

SERIE BEWERTUNG VON SPEZIALIMMOBILIEN, TEIL 10: FREIZEITIMMOBILIEN

# Ein teurer Spaß mit äußerst hohem Risiko

Die Bewertung von Freizeitimmobilien stellt auch erfahrene Wertermittler immer wieder vor besondere Herausforderungen. Gründe hierfür liegen in der Vielfalt und den relativ hohen Risiken dieser speziellen Immobilienart. Zudem setzt eine fundierte Wertermittlung auch die gute Kenntnis und Auseinandersetzung mit der Wirtschaftlichkeit des jeweiligen Freizeitbetriebs voraus. Die Gastautoren Volker Ottenströer und Andreas Konrath beschreiben, was bei der Marktwertermittlung zu beachten ist.

Freizeitimmobilien sind typische Betreiberimmobilien. Die Spanne reicht von A wie Aquarium bis Z wie Zoo. Neben der Wahl eines geeigneten Makro- und Mikrostandorts und der Definition des Freizeitkonzepts ist die Qualität und Bonität des Betreibers für den Erfolg oder Misserfolg einer Freizeitanlage ausschlaggebend.

Noch ist der deutsche Freizeitmarkt durch eine Vielzahl individueller Konzepte und Einzelbetreiber geprägt. Jedoch sind zunehmend eine Kommerzialisierung der Branche, Markteintritte professioneller (internationaler) Freizeitkonzepte und die Bildung von Kettenbetrieben mit multiplizierbaren Konzepten zu beobachten.

Insbesondere sport- und gesundheitsorientierte wie auch edukative Konzepte (z.B. Science-Center) weisen derzeit eine hohe Entwicklungsdynamik auf. Markenerlebnissebenen (sog. Brandlands) dienen zusehends als Marketinginstrument für Markenartikel. Neue Angebote setzen auf Witterungsunabhängigkeit, emotionale Erlebnissebenen und Zielgruppenfokussierung. Standortgemeinschaften von Einzelhandel und Freizeit werden aufgrund von Synergien und gegenseitiger Belegung eingegangen.

Der stark heterogene Markt für Freizeitimmobilien kann in folgende Segmente unterteilt werden:

- Fitness-, Wellness- und Gesundheitsanlagen,
- Sportanlagen,
- Wasserfreizeitanlagen,
- Freizeit- und Themenparks,
- Erlebnis- und Edutainmentanlagen
- Entertainmenteinrichtungen (z.B. Spielcasino, Kino, Diskothek, Musical),
- Kultureinrichtungen,
- Veranstaltungsräumen,
- Handel,
- Gastronomie,
- Beherbergungsbetriebe.

Die unten stehende Grafik spiegelt die aktuelle Angebots- und Nachfrageituation ausgewählter Freizeitanlagen wider.

## Spezialwissen und ausreichende Marktdaten zwingend erforderlich

Welche Besonderheiten sind nun bei der Bewertung von Freizeitimmobilien zu beachten? Zunächst einmal existiert eine Vielzahl an Freizeitkonzepten, die alle ihre eigenen Gesetzmäßigkeiten und Erfolgsparameter haben. Freizeitimmobilien sind außerordentlich heterogen. Für die Marktwertermittlung einer Freizeitanlage sind fundierte Kenntnisse des jeweiligen Segments und ein entsprechender Bestand an Marktdaten notwendig.

Speziell bei Kulturimmobilien und Hallenbädern handelt es sich meist um unrentierliche Nutzungen, für die keine gewöhnlichen Geschäftsverkehre und damit keine Verkehrswerte darstellbar sind. Die Ertragswertermittlung kann nur sinnvoll für Immobilien mit positivem wirtschaftlichem Ergebnis bzw. Potenzialen angewendet werden.

Freizeitanlagen sind Betreiberimmobilien. Die Höhe und Sicherheit der betrieblichen Cashflows, aus denen die (umsatzvertragliche) Miete bezahlt wird, hängt stark von den Möglichkeiten und der Professionalität des Betreibers ab.

