

Die Realoptionsanalyse als Unternehmensbewertungsmethode in der Hotellerie



Bachelorarbeit
in
Corporate Finance
am
**Institut für schweizerisches Bankwesen
der Universität Zürich**
bei
PROF. DR. ALEXANDER WAGNER

Verfasserin: MELANIE ELTSCHINGER

Abgabedatum: 25. Mai 2010

Executive Summary

1. Problemstellung

Die Realloptionsanalyse (ROA) hat sich in den letzten Jahren in der akademischen Welt zur finanziellen Bewertung von Investitionsprojekten und von Unternehmen durchgesetzt. Besonders in Fällen mit hoher Unsicherheit und vielen zukünftigen Handlungsmöglichkeiten wird die ROA angewendet. Es scheint jedoch so, dass die ROA in der Praxis als Unternehmensbewertungsmethode eher wenig eingesetzt wird; in der Hotellerie ist die Discounted Cash Flow-Methode (DCF-Methode) sehr verbreitet. Gerade bei Sachverhalten wie beispielsweise einem Kauf / Verkauf eines Hotels oder als Grundlage für Finanzierungen bei den Banken bzw. der Schweizerischen Gesellschaft für Hotelkredit (SGH) ist die Unternehmensbewertung von grosser Bedeutung in der Hotellerie.

Doch trotz grosser Beliebtheit zeichnen sich bei der Bewertung mit der DCF-Methode gewisse Probleme ab. Zusätzlich zu den allgemeinen Schwächen wie der Bestimmung der zukünftig erwarteten Cash Flows und des Residualwertes, bereitet in der Hotellerie besonders die Schätzung des Kapitalkostensatzes sowie der Ersatzinvestitionen Schwierigkeiten. Da bei Hotels viel Kapital in das Anlagevermögen gebunden ist, können Fehlschätzungen der Ersatzinvestitionen aufgrund des grossen Hebeleffektes gravierende Auswirkungen hervorrufen. Ferner werden bei dem DCF-Verfahren keine zukünftigen Handlungsmöglichkeiten berücksichtigt. Die hohen Unsicherheiten hinsichtlich der zukünftigen Cash Flows sowie die Handlungsflexibilitäten bei zukünftigen Investitionen bzw. Desinvestitionen sprechen deshalb für eine mögliche Anwendung der Realloptionsmethode in der Hotellerie.

2. Zielsetzung

Das Ziel dieser Bachelorarbeit ist es, die Anwendungsmöglichkeiten sowie die Umsetzbarkeit der ROA im Bereich der Unternehmensbewertung in der Hotellerie zu untersuchen. Im Vordergrund stehen hier die mathematische Durchführbarkeit, die sinnvolle Anwendung von Realloptionen in Praxisfällen sowie die Realisierung trotz relativ komplexer Theorie. Des Weiteren soll auch die Akzeptanz bei den Hoteliers sowie bei den Beratungsunternehmen beurteilt werden.

3. Vorgehen

Die Arbeit besteht diesbezüglich aus einem theoretischen sowie einem grösseren empirischen Teil. Nach der Einleitung werden im zweiten Kapitel mit Blick auf die wissenschaftliche Literatur die Charakteristika der Schweizer Hotellerie dargelegt und die verschiedenen gängigen Unternehmensbewertungsmethoden mit ihren Komponenten erläutert. Anschliessend werden die Grundlagen des Realoptionsverfahrens eingeführt. In Kapitel 3 werden anhand von Praxisfällen, welche ein auf Hotels spezialisiertes Beratungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen zur Verfügung stellt, erneut die Unternehmenswerte bestimmt. Die Berechnungen erfolgen mittels der Realoptionsmethode gemäss dem additiven Ansatz. Als Vergleich dienen die bisherigen Berechnungen des Beratungsunternehmens, welche auf der DCF-Methode basieren. Zusätzlich werden bei laufenden Bewertungsprojekten die Anwendungsmöglichkeiten der ROA aufgezeigt. Weiter wird in Kapitel 4 besonders die Anwendung und Umsetzbarkeit der ROA hinsichtlich der Akzeptanz und Bereitschaft in der Hotellerie untersucht. Hierzu werden Hoteliers zu dieser Thematik befragt sowie mit Hotelspezialisten aus Beratungsunternehmen Interviews geführt. Schliesslich wird in Kapitel 5 im Anschluss an eine Zusammenfassung der wichtigsten Erkenntnisse ein Fazit gezogen.

