

Ermittlung des Ertragswerts (Betreibergesellschaft ohne Eigentum am Grundstück)

1) Anlagedaten

Anlagentyp: mitglieder-orientierter Club

Anzahl Löcher:	18	Betriebserlöse:	€ 810.000,-
Jährliche Runden:	20.000	Betriebsaufwände:	€ 593.000,-
Jährliche Greenfee Runden:	2.800	Geländepacht:	€ 93.150,-
Durchschnittl Greenfee:	65	GOP:	€ 217.000,-
Anzahl Mitglieder:	600	NOI:	€ 123.850,-
Baujahr:	1992		
Laufzeit Pachtvertrag:	2053		

Der Pachtvertrag sieht keine Option auf Verlängerung vor. Die Weitergabe des Bestandsrechts an Dritte ist ausdrücklich vereinbart, ebenso wie ein entschädigungsloser Übergang der auf dem Pachtgelände vorgenommenen Investitionen an den Verpächter nach Beendigung des Pachtverhältnisses.

2) Wertermittlung

Ermittlung des Reinertrages (NOI)

Der Reinertrag (Net Operating Income) wird aus den **Betriebserlösen**, das sind die Spielerlöse (course utilization income) und den Nebenerlösen (ancillary revenue) abzüglich fixer und variabler Ausgaben (expenses) sowie Pacht und Instandhaltung berechnet. Zu den Spielerlösen tragen Jahresbeiträge und Nutzungsentgelte, Greenfees, Rangefees, Vermietung von Rangebällen, Kursgebühren, Einnahmen aus der Golfschule und Turniereinnahmen bei. Diese betragen österreichweit im Mittel ca 85% der gesamten Betriebserlöse einer Golfanlage v € 810.000,- (siehe WKO Golfstudie 2006). Nebenerlöse werden aus Vermietung von Golfausrüstung, Garderobe, Abstellflächen, Werbeflächen sowie der Verpachtung von Golfrestaurant, Golfshop und Golfschule erzielt. Aufnahmegebühren sind je nach rechtlicher Ausgestaltung zu berücksichtigen, in der Regel werden damit Erst- oder Ersatzinvestitionen finanziert.

Die **Ausgaben** werden in die Gruppen Platzpflege (Course Maintenance), Personal (Personnel) und sonstiger ausgabenwirksamer Betriebsaufwand (General and Administrativ) ohne Fremdkapitalzinsen, Miete, Pacht, Leasing und AfA unterteilt. Der gesamte ausgabenwirksame Betriebsaufwand beträgt im österreichweiten Durchschnitt pro Golfanlage € 593.000,- (siehe WKO Golfstudie 2006), wovon 55% auf Personal, 19% auf Platzpflege und 26% auf sonstige Aufwendungen entfallen.

Sind Restaurant, Golfshop und -schule nicht verpachtet und Teil des Golfbetriebs, sind auch die Erlöse und Aufwendungen hierfür gesondert zu berücksichtigen.

Ein wesentlicher weiterer Ausgabenfaktor ist die **Geländepacht**, die im österreichweiten Durchschnitt jährlich € 1.577,- pro Hektar, ■■■■das sind 11,5% der Betriebserlöse,■■■■beträgt (siehe WKO Golfstudie 2006).

Ermittlung des Ertragswerts (Betreibergesellschaft ohne Eigentum am Grundstück)

A. Erlöse		B. Aufwände	
A.1. Spielerlöse		B.1. Personalaufwand	
A.1.1. Jahresspielgebühren	420.000,-	B.1.1. Personal	326.150,-
A.1.2. Greenfees	182.000,-	B.2. Platzpflegeaufwand	
A.1.3. Turniernengelder	35.000,-	B.2.1. Platzpflege	106.740,-
A.1.4. Range Bälle	51.500,-	B.3. Sonstiger Betriebsaufwand	
A.1. Summe Spielerlöse	688.500,-	B.3.1. Sonstiger Aufwand	160.110,-
A.2. Nebenerlöse		B. Betriebsaufwände	593.000,-
A.2.1. Vermietung Golfausrüstung	32.500,-	C. Geländepacht	93.150,-
A.2.2. Umsatzpacht Restaurant	30.000,-		
A.2.3. Umsatzpacht Golfshop	45.000,-		
A.2.4. Sonstige Erlöse	14.000,-		
A.2. Summe Nebenerlöse	121.500,-		
A. Summe Betriebserlöse	810.000,-		
D. Gross Operating Profit (GOP)		A. - B.	217.000,-
E. Net Operating Income (NOI)		D. - C.	123.850,-

Berechnung des Ertragswerts

Bei einem Kapitalisierungszinssatz v 6% ergibt sich für eine Restnutzungsdauer von 40 Jahren ein Kapitalisierungsfaktor v 15,05.

