

04. Mai 2022
Research-Studie

SMC Research

Small and Mid Cap Research

 **Platz 1**
Europe
Industrials
(2018)

 **Platz 2**
German
Software & IT
(2018)

 **Platz 1**
German
Software & IT
(2017)

Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

MHP Hotel AG

Antizyklische Expansionsstrategie zahlt sich aus

Urteil: Speculative Buy (Ersteinschätzung) | Kurs: 1,62 € | Kursziel: 4,10 € (Ersteinschätzung)

Analyst: Dipl.-Volksw. Dr. Adam Jakubowski
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

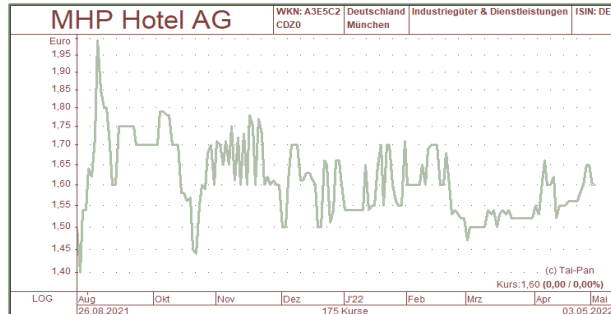
Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

Telefon: +49 (0) 251-13476-93
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com
Internet: www.sc-consult.com

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	2
Snapshot.....	3
Executive Summary	4
SWOT-Analyse	5
Profil	6
Marktumfeld	10
Strategie.....	13
Finanzen.....	15
Equity-Story	19
DCF-Bewertung.....	21
Fazit	24
Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose	25
Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen.....	26
Impressum & Disclaimer.....	27

Snapshot



Stammdaten

Sitz:	München
Branche:	Hotel
Mitarbeiter:	ca. 800
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE000A3E5C24
Ticker:	CDZ0:GR
Kurs:	1,62 Euro
Marktsegment:	m:access
Aktienanzahl:	39,4 Mio. Stück
Market-Cap:	63,8 Mio. Euro
Enterprise Value:	60,2 Mio. Euro
Freefloat:	16 %
Kurs Hoch/Tief (3M):	1,74 / 1,46 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 3M):	9,9 Tsd. Euro / Tag

Kurzportrait

Die MHP Hotel AG ist Pächter und Betreiber mehrerer Hotels der Premium- und Luxusklasse. In seiner heutigen Form ist das Unternehmen erst letztes Jahr durch die Einbringung der MHP-Gruppe in einen Börsenmantel (die heutige Konzernmutter) entstanden, doch operativ reichen seine Wurzeln bis 2012 zurück. Derzeit umfasst das Portfolio neun Hotels, von denen MHP acht als Franchisenehmer für verschiedene Marken des Marriott-Konzerns betreibt. Ein Hotel läuft unter der eigenen Marke MOOONS, mit der das Unternehmen seit dem letzten Jahr ein weiteres Marktsegment (Upscale) adressiert. Die Eröffnung des ersten MOOONS-Hotels war Teil einer großen Wachstumsoffensive, die MHP mitten in der tiefen Branchenkrise infolge der Corona-Pandemie ergriffen hat und in deren Rahmen unter anderem auch der Einstieg in das Luxussegment gelungen ist. Auf dieser Basis plant MHP für dieses Jahr eine Umsatzverdreifung auf 90 bis 100 Mio. Euro. Auch für die nächsten Jahre sind allein auf Basis des aktuellen Portfolios hohe Zuwächse absehbar, darüber hinaus will MHP das Hotelportfolio schrittweise erweitern und traut sich zu, schon 2024 die Umsatzmarke von 200 Mio. Euro zu erreichen.

GJ-Ende: 30.06.	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Umsatz (Mio. Euro)	111,1	34,4	33,3	96,0	121,5	144,0
EBITDA (Mio. Euro)	5,4	-2,7	2,2	6,0	7,5	10,6
Jahresüberschuss	3,5	-3,3	1,5	0,7	1,7	3,7
EpS	0,09	-0,08	0,04	0,01	0,04	0,08
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	1,8%	-69,0%	-3,3%	188,3%	26,6%	18,5%
Gewinnwachstum	221,0%	-	-	-54,4%	150,7%	120,0%
KUV	0,67	2,16	2,24	0,78	0,61	0,52
KGV	21,2	-	50,1	109,7	43,8	19,9
KCF	58,7	-	23,0	22,7	18,8	11,6
EV / EBITDA	13,1	-	31,5	11,7	9,4	6,7
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Executive Summary

- **Führender Hotelbetreiber:** Bei der MHP Gruppe handelt es sich um einen Betreiber von Full-Service-Hotels im Premium-Segment, zu dem die Segmente Upscale, Upper Upscale und Luxury zählen. Das aktuelle Portfolio umfasst neun Hotels mit zusammen knapp 2.000 Zimmern in deutschen Großstädten, Wien und Basel. Für ein zehntes Hotel, das Ende 2023 eröffnen soll, wurde jüngst der Pachtvertrag unterzeichnet.
- **Schwerpunkt auf Franchisemodell:** Mit einer Ausnahme betreibt MHP die Hotels als Pächter und Franchisenehmer unter fremden Marken, aktuell gehören mehrere Labels des amerikanischen Marktführers Marriott zum Portfolio. Damit fungiert MHP als Bindeglied zwischen dem Franchisegeber, der aus bilanzrechtlichen Gründen die Pachtverträge nicht selbst abschließen kann, und den Besitzern der Immobilien, bei denen es sich meistens um große institutionelle Investoren handelt.
- **Zwei neue Geschäftsfelder:** Im letzten Jahr wurde das Geschäftsmodell um zwei Aspekte erweitert, mit denen MHP sich einen breiteren Marktzugang verschafft, das Geschäftsmodell diversifiziert und ein zusätzliches Margenpotenzial erschlossen hat. Es handelt sich dabei um den Start der eigenen Marke MOOONS, mit der nun auch das Upscale-Segment adressiert wird, sowie um das eigene Engagement als Co-Investor, das erstmals bei dem Marriott Hotel Basel realisiert wurde.
- **Corona-Einbruch gut überstanden:** Nachdem MHP im letzten Vor-Corona-Jahr 111 Mio. Euro umgesetzt und 3,5 Mio. Euro verdient hatte, sorgte die Pandemie 2020 für einen massiven Umsatzeinbruch auf weniger als ein Drittel des ursprünglichen Niveaus. Durch kräftige Kostensenkungen, das Entgegenkommen der Geschäftspartner und die Inanspruchnahme der verfügbaren staatlichen Hilfen konnten die Auswirkungen auf das Ergebnis jedoch eingedämmt werden. 2021 wurde wieder ein leichtes organisches Umsatzwachstum und mit 1,5 Mio. Euro (vorläufiger Wert) die Rückkehr in die Gewinnzone erreicht.
- **Mutige Expansion in der Krise:** Das Management hat sich in der Krise nicht nur auf die operative Abwehr der Risiken konzentriert, sondern die Marktlage auch für eine deutlich beschleunigte Expansion genutzt. In deren Folge wurde das Portfolio seit Mitte 2021 um vier Hotels und ein Co-Investment erweitert, von denen drei im margenstarken Luxussegment angesiedelt sind, das somit neu erschlossen wurde.
- **Sehr hohes Wachstum absehbar:** Die erwartete weitere Erholung der Reisetätigkeit wird in Kombination mit dem Beitrag der neuen Hotels in diesem Jahr plangemäß für eine Umsatzsteigerung auf 90 bis 100 Mio. Euro sorgen. Bis 2024 soll das aktuelle Portfolio sogar ein weiteres Wachstum auf 150 Mio. Euro ermöglichen. Zuzüglich der darüber hinaus geplanten Akquisition weiterer Hotels traut sich das Unternehmen sogar zu, 2024 die Umsatzmarke von 200 Mio. Euro zu erreichen und eine EBITDA-Marge zwischen 8,6 und 9,0 Prozent zu erzielen.
- **Dreistelliges Kurspotenzial:** Auf der Grundlage der zentralen Annahme, dass MHP den Bestand an Hotels auch in Zukunft ausweiten wird (angestrebt wird die Eröffnung von einem Franchise- und zwei MOOONS-Hotels pro Jahr), haben wir einen fairen Wert von 4,10 Euro je Aktie ermittelt. Damit sehen wir für die Aktie ein Kurspotenzial von über 150 Prozent und vergeben vor diesem Hintergrund zum Start der Coverage das Urteil „Speculative Buy“.

SWOT-Analyse

Stärken

- Als Pächter der Hotelimmobilien und Franchisenehmer großer Hotelketten agiert MHP als notwendiges Bindeglied, so dass die Partner ein genuines Eigeninteresse am Erfolg von MHP haben.
- Im Hinblick auf die erfolgreiche Repositionierung kriselnder Hotels und deren Betrieb kann MHP inzwischen einen überzeugenden Track-Record vorweisen.
- Das Unternehmen hat die dramatische Branchenkrisen infolge der Corona-Pandemie relativ gut überstanden und ist schon 2021 in die Gewinnzone zurückgekehrt.
- Mit der Expansionsoffensive des letzten Jahres wurden das Hotelportfolio deutlich erweitert, der Einstieg in das Luxussegment vollzogen und zwei angrenzende Geschäftsfelder erschlossen.
- Die Gründer sind im Vorstand und als Großaktionäre weiter an Bord.