4. Resultate

Hinsichtlich der Bewertung von verschiedenen Praxisfällen mittels der ROA wurde festgestellt, dass in den meisten Fällen der Mehrwert der Flexibilität nicht wirklich gravierend ausfiel. Dadurch, dass sich die Ermittlung der einzelnen Werttreiber als sehr schwierig herausgestellt hat, kann der Realoptionswert bzw. der Wert der Flexibilität jedoch noch fluktuieren. Nichtsdestotrotz wird der Bedarf der ROA für Hotelbetriebe in der Schweiz nicht als notwendig angesehen: einerseits begründet durch die recht zeitaufwändige Berechnung, andererseits den fehlenden Bedarf begründet durch den unbedeutenden Mehrwert der Flexibilität. Die Hotellerie disqualifiziert sich für eine solche Methode besonders wegen den mangelnden Vergleichswerten für die Parameter. Da die meisten Hotels nicht börsenkotiert sind, stellt sich die Beurteilung der Volatilität als sehr schwierig heraus. Zudem besteht die Gefahr, dass Realoptionen angewendet werden, jedoch gar keine Handlungsmöglichkeiten mit einer Zeitkomponente bestehen.

Schlussfolgernd aus der Befragung der Hoteliers lässt sich festhalten, dass sich die Mehrheit für die ROA interessiert und ihr gegenüber offen ist. Aus der Sicht des Trade-offs zwischen der Komplexität der Theorie und der Genauigkeit der Endwerte sind einer grossen Anzahl der Hoteliers die genaueren Resultate bedingt durch die Anwendung der ROA wichtiger. Als Chancen bei einer möglichen Umsetzung wurden u.a. der Einbezug der Flexibilität sowie die genauere Berechnung genannt. Als Risiken bei einer Einführung der ROA in die Praxis sehen viele Hotelfachleute das mangelnde Know-How der Praktiker und die daraus folgende hohe Fehlerquote bei den Berechnungen. Hinsichtlich der Frage, ob die Realoptionsmethode mittelfristig in der Hotellerie angewendet wird, sind die Hoteliers geteilter Meinung.

Aus Sicht der interviewten Experten aus Beratungsfirmen besteht kein Bedarf der ROA als Unternehmensbewertungsmethode in der Hotellerie. Aus diesem Grund wendet keines der befragten Unternehmen im Moment die Realoptionsmethode in dieser Branche an. Für eine allfällige Bewertung wird jedoch empfohlen die Volatilität nicht anhand einer Monte-Carlo-Simulation zu bestimmen. Doch auch die Experten aus den Beratungsfirmen bestätigen die Mutmassung der Autorin dieser Arbeit, dass meistens in der Hotellerie keine spezifischen Realoptionen vorliegen wie es beispielsweise bei Ölfirmen der Fall ist. Daraus folgernd dürfte die Anwendung einer Szenarioanalyse oder den Einbezug von Sensitivitätsanalysen sinnvoller für die Hotellerie sein.

5. Schlussfolgerung

Bedingt durch den mangelnden Wissensstand der Hoteliers im Bereich der Realoptionstheorie und den gesättigten Markt von Bewertungsmethoden sowie aufgrund der fehlenden Nachfrage besteht nicht wirklich die Tendenz, dass die ROA mittelfristig in der Hotellerie angewendet wird. Einzig wenn Beratungsfirmen die genannte Methode propagieren würden, gäbe es einen möglichen Markt. Doch aus den Erkenntnissen der befragten Beratungsfirmen geht hervor, dass kein Bedarf für die ROA in der Hotellerie besteht, da die üblichen Fälle mit den gängigen Methoden berechnet werden können.

Letztlich entscheidet stets die Abwägung der Kosten und des Nutzens, ob die ROA in die Praxis umgesetzt wird. Aus dieser Sicht dominieren im Moment die Kosten, weshalb die Autorin dieser Arbeit mittelfristig keine mögliche Einführung der ROA in die Hotellerie sieht.