürfte sich schon bald die Frage stellen, in wie weit die Gesamtergebnisse des schwierigeren Jahrgangs 2002 mit den vor zwei bis drei Jahren prognostizierten und extrapolierten Budgetwerten übereinstimmen werden. Dabei sind folgende kritische Bemerkungen zu erwähnen:

- Die Schätzung des künftigen Cash Flows ist erfahrungsgemäss schwierig, besonders bezüglich den weiter in der Zukunft liegenden Schätzungsperioden.
- Die Abschätzung der Inflations- und

Zinserwartungen ist mit Unsicherheiten behaftet.

- Bei Wachstumsszenarien nehmen die Werte der letzten budgetierten Grössen und des daraus sich ergebenden Residual Value einen hohen Anteil am Ertragswert ein, weil sich der Residualwert sehr stark auf den Gesamtwert auswirkt.

Im Falle des DCF-Ansatzes wirkt sich die Berechnung des Residual Value sehr sensitiv auf den Gesamtwert aus. Rund 3/4 des Wertes ergeben sich aus dem Residual Value, welcher sich auf die Planzahlen des 5. Geschäftsjahres abstützt. Im Beispiel von *Abbildung 4* bestimmen die Planzahlen des Jahres 2006/07 den Restwert. Bei Bestimmung der Planzahlen im Residual Value-Jahr ist wie vorstehend erwähnt, den Schwankungen in der Hotellerie genügend Rechnung zu tragen.

## 6. Bewertung der Sachanlagen nach der EVA-Methode

### 6.1 Allgemeines über die Economic Value Added-Methode

Bei der Economic Value Added-Methode (EVA-Methode) handelt es sich um ein Übergewinnverfahren, das in der modernen Unternehmensbewertung als Ergänzung zur Discounted Cash-Flow-Methode vermehrt angewendet wird. Das Konzept EVA stellt eine Kombination der herkömmlichen Eigenkapitalrendite mit dem Shareholder Value dar.

Der EVA (Economic Value Added) ist eine Kennzahl zur Messung der Wertschaffung im Hotelunternehmen. Ein Betrieb generiert nur dann einen wirtschaftlichen Gewinn, wenn das Ergebnis auf dem investierten Kapital in der Lage ist, die gesamten Kapitalkosten (Fremd- und Eigenkapitalzinse) zu decken.

Der EVA basiert auf den Daten des externen Rechnungswesen. Die drei wichtigsten Komponenten des EVA sind die Net Operating Assets (NOA), der Net Operating Profit less adjusted Taxes (NOPLAT) sowie der Kapitalkostensatz (WACC), der in der vorstehenden DCF-Methode kommentiert wird.

Der Net Operating Profit less adjusted Taxes (NOPLAT) wird berechnet als Geschäftsergebnis vor Zinsaufwand und nach Steuern. Die Kapitalkosten werden bestimmt aus dem Produkt des Kapitalkostensatzes (WACC) und des investierten Kapitals (Siehe Kommentar vorstehend unter DCF-Methode). Die EVA's entstehen somit aus den NOPLAT abzüglich die Verzinsung des investierten Kapitals.

Die zukünftigen EVA's werden auf den Barwert abgezinst. Der Barwert der zukünftigen EVA's entspricht dem Betrag, den das Management über das investierte Kapital hinaus erwirtschaftet. Resultieren nega-

Abbildung 5

### 5. Bewertung nach dem EVA-Verfahren (Economic Value Added)

(vom 1. November bis 31. Oktober)