Chancen

- Sollte sich der Hotelmarkt nach Corona auf das Vorkrisenniveau erholen, bietet allein schon das aktuelle Portfolio ein sehr hohes Wachstumspotenzial, bis 2024 könnten sich dessen Erlöse gegenüber 2021 auf 150 Mio. Euro fast verfünffachen.
- Gegenüber der Vor-Corona-Zeit bietet das aktuelle Portfolio an mehreren Stellen Potenzial für deutlich höhere Margen, darüber hinaus wurden in der Krise die Kostenstrukturen auf Effizienz getrimmt.
- Mit der etablierten Plattform für die rasche und erfolgreiche Akquisition und Neupositionierung von Hotels könnte MHP das Portfolio rasch weiter ausbauen und zusätzliche Wachstumseffekte erzielen.
- Im eingeschwungenen Zustand ist das Geschäft ausgesprochen cashflow-stark und ermöglicht eine großzügige Dividendenpolitik.

Schwächen

- Konsolidierte Abschlüsse liegen bisher nur auf der Ebene der GmbH vor. Ein Konzernabschluss auf der Ebene der MHP Hotel AG, in den auch die Folgen des Reverse-Takeover einfließen, ist erst für das laufende Geschäftsjahr geplant.
- Bekanntheit und Vertrauen am Kapitalmarkt müssen noch aufgebaut werden, auch der geringe Freefloat reduziert die Attraktivität der Aktie.
- Durch die Anlaufverluste weisen mehrere Hotels der ersten Jahre und auch der GmbH-Konzern (nicht aber die GmbH selbst) noch hohe Bilanzverluste und negatives Eigenkapital auf.
- Aus dem Reverse-Takeover werden hohe immaterielle Werte resultieren, deren planmäßige Abschreibungen die EBIT- und Nettogewinne auf Jahre dämpfen dürften.
- Ein starker Ausbau der Aktivitäten als Co-Investor dürfte die Aufnahme zusätzlicher Mittel erfordern.

Risiken

- Die Erholung des Hotelmarktes nach Corona könnte länger dauern oder insgesamt schwächer ausfallen, als erhofft. Der Krieg in der Ukraine könnte sich als ein zusätzlicher Hemmfaktor für die Erholung erweisen.
- Die Akzeptanz im Markt und das Wachstumspotenzial der eigenen Marke MOOONS sind noch nicht gesichert, zumal MHP damit ein konkurrenzintensiveres Segment adressiert als bisher.
- Eine Änderung der Franchisestrategie durch die Marriott-Gruppe könnte das künftige Expansionspotenzial beschränken.
- In dem angespannten Arbeitsmarkt für Hotel- und Gastronomiefachkräfte könnte sich die Gewinnung und Bindung der Mitarbeiter zu einer großen Herausforderung entwickeln.

Profil

Betreiber von Premiumhotels

Die MPH Hotel AG ist die Muttergesellschaft einer Unternehmensgruppe, die im deutschsprachigen Raum Hotels der gehobenen und der Luxus-Klasse betreibt. Mit einer Ausnahme, bei der es sich um das erste Hotel unter der eigenen Marke „MOOONS“ handelt, agiert MPH dabei als Franchisenehmer für unterschiedliche Marken der weltweit größten Hotelkette Marriott. Der Sitz der Gesellschaft ist München, ihre Aktien werden im m:access-Segment der Münchener Börse und im Xetra gehandelt.

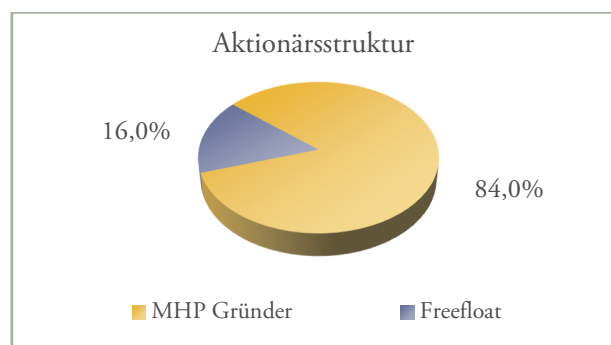
Reverse Takeover 2021

Operativer Kern des Unternehmens ist die Munich Hotel Partners GmbH, die 2012 gegründet wurde und ein Jahr später den Betrieb des ersten Hotels (Le Méridien Hamburg) übernommen hat. Im Zuge eines Reverse Takeover wurde diese im letzten Jahr in die börsennotierte Lifespot Capital AG eingebracht, die zu diesem Zeitpunkt über kein operatives Geschäft verfügte und nur noch einen Börsenmantel darstellte. Die Einbringung erfolgte als Sachkapitalerhöhung, in deren Rahmen 33,1 Mio. neue Lifespot-Aktien an die bisherigen Besitzer der Munich Hotel Partners GmbH ausgegeben wurden. Insgesamt erhöhte sich die Aktienzahl der Lifespot Capital AG, die anschließend in MHP Hotel AG umfirmiert wurde, auf 39,4 Mio. Eine weitere Sachkapitalerhöhung im Volumen von 2,9 Mio. Aktien folgt zeitnah zur Begleichung der Earn-out-Verpflichtungen, darüber hinaus soll noch im zweiten Quartal eine Kapitalerhöhung durchgeführt werden, um die noch offene Kaufpreisverbindlichkeit in Höhe von 6,0 Mio. Euro zu finanzieren. Nach Abschluss dieser Kapitalmaßnahmen dürfte sich die Aktienzahl auf knapp 46 Mio. belaufen.

Aktienmehrheit und Leitung in Gründerhand

Durch die bisherige Sachkapitalerhöhung halten die Gründer der Munich Hotel Partners GmbH nun 84 Prozent an der AG. Der Freefloat beläuft sich entspre-

chend auf 16 Prozent, soll aber im Rahmen der geplanten Kapitalerhöhung deutlich erweitert werden. Auch die operative Führung des Unternehmens liegt in den Händen der Gründer. Drei der derzeit vier Vorstände, namentlich der Vorstandspräsident Dr. Jörg Frehse, der Finanzvorstand Ralf Selke und der COO Michael Wagner, waren schon zuvor in der Geschäftsführung der GmbH aktiv, der vierte Gründer, Daniel Beringer, ist nach der Übernahme zusammen mit dem Hotelimmobilienspezialisten Christoph Härle und dem Asset-Management-Fachmann Karsten Müller-Uthoff in den Aufsichtsrat der AG eingezogen. Der vierte Vorstand, der Entrepreneur Andreas Empl, war zuvor seit 2015 Vorstand der Lifespot Capital AG und hatte eine maßgebliche Rolle in der Anbahnung und Umsetzung der Transaktion.



Quelle: Unternehmen

Zehn Hotels im Bestand

Aktuell umfasst das Portfolio neun Hotels mit zusammen knapp 2.000 Zimmern, von denen acht im Betrieb sind und eines noch in diesem Jahr eröffnen soll. Darüber hinaus wurden jüngst die Pacht- und Franchiseverträge für ein zehntes Hotel unterzeichnet, das sich derzeit aber noch im Bau befindet und erst Ende 2023 eröffnen soll. Vier der Hotels (Hamburg, Stuttgart, München und Wien) laufen unter der Premium-Lifestyle-Marke Le Méridien und eines unter der klassischen Premiummarke Sheraton (Düsseldorf Flughafen). Im letzten und in diesem Jahr kamen mit dem

Autograph Collection Hotel Luc am Berliner Gendarmenmarkt sowie mit dem JW Marriott Hotel in Frankfurt zwei Häuser der Luxusklasse hinzu. Auch das neuste Portfoliomitglied wird unter der Luxusmarke JW Marriott Hotel laufen. Es handelt sich dabei um den Neubau des traditionsreichen Hotels „Königshof“ am Karlsplatz in München, das nach aktueller Planung 108 Zimmer und Suiten sowie ein Dachrestaurant haben wird. Bereits für Mitte 2022 ist schließlich die Wiedereröffnung des Marriott Hotel Basel geplant.

Attraktives Franchise-Modell

Mit dem Franchise-Modell adressiert MHP eine attraktive Marktlücke, deren Existenz vor allem den Besonderheiten der internationalen und der US-Rechnungslegung geschuldet ist. Nach diesen müssen nämlich die Verbindlichkeiten, die sich aus langjährigen Pachtverträgen ergeben, gänzlich in der Bilanz abgebildet werden, was sich nachteilig auf den Verschuldungsgrad und die Eigenkapitalquote auswirkt. Deswegen ist das Pachten von Hotelimmobilien für Unternehmen, die nach diesen Standards bilanzieren, unattraktiv. Andererseits gibt es unter institutionellen Investoren ein großes Interesse an hochwertigen Hotelimmobilien, die sie aber in vielen Fällen nicht selbst betreiben dürfen. So ist es etwa Kapitalanlagegesellschaften (KAGs) untersagt, unternehmerisches Risiko zu tragen und Einkünfte aus operativer Tätigkeit zu beziehen. Als Lösung bietet sich die langjährige Verpachtung an, die für viele Jahre wiederkehrende Pachterträge ermöglicht. Da die Erfolgsaussichten einer Hotelimmobilie unter einer starken Marke naturgemäß größer sind, sind große Hotelketten für diese Konstruktion hochwillkommen. Mit der Positionierung als Pächter der Immobilien und Franchisenehmer der Ketten fungiert MHP als das Verbindungsstück zwischen den beiden Parteien, kann den Investoren den Wunsch nach einem markenstarken Pächter erfüllen und gleichzeitig den Franchisegebern attraktive Standortoptionen anbieten.