Die vertraglichen Regelungen zwischen Eigentümer und Betreiber/Pächter sind oft projektspezifisch und kompliziert. Zielsetzung des Vertragswerks ist eine ausgewogene Verteilung der Risiken und Chancen auf die verschiedenen Parteien. Bei Ertrags-schwachen Nutzungen, die im öffentlichen Inte-

### Mieterträge ausgewählter Freizeitanlagen

Freizeitanlage	Miete Euro/m <sup>2</sup> /Monat
Spielcasino	20-25
Multiplexkino	10-18
Fitnesscenter	10-15
Bowlingcenter	8-15
Indoor-Kinderspielanlage	3-7

Mieten sind stark abhängig von Konzept, Standort und Ausbaustand der Mietfläche.  
Quelle: Wenzel Consulting und Georg & Ottenströer Immobilien Consulting, Hamburg

resse stehen, beinhaltet das Projektstruktur oftmals einen öffentlichen Partner (Public Private Partnership).

Gebäude von Freizeitanlagen werden meist auf spezifische Freizeitkonzepte und Betreiber zugeschnitten. Hieraus resultiert, anders als bei Wohn-, Büro- oder Einzelhandelsflächen, eine mangelnde Drittverwendbarkeit und kaum Nachnutzungsmöglichkeiten für fehlgeschlagene Freizeitprojekte, was das Risiko dieser Immobilienklasse signifikant erhöht (so kann beispielsweise ein Kinogebäude nur im Rahmen eines vollständigen Umbaus in ein Bürogebäude umgenutzt werden).

Bei der Marktwertermittlung von Freizeitimmobilien kann in der Regel nicht auf ein vergleichbares Transaktionsgeschehen zurückgegriffen werden.

Freizeitanlagen sind durch vergleichsweise kurze Lebenszyklen und einen hohen Reinvestitionsbedarf (laufende Attraktivitätssteigerungen und Schaffung neuer Besuchsanreize) gekennzeichnet. Dies trifft insbesondere auf Freizeitangebote mit hoher Trend- und Spaßkomponente zu.

### Eher eine Unternehmens- als eine Immobilienbewertung

Was bedeutet dies für die Marktwertermittlung? Durch die oben genannten Risiken von Freizeitimmobilien und die Evaluierung der Nachhaltigkeit der Miete über die Prüfung der Betreiberrechnung (oder Prognose-Betreiberkalkulation bei Projektentwicklungen) ist viel mehr der Charakter einer Unternehmensbewertung als einer Immobilienbewertung gegeben. Dies ist noch deutlicher der Fall, wenn nicht der Wert der Besitzgesellschaft (über die nachhaltigen Mieterlöse abzüglich eigentümerseitigen Liegenschaftskosten), sondern die Betreibergesellschaft selbst bewertet werden soll (oder wenn, wie häufig bei Freizeitimmobilien zu beobachten, Besitz und Betrieb einer Anlage in einer Hand liegen). Hier kann es sinnvoll sein, einen Blick auf die aktuellen Wertrelationen börsennotierter Freizeitkonzepte zu werfen.

Je enger der Kreis möglicher (Nach-) Nutzungsmöglichkeiten einer Freizeitimmobilie (z.B. Kino, Hallenbad, Musical, Veranstaltungshalle, Skihalle, Freizeitpark), desto wichtiger ist eine intensive Auseinandersetzung mit der Betreiberrechnung für die Bewertung der Liegenschaft (Feststellung des Puffers zwischen betrieblichem Cashflow und Pacht bzw. Gross-Operating-Profit-Verfahren (GOP) zur Ableitung der wirtschaftlich tragfähigen Pacht als Residualwert aus Betreiberblick). Diese Notwendigkeit wird beispielsweise durch die Erfahrungen bei Multiplexkinos unterstrichen, deren Eigentümer drastische Pachtverkürzungen von in Schiefelnde geratenen Kinobetrieben in Kauf nehmen mussten, da schlicht keine Nachnutzungsmöglichkeiten der Gebäude gegeben waren.