	2002/03		2003/04		2004/05		2005/06		2006/07	
	CHF	%	CHF	%	CHF	%	CHF	%	CHF	%
<b>BETRIEBSERTRAG</b>	9'500'000.00	100.0	9'000'000.00	100.0	10'000'000.00	100.0	11'000'000.00	100.0	10'000'000.00	100.0
<b>INVESTIERTES KAPITAL</b>	19'500'000.00*)	205.3	19'500'000.00	216.7	19'500'000.00	195.0	19'500'000.00	177.3	19'500'000.00	195.0
Abschreibungen	750'000.00	7.9	750'000.00	8.3	750'000.00	7.5	750'000.00	6.8	750'000.00	7.5
Investitionen	750'000.00	7.9	750'000.00	8.3	750'000.00	7.5	750'000.00	6.8	750'000.00	7.5
<b>INVESTIERTES KAPITAL (NOA)</b>	<b>19'500'000.00</b>	<b>205.3</b>	<b>19'500'000.00</b>	<b>216.7</b>	<b>19'500'000.00</b>	<b>195.0</b>	<b>19'500'000.00</b>	<b>177.3</b>	<b>19'500'000.00</b>	<b>195.0</b>
<b>NOPLAT</b>	<b>1'092'500.00</b>	<b>11.5</b>	<b>997'500.00</b>	<b>11.1</b>	<b>1'377'500.00</b>	<b>13.8</b>	<b>1'691'000.00</b>	<b>15.4</b>	<b>1'377'500.00</b>	<b>13.8</b>
Verzinsung investiertes Kapital à 7 %	1'365'000.00	14.4	1'365'000.00	15.2	1'365'000.00	13.7	1'365'000.00	12.4	1'365'000.00	13.7
<b>EVA</b>	<b>-272'500.00</b>	<b>-2.9</b>	<b>-367'500.00</b>	<b>-4.1</b>	<b>12'500.00</b>	<b>0.1</b>	<b>326'000.00</b>	<b>3.0</b>	<b>12'500.00</b>	<b>0.1</b>
Barwertfaktoren	0.935	0.0	0.873	0.0	0.816	0.0	0.763	0.0	0.713	0.0
<b>VALUE</b>	<b>-254'787.50</b>	<b>-2.7</b>	<b>-320'827.50</b>	<b>-3.6</b>	<b>10'200.00</b>	<b>0.1</b>	<b>248'738.00</b>	<b>2.3</b>	<b>8'912.50</b>	<b>0.1</b>
<b>RESIDUAL VALUE 7 %</b>									<b>178'571.43</b>	
<b>INVESTIERTES KAPITAL</b>	<b>19'500'000.00</b>									
<b>VALUE 2003-2007</b>	<b>-307'764.50</b>									
<b>BARWERT RESIDUAL VALUE</b>	<b>127'321.43</b>									
<b>TOTAL VALUE ENTITY (BRUTTO)</b>	<b>19'319'556.93</b>									

\*) 100 Zimmer à TCHF 155, 200 Sitzplätze à 20 = Anlagekosten TCHF 19'500 / Lebensdauer 26 Jahre = TCHF 750

NOA (Net Operating Assets)

NOPLAT (Net Operating Profit less adjusted Taxes)

EVA (Economic Value Added)