Partnerschaftliche Zusammenarbeit

Da sich MHP im Franchise-Modell auf bestehende Objekte konzentriert, die zuvor aus unterschiedlichsten Gründen nicht angemessen performt haben, ist

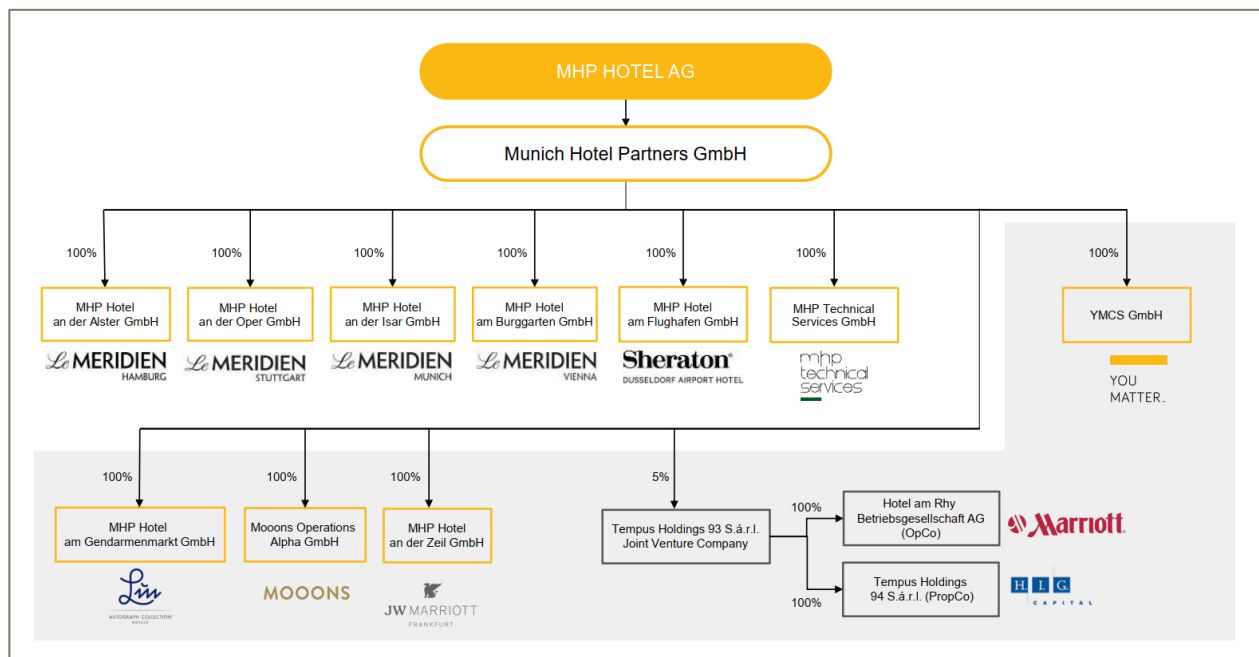
das Interesse der Immobilienbesitzer an einer Verbesserung der Bewirtschaftungsergebnisse und damit an einer Erhöhung des Immobilienwertes stark ausgeprägt. Dementsprechend tragen sie die Investitionskosten für die Neupositionierung der Immobilie, durch die stark erfolgsabhängige Ausgestaltung der Pachtverträge übernehmen sie zudem auch einen Teil des Betriebsrisikos. Auf der anderen Seite beteiligen sich auch die Franchisegeber in signifikanter Höhe an den Anlaufkosten der Hotels (so genanntes Key Money), darüber hinaus bekommt MHP in der Regel einen Standortschutz eingeräumt, der die Eröffnung weiterer Häuser der gleichen Marke in einem vorgegebenen Umkreis ausschließt.

Eigene Hotelmarke...

Seit dem letzten Jahr hat MHP das eigene Geschäftsmodell aber um zwei Aspekte erweitert. Davon betrifft der erste den Start einer eigenen Marke. Während die übrigen Hotels – wie zuvor ausgeführt – von MHP nämlich als Franchisenehmer unter Fremdmarken betrieben werden, ist das im November 2021 eröffnete Wiener MOOONS Hotel das erste unter einer eigenen Marke. Diese wurde zusammen mit der Betriebsgesellschaft des Hotels erworben, welches zuvor vom Altbesitzer konzipiert und fertiggestellt, aber aus internen und externen Gründen (vor allem die Pandemie) nie eröffnet wurde. Mit der neuen Marke positioniert sich MHP preislich unterhalb des im Franchise-Modell abgedeckten Upper Upscale Segments, weswegen eine Konkurrenzsituation zu den Partnern vermieden wird.

...und erstes Co-Investment

Eine andere Neuerung ist mit dem Marriott Hotel Basel verbunden, das derzeit umgebaut wird und noch 2022 eröffnet werden soll. Anders als bei den anderen Objekten, die sich im Besitz großer institutioneller Investoren (u.a. DEKA, Union Investment, DWS) befinden und bei denen MHP mit dem Hotelbetrieb lediglich Pächter ist, ist das Unternehmen an der Immobilie in Basel mittels eines Joint Venture (Tempus Holdings 93 S.á.r.l.) mit der Private Equity-Gesellschaft H.I.G. mit 5 Prozent beteiligt. Dieses Joint Venture hält seinerseits 100 Prozent sowohl an der Besitz- als auch an der Betriebsgesellschaft des Hotels.



Quelle: Unternehmen; noch ohne das im Bau befindliche JW Marriott in München

Von diesen erhält MHP für die Repositionierung und den anschließenden Betrieb eine fixe Gebühr, zusätzlich profitiert das Unternehmen als Miteigentümer des Hotels und der Betriebsgesellschaft anteilig an den Pacht- und Bewirtschaftungserträgen und an etwaigen Gewinnen aus dem späteren Verkauf der Immobilie.

Klare Konzernstruktur

Die Konzernstruktur der Gruppe ist von den zehn Betriebsgesellschaften der im Portfolio befindlichen Hotels geprägt. Mit einer Ausnahme – nämlich das Hotel in Basel, an dessen Betriebsgesellschaft MHP nur mittelbar (mit 5 Prozent) über das Joint Venture beteiligt ist – gehören alle Betriebsgesellschaften der Gruppe zu einhundert Prozent. Die börsennotierte AG als Konzernmutter fungiert derzeit als eine reine Holding, während die zentralen Funktionen wie Strategie, Personal, Konzernrechnungslegung und -Controlling sowie Finanzierung in der Munich Hotel Partners GmbH, der Obergesellschaft des bisherigen GmbH-Konzerns, angesiedelt sind. Mit der MHP Technical Services GmbH und der YMCS GmbH bestehen darüber hinaus zwei Spezialisten, die zentralisierbare hotelspezifische Dienstleistungen für die neun Betriebsgesellschaften der einzelnen Hotels erbringen. Bei der

MHP Technical Services GmbH handelt es sich vor allem um Bauingenieur-Leistungen für die Hotels, zudem kümmert sich die Gesellschaft um Themen wie die Aufzugstechnik und die IT der Hotels. Der zweite interne Dienstleister, YMCS GmbH, wurde erst im Zuge der Corona-Pandemie gegründet, um auch solche Leistungen wie Vertrieb, Marketing, Buchhaltung und Controlling der Hotels zu zentralisieren, womit eine sehr deutliche Kosteneinsparung erzielt werden konnte.

775 Mitarbeiter

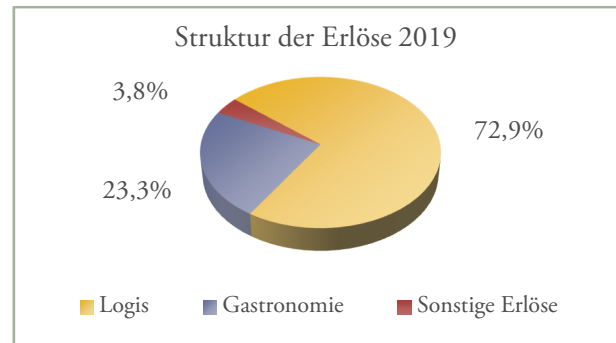
Die Mitarbeiterstruktur spiegelt die Konzernstruktur wider. Von den rund 775 Mitarbeitern, die das Unternehmen derzeit nach eigenen Angaben beschäftigt, sind lediglich acht in der Munich Hotel Partners GmbH aktiv (die Vorstände sind bei der AG angestellt, wofür diese eine Managementgebühr von der GmbH erhält). Weitere fast 50 sind in der YMCS und 12 in der Technik-Tochter beschäftigt, während das Gros der Mitarbeiter direkt in den Betriebsgesellschaften angestellt ist. In den großen Häusern reichen die Mitarbeiterzahlen bis in den dreistelligen Bereich hinein, wobei die Mitarbeiterzahl nicht nur eine Funktion der Zimmerzahl, sondern auch der Hotelkatego-

rie ist, weswegen das Wiener Hotel der eigenen MOOONS-Marke, die preislich deutlich unter den Franchise-Häusern liegt, mit lediglich 20 Mitarbeitern auskommt.

Wichtige Rolle für F&B

Die große Personalstärke der Hotels spiegelt auch die wichtige Rolle wider, die MHP dem F&B-Bereich (steht für Food & Beverages) für einen erfolgreichen Betrieb der Hotels einräumt. Die Neupositionierung der Bar und der Gastronomie ist ein wesentlicher Faktor in den Umbaukonzepten für die neu übernommenen Hotels, wobei MHP nicht nur auf eine hochklassige Küche achtet, sondern auch auf eine sehr hohe Aufenthalts- und Servicequalität. Unterstützt wird dies auch durch die eigene F&B-Marke Heritage. Wie der nachstehenden Abbildung zu entnehmen ist, stammen durch diese hohe Gewichtung des F&B-Angebotes fast ein Viertel der Einnahmen aus der Gas-

tronomie (Zahlen beziehen sich auf 2019, das letzte Vor-Corona-Jahr). Weitere knapp vier Prozent stammten aus den sonstigen Erlösen, wozu u.a. Parkgebühren, WLAN-Beiträge, nicht inklusive SPA-Zusatzleistungen und Ähnliches zählen.