Auf der anderen Seite: Je vielfältiger die (Nach-) Nutzungsmöglichkeiten sind, die in die jeweilige Gebäudehülle integrierbar sind (z.B. bei Fitnesscenter, Gastronomie, Spielcasino), desto weniger Relevanz besitzt die Risikoevaluation durch eine tiefere Prüfung der Betreiberrechnung.

### Ertragswertverfahren am adäquatesten

Die Vergleichswertmethode dürfte bei Freizeitimmobilien aufgrund kaum vorhandener vergleichbarer Immobilientransaktionen ausreichen. Auch das Sachwertverfahren, welches den Wert der baulichen Anlagen und Gebäude in den Vordergrund stellt, ist nicht marktkonform, da es sich bei kommerziellen Freizeitanlagen um Renditeliegenschaften handelt.

Aufgrund der Spezifika von Freizeitimmobilien ist die Ertragswertmethode normalerweise die adäquate Methode der Wertermittlung. Hierbei kann die mehrperiodige Discounted-Cashflow-Methode zu einer steigenden Transparenz hinsichtlich der Zahlungsströme und zu erwartenden Investitionsbedarfe über die Jahre beitragen. Insbesondere die notwendigen (Attraktivierungs-) Investitionen können so im Jahre des voraussichtlichen Anfalls in der Wertermittlung angesetzt werden und eine bessere Liquiditätsplanung erlauben.

Grundsätzlich nimmt bei landintensiven und/oder innerstädtischen Freizeitanlagen das Gewicht des Grundstückswerts entsprechend zu. Dieser ist im Rahmen von Vergleichswerten (Bodenrichtwert) bei Berücksichtigung der spezifischen Zustandsmerkmale und Nutzungsmöglichkeiten zu ermitteln.

### Mietvertrag muss auf den Prüfstand

Zur Risikoabschätzung für den Eigentümer bzw. Verpächter einer Freizeitimmobilie ist die mietvertragliche Regelung mit Miethöhe (fixe und variable Anteile), Restlaufzeit wie auch Sicherheit und Bonität des Betreibers von erheblicher Bedeutung. Bei Freizeitanlagen sollte über eine fachlich



„Freizeitanlagen sind durch vergleichsweise kurze Lebenszyklen und einen hohen Reinvestitionsbedarf gekennzeichnet.“  
Andreas Konrath



„Der Liegenschaftszinssatz sollte in aller Regel nicht unter 7% angesetzt werden.“  
Volker Ottenströer

kompetente Prüfung der Betreiberrechnung (gerade bei kurzer Restlaufzeit des Pachtvertrags) und eine Evaluierung des jeweiligen (lokalen) Freizeitmarkts die Nachhaltigkeit des Jahresertrags überprüfen werden. Dies trifft im Besonderen bei Planungen von Freizeitanlagen zu. Bei Projektentwicklungen ist auf Basis von Markt- und Trendforschung, Standortanalyse, Markt- und Potenzialanalyse, Referenzanlagen und kritischer Konzeptüberprüfung die vertragliche Miete (nachhaltiger Jahresertrag) aus einer professionellen Betreiberrechnung abzuleiten.

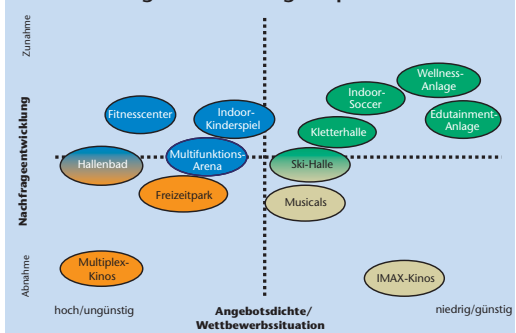
Aufgrund des hohen Risikoprofils von Freizeitimmobilien sollten hier deutlich höhere Diskontierungssätze oder Liegenschaftszinssätze als bei Büro-, Wohn-, Einzelhandelsimmobilien oder auch Hotels angesetzt werden. Auch wenn aufgrund der Vielfalt an Freizeitimmobilien (verschiedenartige Anlagenypen, Konzepte, Standorte, Betreiber, Pachtverträge) kaum eine allgemeingültige Aussage getroffen werden kann, sollte der Liegenschaftszinssatz bei der Bewertung von Freizeitimmobilien in aller Regel nicht unter 7% angesetzt werden.