Abbildung 6

**6. Bilanz nach Betriebswirtschaftlichen Werten**

AKTIVEN	31.10.2002		31.10.2001	
	CHF	%	CHF	%
<b>UMLAUFVERMÖGEN</b>				
Flüssige Mittel	350'000.00	1.7	200'000.00	1.0
Wertschriften	200'000.00	1.0	200'000.00	1.0
Forderungen aus Leistungen (/./ Delkredere)	300'000.00	1.4	450'000.00	2.2
Übrige Forderungen	50'000.00	0.2	50'000.00	0.2
Warenvorräte (/./ Reserve)	450'000.00	2.2	500'000.00	2.4
Aktive Rechnungsabgrenzungen	100'000.00	0.5	100'000.00	0.5
	<u>1'450'000.00</u>	<u>7.0</u>	<u>1'500'000.00</u>	<u>7.2</u>
<b>SACHANLAGEN</b>				
<b>Immobilien</b>	<b>19'320'000.00</b>	<b>92.9</b>	<b>19'320'000.00</b>	<b>92.6</b>
Fahrzeuge	30'000.00	0.1	50'000.00	0.2
	<u>19'350'000.00</u>	<u>93.0</u>	<u>19'370'000.00</u>	<u>92.8</u>
<b>TOTAL ANLAGEVERMÖGEN</b>	<b>19'350'000.00</b>	<b>93.0</b>	<b>19'370'000.00</b>	<b>92.8</b>
<b>TOTAL</b>	<b>20'800'000.00</b>	<b>100.0</b>	<b>20'870'000.00</b>	<b>100.0</b>
<b>PASSIVEN</b>				
<b>KURZFRISTIGES FREMDKAPITAL</b>				
Verbindlichkeiten aus Lief. und Leist.	150'000.00	0.7	100'000.00	0.5
Übrige Verbindlichkeiten	100'000.00	0.5	100'000.00	0.5
Verbindlichkeiten gg nahestehenden Dritten	100'000.00	0.5	100'000.00	0.5
Bankschulden	0.00	0.0	50'000.00	0.2
Passive Rechnungsabgrenzungen	200'000.00	1.0	250'000.00	1.2
	<u>550'000.00</u>	<u>2.6</u>	<u>600'000.00</u>	<u>2.9</u>
<b>LANGFRISTIGES FREMDKAPITAL</b>				
Grundpfanddarlehen Bank 1	7'000'000.00	33.7	7'500'000.00	35.9
Grundpfanddarlehen Bank 2	1'000'000.00	4.8	1'500'000.00	7.2
Aktionärsdarlehen	1'000'000.00	4.8	1'000'000.00	4.8
<b>latente Steuern</b>	<b>2'992'666.67</b>	<b>14.4</b>	<b>2'794'333.33</b>	<b>13.4</b>
	<u>11'992'666.67</u>	<u>57.7</u>	<u>12'794'333.33</u>	<u>61.3</u>
<b>TOTAL FREMDKAPITAL</b>	<b>12'542'666.67</b>	<b>60.3</b>	<b>13'394'333.33</b>	<b>64.2</b>
<b>EIGENKAPITAL</b>				
Aktienkapital	1'000'000.00	4.8	1'000'000.00	4.8
Allgemeine Reserven	205'000.00	1.0	200'000.00	1.0
Freie Reserven	100'000.00	0.5	100'000.00	0.5
<b>Neubewertungsreserven</b>	<b>5'985'333.33</b>	<b>28.8</b>	<b>5'588'666.67</b>	<b>26.8</b>
<b>BILANZGEWINN</b>				
Gewinnvortrag	582'000.00			
Jahresgewinn	385'000.00		587'000.00	2.8
	<u>8'257'333.33</u>	<u>39.7</u>	<u>7'475'666.67</u>	<u>35.8</u>
<b>TOTAL</b>	<b>20'800'000.00</b>	<b>100.0</b>	<b>20'870'000.00</b>	<b>100.0</b>

tive EVA's so ist das operative Ergebnis im Verhältnis zum investierten Kapital ungenügend, was einen Wertverzehr darstellt.

Wird nun zu den abgezinsten Barwerten das investierte Kapital addiert, ergibt sich der Bruttounternehmenswert (Entity Value). Das EVA-Verfahren zur Unternehmensbewertung wendet das Konzept der Wertorientierung auf die Planung zukünftiger Erfolge an.

### 6.2 Das EVA-Bewertungsverfahren im Vergleich zum DCF-Ansatz

In der Darstellung in *Abbildung 5* weist die Hotel Meli AG, St. Moritz einen Ertragswert nach der EVA-Methode von TCHF 19'320 auf. Im Vergleich mit *Abbildung 4* erzielen beide Bewertungen den genau gleichen Ertragswert. Dies erstaunt auf den ersten Blick nicht, da beide Methoden in vielen Kriterien übereinstim-

men. Dennoch kommen unterschiedliche Bewertungen vor. Der Grund liegt in der unterschiedlichen Betrachtung der Investitionen bei der DCF-Methode einerseits und des investiertes Kapitals bei der EVA-Bewertung andererseits. Werden grössere Investitionen in den Anfangsjahren bei unterschiedlichen Abschreibungsvarianten getätigt, so verändert sich das investierte Kapital (NOA) laufend. Bei der DCF-Methode werden die einzelnen Investitionen im Free Cash Flow berücksichtigt im Investitionsjahr berücksichtigt. Inbezug auf das investierte Kapital weist die EVA-Methode die grössere Genauigkeit auf. In der Praxis empfiehlt sich, beide Methoden zu rechnen und gegebenenfalls die Unterschiede aufzuzeigen und zu kommentieren.