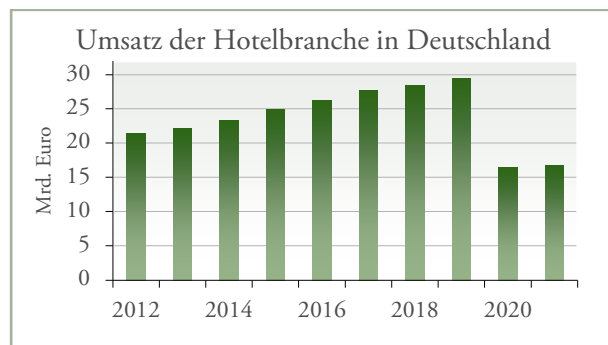


Quelle: Unternehmen

Marktumfeld

Robuste Aufwärtstrends bis 2019

Bis zum Ausbruch der Corona-Krise befand sich der deutsche Hotelmarkt in einem stabilen Aufwärtstrend. 2019 betrug das Umsatzwachstum 3,2 Prozent auf 29,4 Mrd. Euro. Hiervon entfielen auf das Segment der Hotels mit einem vollständigen Restaurantbetrieb, das 2019 über 12 Tsd. Betriebe umfasste, mehr als 23 Mrd. Euro. Auch die Zahlen der Gästeankünfte und Übernachtungen zeigten bis 2019 eine deutliche Aufwärtstendenz. So hat sich die Zahl der Ankünfte in Hotels mit Restaurantbetrieb zwischen 2009 und 2019 insgesamt um 44 Prozent auf 100,8 Mio. erhöht, während die Zahl der Übernachtungen um 41 Prozent 202 Mio. zunahm (Quelle: Statistisches Bundesamt).

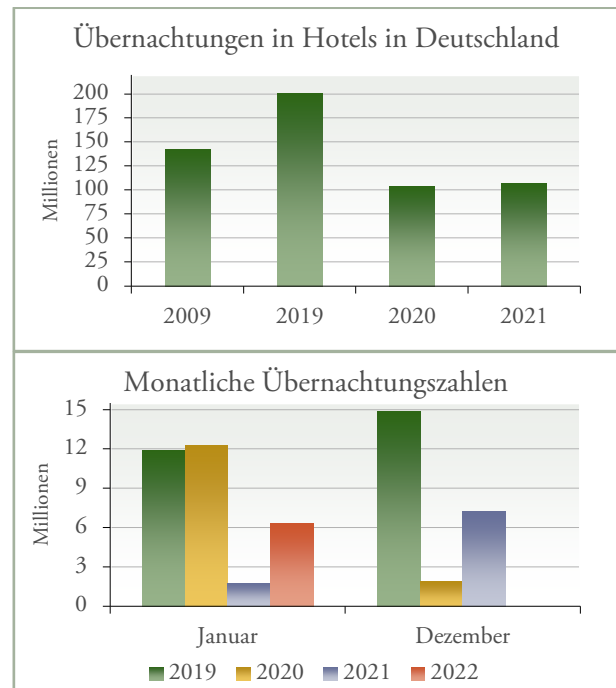


Quelle: DEHOGA/ Statistisches Bundesamt

Dramatischer Corona-Einbruch

Die positive Entwicklung wurde mit dem Ausbruch der Corona-Pandemie jäh unterbrochen. Die Zahl der Übernachtungen in den Hotels hat sich 2020 mehr als halbiert und auch 2021 nur unwesentlich, um 3 Prozent, erhöht. Damit konnte der Hotelmarkt, der stark von Geschäftsreisen, Messen etc. geprägt ist, weniger von der Erholung profitieren, die andere Beherbergungsarten wie etwa Camping, Ferienhäuser oder Ferienwohnungen bis in den Herbst 2021 verspürt haben. Der Umsatz im Hotelmarkt hat sich durch diesen Einbruch ebenfalls massiv reduziert. 2020 sanken die Branchenerlöse um 44 Prozent auf 16,5 Mrd.

Euro, auch 2021 blieben sie in dieser Größenordnung.



Quelle: Statistisches Bundesamt; nur Hotels mit vollständigem Restaurantbetrieb

Deutliche Erholung spürbar

Inzwischen ist im Markt allerdings eine deutliche Erholung spürbar, wenn auch die Vorkrisenwerte bisher noch in weiter Ferne liegen. Im Dezember 2021 lagen die Übernachtungszahlen in Hotels bei 7,3 Mio. und damit um 294 Prozent höher als ein Jahr zuvor, auch für den Januar 2022 wurde im Vorjahresvergleich ein Zuwachs um 265 Prozent auf 6,3 Mio. gemeldet. Zum Vorkrisenniveau besteht allerdings noch ein sehr großer Abstand, im Januar 2020 wurden 12,3 Mio. Übernachtungen und damit fast doppelt so viele gezählt. Die Umsatzzahlen, die allerdings nur für das gesamte Beherbergungsgewerbe vorliegen, zeigen ein ähnliches Muster: Nach Angaben des Statistischen Bundesamtes verzeichnete die Branche im Februar ein reales Umsatzplus von 6,5 Prozent gegenüber Januar

und 210 Prozent gegenüber Februar 2021. Gleichwohl lagen die Februar-Umsätze noch immer 41 Prozent unter dem Wert aus Februar 2020.

Weitere Erholung erwartet

Auch wenn der Abstand zum Vorkrisenniveau noch weit ist, erwarten die meisten Marktbeobachter, dass sich der Reisemarkt nach der Pandemie vollständig erholt und seinen Aufwärtstrend fortsetzt. Unter anderem geht Allied Market Research davon aus, dass sich der globale Markt für Luxushotels, den die Analysten aber sehr weit fassen (unter anderem sind darin Business- und Flughafenhotels enthalten, die zusammen rund 70 Prozent des Marktes ausmachen) von 95 Mrd. US-Dollar im Jahr 2020 deutlich erholen, zwischen 2022 und 2031 mit einer Durchschnittsrate (CAGR) von 5,1 Prozent wachsen und 2031 die Marke von 160 Mrd. US-Dollar überschreiten wird (Quelle: Allied Market Research: Luxury Hotel Market Research, 2031).

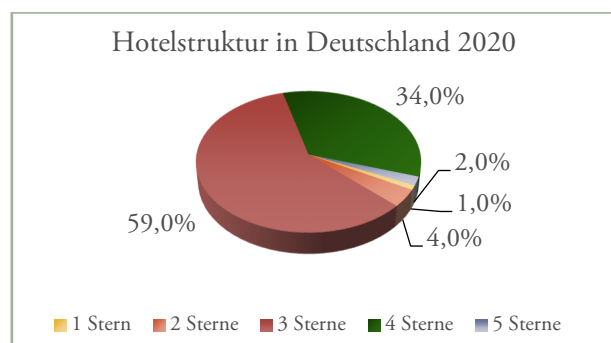
Deutliche Preissteigerungen

Ein wichtiger Wachstumstreiber dürften die steigenden Zimmerpreise sein, mit denen die Hotelbetreiber auf die inflationären Tendenzen bei den Lohnkosten und vielen Vorprodukten (Energie, Lebensmittel) reagieren. Dieser Prozess ist bereits zu beobachten. So lag die Kennzahl RevPar (Revenue per available Room), die eine auslastungsgewichtete Durchschnittsrate per angebotenem Zimmer angibt, in den USA im Dezember 2021 erstmals über dem Vorkrisenniveau (Quelle: CBRE Hotel Horizons, US-Lodging Forecast). Obwohl die Auslastung nach Einschätzung von CBRE auch noch dieses Jahr und 2023 leicht unter dem Niveau aus 2019 bleiben dürfte, erwarten die Marktanalysten für das Gesamtjahr 2022 schon einen RevPar-Durchschnittswert fast auf Vorkrisenhöhe und für das nächste Jahr eine deutliche Überschreitung. Für Deutschland zeichnet sich eine vergleichbare Entwicklung ab, die allerdings etwas verzögert ablaufen dürfte (Quelle: JLL, Global Hotel Investment Outlook). In Teilbereichen des Marktes ist dies bereits zu beobachten, so etwa lagen nach Auswertungen des Reiseportals Reisetopia die Zimmerpreise in deutschen Luxushotels im zweiten Halbjahr 2021 um 20 Prozent über dem zweiten Halbjahr

2020, was vor allem mit der eingeschränkten Personalverfügbarkeit begründet wird.