Ertragswert = 123.850 * 15,05 = 1.863.943,-

Wenn keine Anpassung vorzunehmen ist, entspricht dies dem Verkehrswert.

3) Kennwerte und Multiplikatoren

Preis pro Loch:	103.552,-	Total Revenue Multiplier:	2,3
Preis pro Runde:	93,-	Golf Revenue Multiplier:	2,4
Preis pro Mitglied:	3.107,-	Greenfee and Round Multiplier:	10,2

Dipl. Ing. Werner Erhart-Schippke, MSc MRICS

Allgemein beideter und gerichtlich zertifizierter Sachverständiger, Immobilienreuhänder, Unternehmensberater

Wertermittlung von Golfanlagen

Bogey, Birdie, Par – keine Fremdworte für Bewerter. Die Wertermittlung von Golfanlagen gestaltet sich komplexer als bei oberflächlicher Betrachtung anzunehmen. Unterschiedliche Anlagentypen, Bauqualität und Pflegestandards, Betreibermodelle und Besitz- und Eigentumsverhältnisse wirken sich auf den Wert aus. Die Kenntnis dieser Einflussfaktoren sowie des regionalen Golfmarkts und des Golfbetriebs sind Voraussetzung für eine marktnahe Bewertung.

Wertermittlungsgrundlagen

Im Zusammenhang mit der Bewertung von Golfplätzen sind eine Reihe von Anlassfällen zu unterscheiden, die unterschiedliche Ansätze zur Wertermittlung bedingen. Die Trennung zwischen Liegenschaft und Golfbetrieb – deutlich weniger als 10% der Golfbetriebe sind auch Eigentümer der Golfplatzgrundstücke – führt zu unterschiedlichen Sichtweisen, die bei der Wertermittlung entsprechend zu berücksichtigen sind. Den **Grundstückseigentümer** interessiert eine angemessene Pacht, der Preis künftiger bzw bereits eingerichteter und verpachteter Golfanlagengrundstücke, den **Golfplatzbetreiber** hingegen der Preis beim Verkauf der eingerichteten Golfanlage während des aufrechten Pachtverhältnisses und eine allfällige Entschädigung für seine getätigten Investitionen nach Ende des Pachtverhältnisses. In diesem Beitrag wird nur auf den gängigsten Bewertungsfall „eingerichteter Golfplatz – Betreibergesellschaft ohne Eigentum an den Grundstücken“ eingegangen.

Golfanlagen gehören wie alle Freizeitimmobilien zu den Spezialimmobilien (Specialised Properties), die nur – wenn überhaupt – innerhalb eines sehr eingeschränkten und kleinen Markts (limited market properties) gehandelt werden. Wenn Transaktionen stattfinden, dann solche, die den Golfbetrieb betreffen, diese haben dann auch eher den Charakter eines Unternehmenskaufes als einer Liegenschaftstransaktion.

Für Golfanlagen gelten die Gesetzmäßigkeiten von Management- bzw Betreiberimmobilien. Ihr Erfolg hängt vom Standort (Lage, Einzugsbereich, Konkurrenzsituation), dem Produkt (Konzept, Design, Pflege) und dem Management (Personal, Organisation, Marketing) ab. Golfanlagen

sind in der Regel wenig rentabel und somit zumindest in Österreich keine Investitionsobjekte. Das führt grundsätzlich dazu, dass der Sachwert über dem Ertragswert liegt. Die Heterogenität und unterschiedliche Qualität der Anlagen, oft unterschiedliche Betriebskonzepte sowie der extrem beschränkte Markt für Golfanlage bewirkt auch, dass keine Vergleichspreise in ausreichender Zahl verfügbar sind.