### 6.3 Kommentar über das Beispiel EVA-Bewertung

Die EVA-Bewertung in *Abbildung 5* zeigt, dass die Net Operating Profits less adjusted Taxes (NOPLAT) in den Jahren 2002/03 und 2003/04 mit CHF 1'092'500 und CHF 997'500 nicht ausreichen, um die Verzinsung des investierten Kapitals von CHF 1'365'000 zu decken. Erst ab dem Jahr 2004/05 findet, sofern die Prognosen eintreffen, eine Wertgenerierung statt. Der Bruttowert ergibt wie bereits unter 6.2) erwähnt, einen Entity-Value von CHF 19'319'557 und erreicht damit nahezu den Wert des investierten Kapitals.

## 7. Analyse der wichtigsten Kennzahlen

### 7.1 Betriebswirtschaftliche Grössen für die Beurteilung der Kennzahlen

Finanzielle Kennzahlen leisten für die Führung einer Unternehmung eine wertvolle Hilfe. Dabei ist allerdings zu beachten, dass stets von bereinigten Zahlen ausgegangen wird. Noch zu oft werden bei Analysen die steuerlich optimierten handelsrechtlichen Werte, statt die betriebswirtschaftlichen Grössen herangezogen. Eine Bilanz- und Erfolgsanalyse bringt nur dann die gewünschte Aussagekraft, wenn die wirklichen Betriebswerte für die Analyse verwendet werden. Um die wirklichen



Abbildung 7

## 7. Betriebswirtschaftliche Erfolgsrechnung

vom 1. November bis 31. Oktober

	2001/02		2000/01	
	CHF	%	CHF	%
<b>BETRIEBSERTRAG (UMSATZ)</b>				
Warenertag (Restauration)	4'500'000.00	45.0	4'700'000.00	47.0
Dienstleistungsertrag (Beherbergung)	5'000'000.00	50.0	5'200'000.00	52.1
Übriger Betriebsertrag	500'000.00	5.0	100'000.00	1.0
	<u>10'000'000.00</u>	<u>100.0</u>	<u>10'000'000.00</u>	<u>100.0</u>
<b>Warenaufwand</b>	1'500'000.00	15.0	1'550'000.00	15.5
Dienstleistungsaufwand	200'000.00	2.0	150'000.00	1.5
Personalaufwand	3'900'000.00	39.0	3'600'000.00	36.0
Übriger Betriebsaufwand	1'400'000.00	14.0	1'400'000.00	14.0
	<u>7'000'000.00</u>	<u>70.0</u>	<u>6'700'000.00</u>	<u>67.0</u>
<b>BETRIEBSERGEBNIS I</b>	<b>3'000'000.00</b>	<b>30.0</b>	<b>3'300'000.00</b>	<b>33.0</b>
Aufwand Unternehmungsleitung	400'000.00	4.0	500'000.00	5.0
Anlageaufwand	500'000.00	5.0	500'000.00	5.0
Mietertrag	100'000.00	1.0	100'000.00	1.0
Mietaufwand	300'000.00	3.0	300'000.00	3.0
	<u>1'100'000.00</u>	<u>11.0</u>	<u>1'200'000.00</u>	<u>12.0</u>
<b>EBITDA</b>	<b>1'900'000.00</b>	<b>19.0</b>	<b>2'100'000.00</b>	<b>21.0</b>
Abschreibungen	750'000.00	7.5	750'000.00	7.5
<b>EBIT</b>	<b>1'150'000.00</b>	<b>11.5</b>	<b>1'350'000.00</b>	<b>13.5</b>
Finanzertrag	15'000.00	0.2	10'000.00	0.1
Finanzaufwand Dritte	550'000.00	5.5	570'000.00	5.7
Finanzaufwand Nahestehende	50'000.00	0.5	50'000.00	0.5
	<u>585'000.00</u>	<u>5.9</u>	<u>610'000.00</u>	<u>6.1</u>
<b>EBT</b>	<b>565'000.00</b>	<b>5.7</b>	<b>740'000.00</b>	<b>7.4</b>
Steuern	130'000.00	1.3	185'000.00	1.9
<b>OPERATIVER REINGEWINN</b>	<b>435'000.00</b>	<b>4.4</b>	<b>555'000.00</b>	<b>5.6</b>
Ausserordentlicher Ertrag	50'000.00	0.5	0.00	0.0
Ausserordentlicher Aufwand	100'000.00	1.0	0.00	0.0
	<u>50'000.00</u>	<u>0.5</u>	<u>0.00</u>	<u>0.0</u>
<b>JAHRESGEWINN</b>	<b>385'000.00</b>	<b>3.9</b>	<b>555'000.00</b>	<b>5.6</b>

betrieblichen Werte zu erhalten, sind somit vor allem zwei Aufgaben durchzuführen:

- 1) Die Bereinigung der Stillen- und Zwangsreserven
- 2) Die Bereinigung von periodenfremden, ausserordentlichen und nicht betrieblichen Grössen.