Marktkonsolidierung erwartet

Durch die umfangreichen Staatshilfen hat sich die Anzahl der Hotels im Zuge der Corona-Pandemie noch nicht spürbar reduziert, die amtliche Statistik weist für Dezember 2021 mit 12,8 Tsd. Hotelunternehmen (mit vollständigem Restaurantbetrieb) nur 2 Prozent weniger als für Dezember 2019 aus. Allerdings wird erwartet, dass die Pandemie den Konsolidierungstrend in der Branche deutlich beschleunigen wird, weil große, finanzstarke Ketten über mehr Möglichkeiten verfügen, den Restart erfolgreich zu gestalten. Dazu gehören größere Finanzierungsmittel für die laufende Modernisierung der Hotels, die große Vertriebs- und Marketingpower und nicht zuletzt die Treueprogramme, mit denen die Gäste an die Marke gebunden werden können. Aktuell ist der Anteil großer Ketten wie Marriott, ITC, Accor, Hilton, Belmond oder Hyatt am deutschen Hotelmarkt im internationalen Vergleich noch relativ moderat, nach Einschätzung von reisetopia.de dürfte er insgesamt etwas oberhalb von 20 Prozent und bei Luxushotels bei etwa der Hälfte liegen, doch eine Entwicklung in Richtung der amerikanischen Verhältnisse, wo die großen Hotelketten inzwischen über 90 Prozent Marktanteil haben (Quelle: reisetopia.de), gilt auch hierzulande als wahrscheinlich.



Quelle: Colliers International Hotel: Marktbericht 2020 Hotel / Deutschland

Kleines Luxussegment

Die Aufteilung des deutschen Marktes auf die einzelnen Hotelkategorien ist von den Häusern der Mittel-

klasse geprägt. Nach Angaben von Colliers International entfielen 2020 rd. 59 Prozent aller Hotels auf die Drei- und weitere 34 Prozent auf die Viersternekategorie. Der Luxusklasse (5 Sterne) waren 2020 lediglich 2 Prozent aller Hotels in Deutschland zugeordnet, womit sich aber ihr Anteil seit 2017 verdoppelt hat. Angesichts trendmäßig steigender Einkommen ist eine Fortsetzung dieses Anstiegs auch für die Zukunft zu erwarten, wobei gerade in dem Segment eine starke Individualisierung der Hotels eine zentrale

Rolle spielt. Dies spiegelt sich auch in der Strategie der großen Ketten wider, die das Luxussegment zunehmend mit Labels adressieren, bei denen die Individualität des Hotels in den Vordergrund gerückt wird und die Kettenzugehörigkeit in den Hintergrund tritt. Damit ist es auch leichter, etablierte und traditionsreiche Häuser zu übernehmen. Ein Paradebeispiel dafür ist das von MHP betriebene Hotel Luc am Gendarmenmarkt in Berlin, welches von Marriott in der Linie Autograph Luxury Collection geführt wird.

Strategie

Partnerschaftliches Franchise-Modell

Die zentrale Säule der MHP-Strategie ist die Positionierung als Bindeglied zwischen den Besitzern der Hotelimmobilien, die sich für ihre Objekte starke Betreiber unter erfolgreichen Marken wünschen, und den großen Hotelketten, die zwar Interesse an den attraktiven Standorten haben, aber wegen ihrer Rechnungslegungsvorschriften nicht selbst als Pächter fungieren können. Mit dem Einstieg von MHP als Pächter und Franchisenehmer bietet sich eine Konstellation, von der alle drei Parteien profitieren. MHP unterstützt den partnerschaftlichen Charakter durch eine hohe Transparenz der eigenen Bücher, so dass die Partner jederzeit einen Überblick über die Performance der Hotels haben.

Konzentration auf Bestandsobjekte in Top-Innenstadtlagen

MHP konzentriert sich auf Objekte in Top-Innenstadtlagen und nimmt grundsätzlich nur Bestandshotels in das eigene Portfolio auf, die bereits seit Längerem im Markt sind und deren vergangene Performance überprüfbar ist. In der Regel weisen die Hotels vor dem Einstieg Bewirtschaftungsdefizite auf, deren Ursachen von MHP analysiert und im Zuge der Neupositionierung beseitigt werden. Neben der Umfirmierung und der baulichen Änderung und Modernisierung gehört dazu oft die Neuaufstellung des F&B-Bereiches. Durch die Konzentration auf schlecht laufende Hotels ist die Bereitschaft der Immobilienbesitzer, für eine Neupositionierung finanziell in Vorleistung zu gehen, entsprechend stark ausgeprägt. Auch können durch die Orientierung an den Vergangenheitszahlen die Worst-Case-Szenarien als Basis für die Bemessung der Mindestpacht zuverlässiger abgeschätzt werden.

Fokus auf Premiumsegment

Weitere Festlegungen betreffen die Konzentration auf das Premiumsegment und dessen drei Untersegmente Upscale, Upper Upscale und Luxury. Vor allem im

Luxus-Bereich, in dem zuletzt drei Hotels für das Portfolio akquiriert wurden, adressiert MHP damit einen Marktausschnitt mit einer in den letzten Jahren (vor Corona) überdurchschnittlichen Dynamik und dazu mit einer deutlich weniger ausgeprägten Preissensitivität und einer überschaubaren Angebotsvielfalt. Entsprechend dieser Positionierung räumt MHP der Qualität des eigenen Angebotes eine zentrale Rolle ein. Diese soll unter anderem durch ein modernes und gepflegtes Erscheinungsbild der Hotels sowie durch eine hohe Servicequalität erreicht werden, was MHP durch die systematische Erhebung von Aspekten wie Kundenzufriedenheit, Internet-Bewertungen und Anteil wiederkehrender Gäste laufend beobachtet.

F&B als Unterscheidungsmerkmal

Gerade für das Qualitätsversprechen spielt auch ein attraktives F&B-Angebot eine wichtige Rolle, MHP sieht das hochwertige Angebot in diesem Bereich als ein Aushängeschild der Hotels und damit als ein zentrales Differenzierungsmerkmal im Wettbewerb. Obwohl der Restaurant-Betrieb an sich in der Regel nur unterdurchschnittliche Margen abwirft, erhöht er im Erfolgsfall die Aufenthaltsqualität für die Gäste, wobei MHP bei der Konzeption der Hotels darauf achtet, dass der Bereich auch für Gäste von außerhalb des Hotels direkt „von der Straße“ begehbar ist und sich damit in das gastronomische Angebot der Stadt einfügt. Damit kann die Auslastung verbessert werden, was die Aufrechterhaltung eines umfangreichen Angebots erleichtert und darüber hinaus mit der Vorzugsbehandlung bei der Tischreservierung für die Hotelgäste ein zusätzliches Buchungsargument liefern kann.

Marge vor Auslastung

Auf der Grundlage der Positionierung im Premium- und Luxussegment und des hohen Qualitätsanspruchs verfolgt MHP eine Hochpreisstrategie. Vor der Corona-Krise galt das Unternehmen in der Vergleichsgruppe auch als der „Ratenkönig“, also als der-

jenige Anbieter, der im Durchschnitt des Portfolios die höchsten Zimmerpreise durchsetzen konnte. MHP verteidigt seine Preise im Zweifelsfall auch bewusst zu Lasten der Auslastung, weil diese auch mit steigenden Kosten und – ab einer bestimmten Höhe – mit der Gefahr von abnehmender Kundenzufriedenheit (z.B. im SPA-Bereich, beim Frühstück oder auch hinsichtlich der Zimmerverfügbarkeit für Spontanbuchungen oder der Servicegeschwindigkeit) einhergehen kann. Demgegenüber wirken sich höhere Zimmerpreise eins zu eins direkt im Ergebnis aus.

Stärkere Synergienutzung

Einen weiteren Margentreiber sieht das Unternehmen in einer stärkeren Nutzung der gruppenübergreifenden Synergien. Diesbezüglich wurden in den letzten zwei Jahren bereits große Fortschritte erzielt, als in Reaktion auf die Corona-Krise zahlreiche Funktionen unter dem Dach der YMCS GmbH zentralisiert und damit erhebliche Einsparungen erzielt wurden, doch MHP sieht weiteres Potenzial zum Beispiel im Einkauf oder im Ausbau des gruppenweiten Key Account Managements.

Personalpolitik mit hohem Stellenwert

Auch die Personalakquise und -entwicklung sind zentralisiert, wobei MHP trotzdem auf eine regelmäßige und häufige Vor-Ort-Präsenz der Personalverantwortlichen achtet. Auch sonst misst das Unternehmen dem Thema eine große Bedeutung bei, die bereits in der Umbauphase der Hotels in einer attraktiven Ausgestaltung der Mitarbeiterräumlichkeiten (z.B. Mitarbeiterrestaurants) zum Ausdruck kommt. Auch den Betrieb der Hotelrestaurants sieht MHP als ein wichtiges Instrument der Mitarbeiterbindung, weil dieser im Erfolgsfall für eine stärkere Identifikation mit dem Hotel sorgt und zudem den Servicekräften eine attraktive Quelle für Trinkgelder bietet. Mit dieser Personalpolitik sieht sich MHP in dem derzeit vom Fachkräftemangel gekennzeichneten Arbeitsmarkt für Hotels und Gastronomie gut gewappnet und berichtet von der Abwesenheit größerer Besetzungs- oder Fluktuationsprobleme.

Wachstum durch weitere Standorte

Das bisherige Wachstum der Gruppe war getrieben von der laufenden Erweiterung des Standortportfolios durch den Abschluss weiterer Franchise-Verträge. Obwohl in den nächsten Quartalen auch die erwartete schrittweise Normalisierung der Reisetätigkeit für deutliche Wachstumseffekte sorgen sollte, stellt die Portfolioerweiterung auch für die Zukunft die zentrale Stoßrichtung für weiteres Umsatzwachstum dar. Mit der inzwischen erlangten Expertise und den etablierten und bewährten Strukturen und Prozessen für die Neupositionierung bestehender Hotels kann MHP weitere Standorte schnell und mit einem hohen Maß an Planungssicherheit ins Portfolio aufnehmen, gleichzeitig sorgt der überzeugende Track-Record erfolgreicher Neupositionierungen für ein gutes Standing bei potenziellen Franchisegebern wie auch bei den institutionellen Immobilienbesitzern. Geographisch sieht das Unternehmen noch großes Expansionspotenzial, auch die Ausweitung des Franchise-Konzepts auf andere Ketten außerhalb des Marriott-Konzerns bietet noch weitere Chancen.