Die unten stehende Tabelle ist eine modellhafte Ertragswertermittlung einer Immobilie, die durch ein Fitnesscenter genutzt wird. Aus Gründen der Übersichtlichkeit wird nur eine traditionelle Ertragswertermittlung (einfaches Pachtverfahren ohne GOP-Betrachtung) dargestellt, wobei in der Praxis für Freizeitanlagen (insbesondere aus Gründen der transparenten Darstellung der kurzen Lebenszyklen und des erheblichen Reinvestitionsbedarfs) das Discounted-Cashflow-Verfahren mit Mehrperioden-Darstellung der Cashflows bevorzugt wird.

Die Autoren: Dipl.-Immobilienökonom (ADI) Andreas Konrath ist Prokurist und Senior Consultant bei Wenzel Consulting, Hamburg. Dipl.-Vollwirt Volker Ottenströer ist Partner und Geschäftsführer des Instituts für immobilienwirtschaftliche und urbane Beratung, Hamburg.

In der kommenden Ausgabe beschreibt Christian Bädicker, wie landwirtschaftlich genutzte Grundstücke und Gebäude bewertet werden.

## Marktsituation ausgewählter Freizeitanlagen-Segmente: Wellnessanlagen sind erfolgversprechend



Quelle: Wenzel Consulting Aktiengesellschaft und Georg & Ottenströer Immobilien Consulting, Hamburg

### Ertragswertermittlung Fitnessanlage (vereinfachte Modellrechnung) aus Sicht der Besitzgesellschaft (Vermieter)

Allgemeine Rahmendaten	
Positionierung Preissegment	Lifestyle mittleres Segment
Mietfläche	2.200 m <sup>2</sup>
davon Fitness	1.200 m <sup>2</sup>
Mitglieder	2.500
Mitgliedsbeitrag pro Monat (netto)	55 Euro
Exemplarische Wertermittlung	
Investition (2.500 Euro/m <sup>2</sup> BGF inkl. Einbauten)	5.500.000 Euro
Bodenwert (Annahme)	200.000 Euro
Restnutzungsdauer	20 Jahre
Sanierung/Attraktivierung	150.000 Euro
Jahresertrag (12,50 Euro/m <sup>2</sup> nettokalt pro Monat)	330.000 Euro
in % vom Umsatz (Mitgliedsbeiträge)	20%
Liegenschaftszinssatz	7,5%
Vervielfältiger bei 20 Jahren	10,19
<b>Jahresertrag</b>	<b>330.000 Euro</b>
./ Bewirtschaftungskosten (in % vom Jahresertrag)	6.600 Euro
Verwaltungskosten: 2%	33.000 Euro
Instandhaltung (Dach & Fach): 10%	16.500 Euro
Mietausfallwagnis: 5%	15.000 Euro
./ Bodenwertverzinsung (0,2 Mio. Euro, 7,5%)	25.900 Euro
= Reinertrag der baulichen Anlagen	238.191 Euro
+ Bodenwert	200.000 Euro
= Ertragswert vor Abzug Investitionsbedarf	2.838.191 Euro
./ Investitionsmaßnahmen	150.000 Euro
= Ertragswert nach Abzug Investitionsbedarf	2.688.191 Euro

Mieten sind stark abhängig von Konzept, Standort und Ausbaustand der Mietfläche.  
Quelle: Wenzel Consulting und Georg & Ottenströer Immobilien Consulting, Hamburg