### 7.2 Bereinigung der Bilanz

Für die Beurteilung in der Hotellerie nimmt die betriebswirtschaftliche Bewertung der Sachanlagen nach den beiden dy-

namischen Methoden «DCF» und «EVA» eine zentrale Rolle ein. Wie bereits unter 6.2) dargelegt, ergeben beide Bewertungen einen betriebswirtschaftlichen Anlagewert von TCHF 19'320. In der handels- und steuerrechtlichen Bilanz (Abbildung 1) wird die Hotelliegenschaft mit TCHF 9'520 (TCHF 9'000 Immobilie, TCHF 120 Installationen und TCHF 400 Mobilien) aktiviert. Im Differenzbetrag von TCHF 9'800 sind stille Reserven enthalten, wovon TCHF 822 auf die Differenz zwischen den handelsrechtlichen und den betriebs-

wirtschaftlichen Jahresgewinnen entfallen (Vergleich *Abbildung 2* mit *Abbildung 7*). Bei der Bereinigung der restlichen stillen Reserven von TCHF 8'978 (*Abbildung 6*) sind die latenten Steuern von  $\frac{1}{3}$  bzw. TCHF 2'993, die im Falle einer Veräusserung anfallen würden, zu berücksichtigen. Die bereinigten stillen Reserven netto betragen demzufolge TCHF 5'985 und werden unter dem Eigenkapital als Neubewertungsreserven ausgewiesen. Das Eigenkapital erhöht sich dadurch von TCHF 1'450 (handels- und steuerrechtlicher Wert/*Abbildung 1*) auf TCHF 8'257 (betriebswirtschaftlicher Wert). Der Eigenfinanzierungsgrad steigt demnach von 13,2 % auf 39,7 %.

### 7.3 Bereinigung der Erfolgsrechnung

Erfolgreiche Hotelbetriebe schöpfen die handelsrechtlichen Abschreibungsmöglichkeiten aus. Unternehmen mit einer ungenügenden Ertragskraft hingegen, schreiben naturgemäss i. d. R. zu wenig ab, was im Sanierungsfalle zu einem Abschreibungsnachholbedarf führt. Für eine Analyse sind die in der handelsrechtlichen Erfolgsrechnung gebuchten Abschreibungen durch den betriebswirtschaftlichen Werteverzehr zu ersetzen. In *Abbildung 2* wurden handelsrechtlich TCHF 1'200 und im Vorjahr TCHF 1'400 abgeschrieben. Dadurch konnte ein EBIT von TCHF 700 im Rahmen des Vorjahres ausgewiesen werden. Diese Abschreibungen werden nun in *Abbildung 7* durch die betriebswirtschaftliche Zahlen von TCHF 750 ersetzt. Dadurch erhöht sich die Ergebniskennzahl EBIT auf TCHF 1'150 bzw. TCHF 1'350 und kann nun für Vergleiche in Betracht gezogen werden. Der betriebswirtschaftliche Reingewinn erhöht sich unter Berücksichtigung der Steueranpassung von TCHF 50 (handelsrechtlich) auf TCHF 385 bzw. TCHF 555 (Vorjahr: TCHF 68).

### 7.4 Die Kennzahlenanalyse

Aufgrund der unter 7.2 und 7.3) bzw. *Abbildung 6* bereinigten Bilanz und *Abbildung 7* bereinigten Erfolgsrechnung kann nun eine ausgekräftigte Kennzahlenanalyse erstellt werden. Wie bereits erwähnt, erfüllt eine Analyse nur dann ihren Zweck, wenn diese anhand von bereinig-

ten Zahlen vorgenommen wird. In der Hotellerie sind folgende Kennzahlen für die finanzielle Führung und Erfahrungswerte von wesentlicher Bedeutung.