Synergetische Geschäftsmodellerweiterung

Um die vorhandene Expertise und die Strukturen noch stärker zu nutzen und auch Opportunitäten ergreifen zu können, die mit dem bisherigen Modell nicht umsetzbar waren, hat MHP das Geschäftsmodell im letzten Jahr um zwei Aspekte erweitert. Neben dem Start der eigenen Marke MOOONS, mit der MHP auch ein niedrigeres Preissegment des Hotelmarktes adressiert, bietet vor allem der Einstieg in das Co-Investment zusätzliche Chancen. Damit kann sich MHP nämlich auch als „Problemlöser“ für Hotelbesitzer aufstellen, die ihre Immobilie nicht nur neu positionieren, sondern gleich veräußern wollen, wodurch die Bandbreite der für MHP erreichbaren Projekte größer wird. Gleichzeitig bietet das Co-Investment-Konzept im Erfolgsfall einen hohen Hebel auf das eingesetzte Eigenkapital und kann damit signifikant zur weiteren Verbesserung der Profitabilität beitragen.

Finanzen

Reverse Takeover prägt AG-Bilanz

Da es sich bei der Konzernmutter, der MHP Hotel AG, bis zum Vollzug der Übernahme des MHP-Konzerns nur um einen leeren Börsenmantel handelte, spiegelt deren Bilanz zum 31.12.2021 vor allem diese Transaktion wider. Ein eigenes operatives Geschäft gab es 2021 nicht, der geringe Jahresfehlbetrag von -0,16 Mio. Euro ist auf die nicht aktivierbaren Transaktionskosten der Übernahme zurückzuführen. Das Eigenkapital, das ein Jahr zuvor noch leicht negativ war, hat sich durch die Einbringung der Munich Hotel Partners GmbH und deren Töchter auf 55,8 Mio. Euro erhöht. Zusätzlich enthält die Passivseite der Bilanz Verbindlichkeiten von 10,6 Mio. Euro, die bis auf 0,3 Mio. Euro aus den Earn-out-Verpflichtungen gegenüber den Altbesitzern der Munich Hotel Partners GmbH bestehen. Hiervon sollen 6 Mio. Euro bar und 4,6 Mio. Euro in weiteren Aktien beglichen werden. Insgesamt beläuft sich die Bilanzsumme somit auf rund 66 Mio. Euro, die auf der Asset-Seite nahezu vollständig durch den Beteiligungswert an der Munich Hotel Partners GmbH abgebildet wird.

Umsatz durch Corona gedrittelt

Für die Beurteilung der bisherigen Performance der MHP-Gruppe sind deswegen die Konzernabschlüsse der Munich Hotel Partners GmbH heranzuziehen. Dies gilt auch für das abgelaufene Jahr, weil eine Konsolidierung auf der Ebene der AG voraussichtlich erst für das Geschäftsjahr 2022 vorgenommen wird. Der Blick auf die Zahlen 2017 bis 2021 (der Wert für 2021 ist noch vorläufig) zeigt einen massiven Einbruch infolge der Corona-Pandemie. Konnten die Erlöse in den drei Jahren zuvor moderat auf den bisherigen Rekordwert von 111,1 Mio. Euro im Jahr 2019 gesteigert werden, waren es in den beiden Corona-Jahren nur 34,4 resp. 33,3 Mio. Euro. Der leichte Umsatzrückgang im letzten Jahr war allerdings dem Abgang eines Hotels aus dem Portfolio (Méridden in Frankfurt infolge eines Besitzerwechsels) geschuldet, während die übrigen Häuser ihre Auslastung und die Umsätze geringfügig steigern konnten.



Quelle: Unternehmen; * vorläufig

Massive Kostensenkungen...

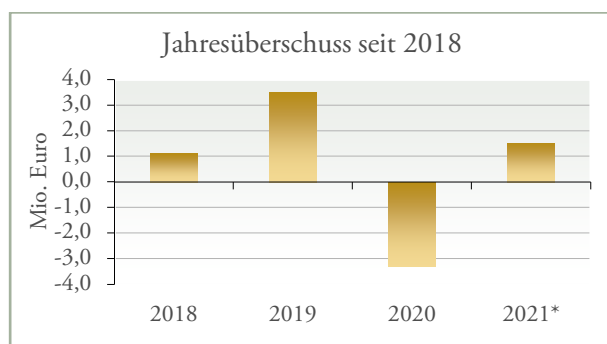
MHP reagierte mit massiven Kostensenkungen und nutzte dafür auch alle Spielräume, die der Staat ermöglicht hat. Der Materialaufwand, in den Positionen wie Pachten, fremde Löhne und Gehälter, Franchise-Gebühren, Verbrauchsmaterial, Reinigung und Reservierungsgebühren einfließen, und der sich 2019 auf 55,2 Mio. Euro belaufen hatte (gleichbedeutend mit einer Materialaufwandsquote von fast 50 Prozent), konnte 2020 um 49 Prozent auf 27,9 Mio. Euro reduziert werden, wovon fast zwei Drittel auf die Pachten entfielen (2019 betrug deren Anteil am Materialaufwand 46 Prozent). Noch etwas stärker wurde der Personalaufwand gesenkt, der um 52 Prozent auf 15,1 Mio. Euro abgenommen hat. Dazu beigetragen hat auch die Verkleinerung der Mitarbeiterzahl um 17 Prozent, vor allem aber die umfassende Nutzung der Kurzarbeit. Schließlich wurden die sonstigen betrieblichen Aufwendungen um mehr als ein Drittel auf 14,7 Mio. Euro reduziert, wozu Einsparungen an zahlreichen auslastungsabhängigen Stellen (u.a. Reisebürokommissionen, Ersatzbeschaffungen, Kreditkartengebühren etc.) beigetragen haben. Gegen den Trend sogar minimal erhöht hat MHP hingegen die Ausgaben für die Wartungsarbeiten, um den teilweisen Stillstand der Hotels für ohnehin anstehende Arbeiten zu nutzen.

... und Corona-Hilfen

Notfallmaßnahmen hatten auch direkten Einfluss auf die Einnahmen. Zu diesen gehörten vor allem die staatlichen Corona-Hilfen in Deutschland und Österreich, die das Unternehmen für das Jahr 2020 auf 12,7 Mio. Euro beziffert. Darüber hinaus konnten mit den Franchisegebern Vertragsanpassungen erreicht werden, wodurch deren Zahlungen, die MHP als Anlaufhilfen zur Eröffnung der Hotels (das sogenannte Key Money) bekommt und die früher über die Vertragslaufzeit (in der Regel 20 Jahre) abzugrenzen waren, 2020 für einen Teil der Hotels ertragswirksam verbucht werden konnten. Maßgeblich durch diese zwei Effekte haben sich die sonstigen betrieblichen Erträge im Jahr 2020 gegenüber 2019 um über 400 Prozent auf 20,7 Mio. Euro vervierfacht.

2021 wieder positiv

All diese Maßnahmen und Hilfen haben zwar nicht ausgereicht, um 2020 das Abrutschen in die roten Zahlen zu verhindern, allerdings konnte der Konzernverlust auf – angesichts der Dramatik des Geschäftseinbruchs – moderate 3,3 Mio. Euro begrenzt werden. Und bereits letztes Jahr konnte MHP vorläufigen Zahlen zufolge in die Gewinnzone zurückkehren und einen Jahresüberschuss von 1,5 Mio. Euro ausweisen. In welchem Umfang dazu weitere Kostensenkungen, Corona-Hilfen und die Hebung stiller Reserven beigetragen haben, wurde noch nicht veröffentlicht.



Quelle: Unternehmen; * vorläufig

Hohe stille Reserven

Bezüglich der Letzteren bietet die Bilanz noch großes Potenzial, weil die Möglichkeit, die sehr langlaufenden Pachtverträge zu bewerten und zu aktivieren, in

der Vergangenheit nur für ein Hotel genutzt wurde. Allein diese eine Position stand Ende 2020 noch mit fast 1,6 Mio. Euro (als immaterieller Vermögensgegenstand) in den Büchern, obwohl sie seit 2017 mit rund 0,5 Mio. Euro pro Jahr planmäßig abgeschrieben wird. Bezogen auf das gesamte Portfolio dürften die stillen Reserven im Zusammenhang mit der Aktivierungsmöglichkeit der Pachtverträge daher deutlich im zweistelligen Millionenbereich liegen.

Negatives Eigenkapital

Durch diese hohen stillen Reserven relativiert sich auch das negative Konzerneigenkapital, das sich Ende 2020 auf 5,9 Mio. Euro belief und letztes Jahr dank des Jahresüberschusses ceteris paribus um 1,5 Mio. Euro auf 4,4 Mio. Euro abgenommen haben dürfte (die GmbH selbst hatte Ende 2020 ein positives Eigenkapital von 1,3 Mio. Euro). Auf Nachfrage begründet das Unternehmen die Existenz des negativen Eigenkapitals mit der geschäftsmodellimmanenten Konzentration auf die Übernahme schlecht laufender Hotels, die zum Zeitpunkt des Einstiegs und in der Repositionierungsphase oft Defizite erwirtschaften, die erst nach einer gewissen Anlaufzeit in Überschüsse umgewandelt werden. Speziell zur Abfederung der Anlaufphase erhält MHP zwar das Key Money vom Franchise-Geber, von dem aber aufgrund der Vertragsvorschriften 2019 und auch 2020 ein signifikanter Teil noch nicht ertragswirksam verbucht werden konnte (2021 dürfte diese Position gänzlich ertragswirksam aufgelöst worden sein). Doch selbst ohne die Hebung dieser Ertragsreserven wäre das Konzerneigenkapital ohne Corona bei Fortrechnung der damaligen Trends 2020 klar ins Plus gewechselt.