Golfanlagen können auch nicht anderswertig genutzt werden, weshalb bei der Wertermittlung immer der Wert bei Fortführung des Betriebes (Going Concern Value) zu bestimmen ist.

Wertermittlungsverfahren

Der Wert der Golfanlage ist somit aus dem Ertrag, den die Anlage erwirtschaftet, abzuleiten. Dies setzt eine sorgfältige Analyse des Jahresabschlusses (Bilanz und G&V) und Kenntnis des Golf- und Freizeitmarkts voraus. Ist der Golfbetrieb hinsichtlich seiner Erlöse stabil, ist der Ertragswert mittels direkter Kapitalisierung (direct capitalisation, Ertragswertverfahren) auf Basis eines repräsentativen Jahres, andererseits mittels indirekter Kapitalisierung (yield capitalisation, DCF Verfahren) zu bestimmen. Im zweiten Fall sind entsprechende Erlöse (revenues) und Ausgaben (expenses) durch Analyse des Golfmarktes und Betriebsvergleiche für einen Prognosezeitraum von ca vier bis sechs Jahren zu prognostizieren. Der Wert der Anlage am Ende des Prognosezeitraums (reversion oder terminal value) wird mittels direkter Kapitalisierung über die Restnutzungsdauer ermittelt.

Die Wahl des Kapitalisierungszinssatzes für das Ertragswertverfahren bedarf einer fachkundigen Analyse. Da Transaktio-

nen von eingerichteten Golfanlagen in Österreich selten sind, liegen auch äußerst wenige Marktdaten vor. Einfluss auf das Golfanlagen als Spezialimmobilien inwohnende hohe Betriebsrisiko übt auch das Betriebskonzept aus, je nachdem, ob die Anlage als mitglieder- oder greenfeeorientierter Club betrieben wird. In der Wertermittlungsliteratur werden Kapitalisierungszinssätze von mind 6% (siehe Kleiber 2012) genannt. Böhm (in Bienert 2005) empfiehlt Zinssätze ob des hohen Risikos nicht unter 10% anzuwenden. Bei den wenigen in Österreich stattgefundenen Transaktionen wurden Liegenschaftszinse um die 6% der Ertragswertermittlung zugrunde gelegt. Grundsätzlich ist aber zu hinterfragen, ob nicht der Diskontierungszinssatz zur Anwendung gelangen muss, da beim Verkauf von Golfanlagen der Charakter des Unternehmenskaufes doch deutlich überwiegt. In diesem Fall wird der Diskontierungszinssatz aus einer risikolosen Veranlagung zuzüglich einer Marktrisikoprämie und einem Zuschlag für das Risiko der Branche, ausgedrückt durch den Beta Faktor errechnet. In beiden Fällen sind besondere anlagen- und fallspezifische Risiken und Chancen zu bewerten und bei der Zinssatzermittlung zu berücksichtigen.

Multiplikatoren

International ist auch die Anwendung von Multiplikatoren (multipliers) gebräuchlich, die sich aus abgewickelten Transaktionen ableiten. Nachstehend sind golfanlagenspezifische Multiplikatoren angeführt, wobei der Schwankungsbereich für Transaktionen in den USA angegeben wird.

Total Revenue Multiplier (TRM, Verkaufspreis/Betriebserlös): 2,0 – 2,5

Golf Revenue Multiplier (GRM, Verkaufspreis/golfanlagenspez Erlöse): 2,5 – 4,5

Green Fee and Round Multiplier (GFM, Verkaufspreis/Anzahl Runden* durchschnittliches Greenfee): 3,4 – 4,9

Diese Multiplikatoren stellen keinen Ersatz für die klassischen und internationalen Methoden der Wertermittlung dar, können aber sehr gut zur Plausibilisierung von ermittelten Ertragswerten verwendet werden. Aufgrund der deutlich unterschiedlichen Ertragslage zwischen Golfanlagen in den USA und Kontinentaleuropa/Österreich weisen insb die erlösenspezifischen Multiplikatoren TRM und GRM in Österreich höhere Werte auf.

ZLB 2013/2