## 7.5 Analyse der Rentabilität

### 7.5.1 Die Eigenkapitalrendite (ROE: Return on Equity)

Die Eigenkapitalrendite (ROE = Return on Equity) zeigt das Verhältnis des Reingewinnes zum durchschnittlichen Eigenkapital und hat im Rahmen der Shareholder-Value-Diskussionen eine wichtige Rolle erlangt.

Die Hotel Meli AG weist bei einem Jahresgewinn von TCHF 385 und einem (Ø) Eigenkapital von TCHF 7'867 eine Eigenkapitalrendite von 4,9 % aus. Diese Rendite darf im Vergleich zu anderen Hotelbetrieben als gut betrachtet werden, trägt jedoch im Vergleich zu anderen Branchen dem Risiko des Eigners noch zu wenig Rechnung.

### 7.5.2 Die Gesamtrendite (ROA: Return on Assets)

Die Gesamtkapitalrendite (ROA = Return on Assets) gibt Auskunft über die wirtschaftlich optimale Nutzung des investierten Vermögens.

Die gesamten Kapitalkosten TCHF 985 (Eigenkapitalkosten bzw. Reingewinn von TCHF 385 und Fremdkapitalzinsen von TCHF 600) im Verhältnis zum (Gesamtkapital von TCHF 20'835 ergeben eine Gesamtkapitalrendite von 4,7 %. Diese Grösse sollte in etwa dem WACC (Weighted Average Cost of Capital) von 7 % entsprechen (Kommentar unter 5.3). Die im Vergleich zu anderen Branchen tiefere Eigenkapitalrendite von 4,9 % und das teilweise unverzinsliche Fremdkapital (Verbindlichkeiten) führen zu einem tieferen durchschnittlichen Kapitalkostensatz.

### 7.5.3 EBITDA-Marge

Beim EBITDA handelt es sich um die Grösse Reingewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen. Diese Kennzahl ist in der schweizerischen Hotellerie noch zu wenig bekannt. Der EBITDA ist eine wichtige Er-

gebniskennzahl. Die EBITDA-Marge zeigt das Verhältnis zwischen Umsatz und EBITDA. Eine EBITDA-Marge von 15 - 20 % ist für die Hotellerie im Hinblick auf die langfristig nachhaltigen Investitionen eine unabdingbare Voraussetzung. Eine EBITDA-Marge über 20 % darf in der schweizerischen Hotellerie als gut bis sehr gut betrachtet werden.

Die Hotel Meli AG erzielt eine EBITDA-Marge von 19 % (Vorjahr 21 %), was die gute Ertragskraft unterstreicht.

### 7.5.4 EBIT-Marge

Die Grösse EBIT setzt sich aus Reingewinn vor Zinsen und Steuern zusammen. Diese Kennzahl wird öfters als EBITDA verwendet. Im Vergleich zu EBITDA wird EBIT durch die Abschreibungen beeinflusst und ist aus der Sicht des Schreibenden, sofern sie wie in vielen Fällen nicht durch betriebswirtschaftliche Zahlen bereinigt wird, weniger präzise als EBITDA.

Durch die Bereinigung (*Vergleich Abbildung 2 und Abbildung 6*) erhöht sich die EBIT-Marge von 7 % auf 11,5 % bzw. 13,5 %.

## 7.6 Analyse der Liquidität

### 7.6.1 Cash Ratio (1. Stufe)

Die Cash Ratio hat eine sehr geringe Aussagekraft, weil sinnvolle Vergleichswerte fehlen.

Die Hotel Meli AG weist bei flüssigen Mitteln von TCHF 350 und einem kurzfristigen Fremdkapital von TCHF 550 ein Liquiditätsgrad 1 von 63,6 % aus, was die intakte Zahlungsbereitschaft bestätigt.

### 7.6.2 Quick Ratio (2. Stufe)

Die Quick Ratio ist für die Beurteilung der Liquidität die geeignete Kennzahl. Der Vorteil liegt im Vergleich von Grössen mit ähnlicher Fristigkeit und in der relativen Bewertungsneutralität.

Die Hotel Meli AG zeigt bei liquiden Mitteln und kurzfristigen Forderungen im Verhältnis zum kurzfristigen Fremdkapital ein Liquiditätsgrad 2 von 163,6 % (TCHF 900 \* 100/550).