Nettoliquidität

Dass die Betrachtung des Konzerneigenkapitals einen falschen Eindruck von der Verfassung der Gesellschaft vor Corona vermittelt, zeigt auch die Tatsache, dass MHP bis 2020, als sie zur Abwehr möglicher Liquiditätsrisiken einen KfW-gesicherten Kredit in Höhe von 10 Mio. Euro bekommen hat, ohne Bankkredite ausgekommen war. Der größte Posten in der Bilanz aus 2019 war die Liquidität, die sich auf 17,4 Mio. Euro oder 55 Prozent der Bilanzsumme belaufen hatte (davon waren etwas mehr als 7 Mio. Euro als angesparte

FF&E-Rücklage (Furniture, Fixture and Equipment) zweckgebunden bzw. als Sicherheiten verpfändet). Ende 2020 verfügte MHP wegen des Corona-bedingt negativen Free-Cashflows von -12,7 Mio. Euro einerseits und der Inanspruchnahme des oben genannten Kredits andererseits noch über eine Konzernliquidität in Höhe von 10,5 Mio. Euro, die sich vorläufigen Zahlen zufolge im Jahresverlauf 2021 weiter auf 12,6 Mio. Euro erhöht hat.

Geringer laufender Finanzierungsbedarf

Das Geschäftsmodell von MHP weist eine sehr niedrige Kapitalintensität auf. Da das Unternehmen lediglich Pächter der Immobilien inkl. des gesamten Inventars der Hotels ist, bewegen sich die gesamten Sachanlagen in der Konzernbilanz deutlich unterhalb von 0,5 Mio. Euro. Auch das Vorratsvermögen und die Forderungen sind niedrig, kumuliert beliefen sie sich in den beiden letzten Vor-Corona-Jahren auf lediglich 4,0 bzw. 4,5 Prozent der jeweiligen Umsätze. Da MHP auf der anderen Seite einen hohen Anteil an Vorauszahlungen erhält und gegenüber den Lieferanten übliche Zahlungsziele nutzt, arbeitet das Unternehmen in normalen Jahren sogar mit einem negativen Working Capital.

Hohe außerbilanzielle Verpflichtungen

Die schlanke Struktur wird durch die fehlende Passivierungspflicht des HGB für die zu erwartenden Zahlungen, die sich aus den langjährigen Pachtverträgen in Zukunft ergeben werden, ermöglicht. Anders als beispielsweise nach IFRS, genügt es nach HGB, diese Verpflichtungen im Anhang als sonstige finanzielle Verpflichtungen anzugeben. Ende 2020 beliefen sich diese für den HGB-Konzern auf 615 Mio. Euro, darüber hinaus bestanden zu dem Zeitpunkt vertragliche Verpflichtungen für künftige laufende Instandhaltungsmaßnahmen, für die MHP laufend eine umsatzabhängige Reserve bildet, in Höhe von 73 Mio. Euro.

Kapitalerhöhung geplant

Dass MHP trotz der geringen laufenden Finanzierungsanforderungen und der komfortabel anmutenden Liquidität zum Jahreswechsel dennoch für das zweite Quartal eine Bezugsrechtskapitalerhöhung an-

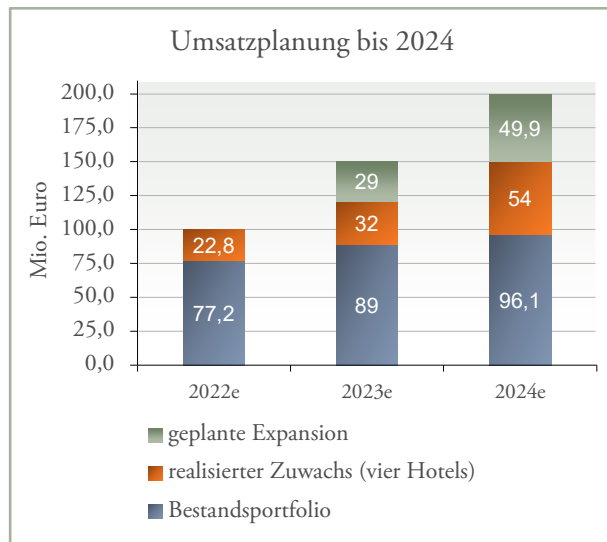
gekündigt hat, liegt vor allem an dem letztjährigen Reverse Takeover, da die Barkomponente des Kaufpreises (6 Mio. Euro) noch zu begleichen ist. Rechnerisch würde dafür zwar die vorhandene Liquidität ausreichen, allerdings ist diese teilweise zweckgebunden bzw. verpfändet, auch dürfte MHP derzeit noch defizitär und damit cash-negativ arbeiten. Die genauen Konditionen der geplanten Kapitalerhöhung stehen noch nicht fest, nach bisheriger Planung (HV der Lifespot Capital AG am 01.10.2021) sollen mit ihr in etwa die 6 Mio. Euro aufgebracht werden, die für die Zahlung des Kaufpreises benötigt werden.

Deutliches Wachstum absehbar

Ob bereits dieses Jahr die operative Rückkehr in den cash-positiven Bereich gelingt, bleibt abzuwarten. MHP berichtet zwar von einer spürbaren Normalisierung der Situation und von einer sehr hohen Nachfrage bei Veranstaltungsbuchungen, räumt aber auf Nachfrage auch ein, dass aktuell im Schnitt des Portfolios die Breakeven-Schwelle noch nicht nachhaltig überschritten wurde. Dies soll aber in den kommenden Wochen passieren, weswegen der Vorstand für dieses Jahr von einem sehr hohen Wachstum und einem eindeutig positiven EBITDA ausgeht. Konkret erwartet das Unternehmen für 2022 einen Umsatz von 90 bis 100 Mio. Euro (womit die Prognose aus dem Herbst am unteren Ende um 10 Mio. Euro angehoben wurde) und ein EBITDA zwischen 2 und 7 Mio. Euro. Die Prognose enthält sowohl die Erwartung einer deutlichen Erholung für das bestehende Portfolio (fast 140 Prozent auf 77 Mio. Euro) als auch den erstmaligen Beitrag der vier neuen Hotels, die seit dem Herbst 2021 neu dazugekommen sind (MOOONS Hotel in Wien, Luc in Berlin, JW Marriott Frankfurt und das Co-Investment Marriott in Basel). Deren erwarteten Umsatzbeitrag für 2022 beziffert MHP auf 22,8 Mio. Euro (am oberen Ende der Prognosespanne), wobei aus dem Hotel in Basel, das im Sommer eröffnen soll und an dessen Betriebsgesellschaft MHP nur eine Minderheitsbeteiligung hält, lediglich die Gebühren für die Neupositionierung und für das Management in diese Zahlen einfließen.

Weitere Portfolioexpansion

Die weitere Normalisierung der Reisetätigkeit, der erstmals ganzjährige Beitrag der neuen Hotels und deren fortschreitende Anlaufphase sowie die Neueröffnung des „Königshof“ in München sollen 2023 und 2024 für weitere deutliche Zuwächse sorgen, so dass bis 2024 auf der Grundlage der heute im Portfolio befindlichen Hotels ein Umsatzzanstieg auf 150 Mio. Euro in Aussicht gestellt wird. Gleichzeitig will MHP aber das Portfolio weiter ausbauen und weitere Hotels akquirieren. Für das nächste Jahr plant das Unternehmen die Eröffnung eines weiteren MOOONS-Hotels und eines weiteren Objekts im Franchise-Modell, 2024 sollen bis zu fünf weitere Häuser dazukommen, wobei zahlenmäßig der Schwerpunkt bei MOOONS liegen dürfte. Unter Berücksichtigung der zu erwartenden Beiträge dieser neuen Hotels traut sich MHP zu, schon 2023 einen Konzernumsatz zwischen 135 und 150 Mio. Euro zu erzielen und diesen 2024 auf 180 bis 200 Mio. Euro zu steigern.



Quelle: Unternehmen; jeweils das obere Ende der Prognose

Deutliche Skaleneffekte und Luxuseffekt

Mit dem Umsatzwachstum soll sich auch die Profitabilität deutlich verbessern. Nach der für dieses Jahr angestrebten Rückkehr in die Pluszone (EBITDA zwischen 2 und 7 Mio. Euro) will MHP das operative Ergebnis bis 2024 auf 15,5 bis 18 Mio. Euro kräftig verbessern, womit sich die Konzern-EBITDA-Marge auf 8,6 bis 9,0 Prozent belaufen würde. Damit würde sie fast beim Doppelten des Wertes aus dem letzten Vor-Corona-Jahr (4,9 Prozent) liegen. Ermöglicht werden soll das vor allem durch spürbare Skaleneffekte bei den Overhead-Kosten, für die die Planung zwischen 2022 und 2024 ein konstantes Niveau von 1,5 Mio. Euro ansetzt. Darin dürfte sich die Zentralisierung vieler Funktionen im Zuge der Corona-Krise nun erneut auszahlen. Darüber hinaus sorgt das Hotel in Basel, von dem nicht der gesamte Umsatz, sondern lediglich die auf MHP entfallende Management-Fee in die Konzernzahlen einfließt, für einen rechnerischen Margenanstieg. Schließlich umfasst das aktuelle Portfolio mit Luc in Berlin, JW Marriott in Frankfurt und dem Königshof in München (ab Ende 2023) nun auch drei Häuser der Luxuskategorie, mit denen spürbar höhere Durchschnittsmargen erzielbar sind. Einen ähnlichen Effekt auf die Konzernmarge hat der Ausbau der Aktivitäten unter der eigenen Marke MOOONS, weil hier die Franchisegebühr entfällt.