### 7.6.3 Current-Ratio (3. Stufe)

Weil die Vorräte teilweise eindeutig langfristigen Charakter haben und ihre Höhe stark von der Bewertung abhängt, ist die Beurteilung der Current Ratio nicht unproblematisch. Eine gute Current Ratio bedeutet nicht in jedem Fall, dass die Zahlungsbereitschaft gesichert ist.

Die Hotel Meli AG weist in der Relation Umlaufvermögen / kurzfristiges Fremdkapital bzw. Liquiditätsgrad 3 von 254,5 % aus (TCHF 1'450 \* 100/550).

### 7.6.4 Cash Flow-Marge

Die Cash Flow-Marge gibt an, wieviel Prozent des Umsatzes netto als Cash Zufluss verbleiben. Als Cash-Flow-Indikator wird der Geldfluss aus Betriebstätigkeit aus der Geldflussrechnung herangezogen. Für die Beurteilung in der Hotellerie ist diese Kennzahl neben dem Betriebsergebnis -I- die wichtigste Grösse. Ein Wert von 20 % des Umsatz darf in der Hotellerie als sehr gut betrachtet werden. Siehe auch Kommentar unter Geldflussrechnung.

In *Abbildung 3* wird die Geldflussrechnung dargestellt. Der Geldfluss aus Betriebstätigkeit beträgt TCHF 1'450 oder 14,5 % vom Umsatz. Damit erwirtschaftet die Hotel Meli AG ausreichende Cash Flows, um die langfristig betriebsnotwendigen Investitionen von TCHF 750 (Siehe Kommentar unter 5.2 Beurteilung der Investitionstätigkeit) zu bewerkstelligen. Aus dem Geldfluss aus Betriebstätigkeit von TCHF 1'450 investierte die Hotel Meli AG TCHF 250 in Sachanlagen und führte über TCHF 1'000 Hypotheken bei den Banken zurück. Ferner wurde der Kontokorrentkredit, der als Liquiditätsreserve dient, von TCHF 50 zurückgeführt und die flüssigen Mittel um gesamthaft TCHF 150 auf TCHF 350 erhöht.

## 7.7 Analyse der Vermögensstruktur

### 7.7.1 Immobilisierungsgrad

Je höher der Immobilisierungsgrad ist, desto weniger schnell kann üblicherweise die Unternehmung auf Veränderungen der Nachfragesstruktur reagieren. Die Hotellerie ist bekanntlich sehr immobilienlastig. Der Immobilisierungsgrad beträgt zwischen 90 % und 95 %.

Die Hotel Meli AG weist eine Intensität des Anlagevermögens von 93 % aus. Diese Grösse entspricht der Branchennorm.

### 7.7.2 Eigenfinanzierungsgrad

Diese Kennzahl gibt Auskunft über das Verlustrisiko, dem das Fremdkapital ausgesetzt ist. Je höher der Eigenfinanzierungsgrad ist, desto kreditwürdiger ist im Normalfall das Unternehmen. Ein zu hoher Eigenfinanzierungsgrad kann allerdings die Eigenkapitalrendite drücken (Leverage-Überlegung). Die Hotellerie hat in den vergangenen 10 Jahren deutlich von der Substanz gelebt. Der durchschnittliche Eigenfinanzierungsgrad beträgt schätzungsweise rund 10 %, was die kritische Situation der schweizerischen Hotellerie unterstreicht. Genaue Zahlen fehlen, weil in den wenigsten Fällen betriebswirtschaftliche Grössen für die Beurteilung in Betracht gezogen werden. Ideal wäre eine Eigenkapitalquote von rund 30 % bzw. 70 % Fremdkapital.

Die Hotel Meli AG weist in *Abbildung 6* eine sehr solide Eigenkapitalbasis von 39,7 % aus. Diese hat sich gegenüber dem Vorjahr noch um 3,9 %-Punkte erhöht. In der Handelsbilanz zeigt die Hotel Meli AG, bedingt durch die hohen Abschreibungen in den Vorjahren, lediglich ein Eigenkapital von 13,2 %. Wird die Bilanz vorgängig nicht richtig bereinigt, kann dies zu Fehlschlüssen anlässlich einer Analyse führen.

### 7.7.3 Verschuldungsfaktor

Beim dynamischen Verschuldungsfaktor wird die Verschuldung am Geldfluss aus Betriebstätigkeit gemessen. Er zeigt an, wie viele Jahres-Geldflüsse aus Betriebstätigkeit erarbeitet werden müssen, um sämtliche Nettoschulden (Fremdkapital abzüglich Umlaufvermögen zuzüglich Warenvorräte) zu tilgen.

Das um das Umlaufvermögen ohne die Warenvorräte bereinigte Fremdkapital von

TCHF 11'543 zeigt im Verhältnis zum Geldfluss aus Betriebstätigkeit von TCHF 1'450 eine Verschuldungsfaktor von 8,0.

### 7.7.4 Reinvestmentfaktor

Der Reinvestment Factor gibt an, inwieweit die Innenfinanzierungskraft der Unternehmung für Investitionen genutzt wurde. Liegt der Reinvestment Factor unter 1, so deckt der Geldfluss aus Betriebstätigkeit den Kapitalbedarf für getätigte Investitionen. Ein Factor über 1 zeigt eine Innenfinanzierungslücke an.

Der Geldfluss aus Investitionstätigkeit von TCHF 250 dividiert durch den Geldfluss aus Betriebstätigkeit von TCHF 1'450 ergibt einen Faktor von 0,17. (Siehe *Abbildung 3 Geldflussrechnung*) Dieser tiefe Faktor entstand, durch die hauptsächlich Verwendung des Geldflusses aus Betriebstätigkeit für die Rückführung der Amortisationen. Betriebswirtschaftlich beträgt der Faktor 0,52 (TCHF 750 jährlich nachhaltige Investitionen dividiert durch TCHF 1'450). Aus den Cash Flows können die nachhaltigen Investitionen langfristig getätigt werden.

## 8. Fazit

Die Schweizerische Hotellerie befindet sich in einem derzeit schwierigen, aber nicht uninteressanten Umfeld. Das Preisniveau ist im Vergleich zum Ausland hoch und kann nicht beliebig angehoben werden. Die überdurchschnittlich hohen Faktorkosten für Bauten, Löhne und Warenaufwand drücken die Margen, woraus schlussendlich eine zu geringe oder gar negative Wertschöpfung resultiert. Die massive Verschuldung und der Investitionsstau im Umfang von CHF 2,0 - CHF 3,0 Mia sind als Warnsignal zu betrachten und lassen darauf schliessen, dass die Strukturbereinigung noch nicht abgeschlossen ist.

In einem derartigen Umfeld kommt in der richtigen Auswahl von Schlüsselkennzahlen, abgestützt durch ein zeitgemässes Finanzmanagement eine hohe Bedeutung zu. Erfolgreiche Hotelbetriebe zeichnen sich in den meisten Fällen durch ein qualitativ intaktes Finanzmanagement aus und belegen, dass die viel diskutierte Corporate Governance gelebt wird. Hingegen stellte ich bei vielen Sanierungsfällen in der Hotellerie immer wieder fest, dass die finanzielle Führung offensichtlich ein Manko darstellt. Viele Projekte wurden zu spitz kalkuliert oder waren bezüglich Rechnungswesen zu rudimentär ausgestaltet. Eine derartige Situation kann im heutigen Umfeld früher oder später zu schmerzhaften Verlusten für alle Beteiligten führen. Durch eine bessere Qualität und mehr Transparenz sowohl im Rechnungswesen als auch in der Abschlussprüfung der Jahresrechnung kann eine kritische Situation wesentlich früher erkannt werden.

### Literatur- und Quellennachweis:

BOEMLE MAX/FRANK HANSPETER «Geldflussrechnung unter der Lupe» Der Schweizer Treuhänder 4/2001

HAIL LUZI /MEYER CONRAD «Abschlussanalyse und Unternehmensbewertung», SKV 2002

NANZER HANS «Die Schätzung des nachhaltigen Reinvestitionsbedarf» Herausforderung Hotellerie Schweiz, SGH 2001

HOKE MICHAELA «Unternehmensbewertung auf Basis EVA» Der Schweiz Treuhänder 9/2002

ELTSCHINGER MARTIN/CHESEAU ANNE «Unternehmensbewertung in der Hotellerie» Der Schweiz Treuhänder 6-7/2000

ELTSCHINGER MARTIN «Geldflussrechnung in der Hotellerie» Insolvenz- und Wirtschaftsrecht 2/2000