Equity-Story

Börsenmantel mit neuem Leben

Die MHP Hotel AG in ihrer heutigen Form ist erst im letzten Jahr durch die Einbringung der MHP-Gruppe in einen börsennotierten Mantel und dessen Umfirmierung entstanden. Dementsprechend handelt es sich bei dem Unternehmen de facto um einen Börsenneuling, doch operativ ist die Gruppe bereits seit 2012 in ihrem Geschäft erfolgreich aktiv, verfügt über ein bewährtes Geschäftsmodell und über eine gefestigte Marktposition.

Gründer im Aktionariat und Vorstand

Nach dem Reverse-IPO liegt mit 84 Prozent die große Mehrheit der Anteile in den Händen der vier Gründer, die das Unternehmen seit 2012 aufgebaut und erfolgreich geführt haben. Drei der vier Gründer sind darüber hinaus derzeit im Vorstand vertreten, so dass abseits der veränderten Konzernstruktur die personelle Kontinuität sichergestellt ist und die Gesellschaft weiterhin unmittelbar die Erfahrung und Kontakte der prägenden Personen nutzen kann.

Attraktive Marktnische

Das Kerngeschäft besteht in der Pacht und dem Betrieb von Premium- und Luxushotels als Franchisenehmer namhafter, internationaler Hotelketten, wobei derzeit ausschließlich Marken des Marriott-Konzerns dazuzählen. Mit dieser Positionierung agiert MHP als Bindeglied zwischen den Immobilienbesitzern, die ein ausgesprochenes Interesse an finanzstarken und renommierten Mietern für ihre Objekte haben, und den Hotelketten, die aufgrund der amerikanischen und internationalen Rechnungslegungsvorschriften nicht in der Lage sind, auf eigene Rechnung langjährige Pachtverträge abzuschließen. Um die eigenen Risiken zu minimieren, steigt MHP allerdings nur in bereits bestehende Hotels ein, die sich bereits an ihren Standorten bewährt haben, aus unterschiedlichsten Gründen aber eine Neupositionierung benötigen.

Überzeugender Track-Record

Seit der Übernahme des ersten Hotels im Jahr 2013 konnte MHP das Portfolio schrittweise auf inzwischen neun ausbauen. Dabei beansprucht das Unternehmen für sich, die Repositionierung der Hotels bislang in allen Fällen erfolgreich bewältigt zu haben. Im letzten Jahr vor der Corona-Krise machte sich diese erfolgreiche Entwicklung in einem Umsatz von 111 Mio. Euro und einem Vorsteuergewinn von 4,7 Mio. Euro bemerkbar.

Corona-Krise gut überstanden

Der Ausbruch der Corona-Pandemie und der damit verbundene massive Einbruch der Reisetätigkeit bedingten für 2020 und 2021 einen sehr starken Umsatzrückgang, auf den das Unternehmen mit deutlichen Kostensenkungen reagiert hat. Durch diese und mit Hilfe der Unterstützungen seitens des Staates und der Geschäftspartner konnte der Verlust im Jahr 2020 auf -3,3 Mio. Euro begrenzt werden, 2021 ist vorläufigen Zahlen zufolge sogar die Rückkehr in die Gewinnzone gelungen.

Antizyklische Expansion in der Krise

Darüber hinaus hat das Unternehmen die Branchenkrisis für eine beschleunigte Expansion genutzt und das Portfolio um fünf Hotels in Wien, Berlin, Frankfurt, Basel und München erweitert, von denen die ersten drei nach der erfolgreichen Neupositionierung bereits in den letzten Monaten den Betrieb aufgenommen haben. Mit den Häusern in Berlin, Frankfurt und München ist MHP zudem der Einstieg in das Luxus-Segment gelungen, was für die Zukunft ein höheres Margenpotenzial verspricht.

Geschäftsmodell erweitert

Die Expansion betraf aber nicht nur die zahlenmäßige Erweiterung des Portfolios und den Einstieg in das Luxussegment, sondern auch zwei inhaltliche Erweiterungen des Geschäftsmodells, mit denen MHP zusätzliche Opportunitäten im Markt nutzen und im er-

folgsfall auch das Margenpotenzial erhöhen kann. Die erste Erweiterung betrifft den Start der eigenen Marke MOOONS (mit dem ersten MOOONS-Hotel in Wien), mit der sich das Unternehmen erstmals außerhalb des Franchisemodells bewegt und ein Marktsegment unterhalb der Premium-Klasse adressiert. Die zweite Erweiterung betrifft das eigene Engagement als Co-Investor, das erstmals bei dem Objekt in Basel eingegangen wurde. Neben den damit einhergehenden Chancen aus der Wertsteigerung der Immobilien kann MHP auf diese Weise die Auswahl der Hotels künftig auch auf Objekte mit ungeklärten Eigentumsituationen erweitern.

Kräftiges Wachstum gesichert

Die Kombination aus der schrittweisen Normalisierung der Reisetätigkeit und dem erstmaligen Beitrag der neuen Hotels soll dieses Jahr nach Einschätzung des Vorstands eine Umsatzverdreifachung auf 90 bis 100 Mio. Euro ermöglichen. Bei einer normalen Auslastung auf dem Niveau von 2019 bietet das aktuelle Portfolio ein Umsatzpotenzial von etwa 150 Mio. Euro, welches MHP in zwei Jahren erreichen will.

Weitere Portfolioerweiterung

Darüber hinaus sollen schrittweise weitere Hotels ins Portfolio aufgenommen werden, wobei MHP die zahlenmäßig stärksten Zuwächse im Geschäft mit der Eigenmarke MOOONS erwartet. Aber auch das Franchise-Modell soll weiter ausgebaut werden, darüber hinaus sollen weitere Co-Investments getätigt werden. Unter Einrechnung der ersten Schritte dieser Pläne soll der Umsatz bis 2024 auf 180 bis 200 Mio. Euro klettern und sich somit gegenüber dem Planwert für 2022 verdoppeln.

Deutlicher Margenanstieg

Da die aktuelle Portfoliostruktur mit Luxushotels, der Eigenmarke und den Co-Investments mehrere Bausteine mit höherem Margenpotenzial umfasst und darüber hinaus die Kostenbasis und -strukturen im Zuge der Corona-Krise auf Effizienz getrimmt wurden, traut sich MHP zu, das geplante Wachstum mit einer deutlich höheren Profitabilität als vor Corona verbinden zu können. Für 2024 stellt das Management eine EBITDA-Marge von bis zu 9 Prozent in Aussicht, gegenüber 4,9 Prozent im bisherigen Rekordjahr 2019.

Bewährte Wachstumsstrategie

Die Umsetzung der Wachstumspläne erscheint gut machbar. MHP hat sich bereits in der Vergangenheit als Partner der Immobilienbesitzer und Franchisegeber bewährt, verfügt dementsprechend über eine gute Reputation im Markt und intern über ein eingespieltes, erfahrenes Team sowie über etablierte und bewährte Prozesse.

Geringe Kapitalintensität

Darüber hinaus stellt die Kapitalverfügbarkeit für das Wachstumsmodell gerade im Franchise-Modell kein großes Hindernis dar. Die Repositionierung von Hotels geht zwar oft mit größeren Umbau- und Modernisierungsarbeiten einher und erfordert daher signifikanten Kapitaleinsatz, doch wird dieser größtenteils vom Immobilienbesitzer getragen, darüber hinaus unterstützen die Franchisegeber die Anlaufphase der Hotels. Auch im laufenden Betrieb sind die Anforderungen an das Working Capital wegen der branchenüblichen Zahlungsmodalitäten begrenzt.

DCF-Bewertung

Konsolidierung vorweggenommen

Für die Wertermittlung der MHP Hotel AG haben wir die Geschäftsentwicklung auf der Ebene des AG-Konzerns modelliert, wie sie voraussichtlich ab dem Jahresabschluss 2022 anhand der veröffentlichten Zahlen nachverfolgbar sein wird. Damit haben wir die erstmalige Konzernkonsolidierung nach dem Reverse Takeover vorweggenommen, was zum gegenwärtigen Zeitpunkt aufgrund der Datenbasis mit einer erhöhten Schätzunsicherheit einhergeht. Dies umso mehr, als auch für GmbH-Konzern für 2021 noch kein geprüfter Abschluss vorliegt.

Kontinuierliches Portfoliowachstum

Als Basis unserer Schätzungen haben wir in Übereinstimmung mit der Unternehmensplanung ein Szenario unterstellt, in dem MHP das Portfolio kontinuierlich um weitere Hotels erweitert. Dabei haben wir uns bezüglich der Umsatz- und EBITDA-Entwicklung für die Jahre 2022 bis 2024 an der Unternehmensplanung orientiert, hierzu aber aus Vorsicht teils deutliche Abschlüsse vorgenommen. Für den Zeitraum danach, für den MHP im Durchschnitt mit der Eröffnung von drei Hotels pro Jahr plant (davon zwei der Eigenmarke MOOONS), haben wir vergleichbares Expansionstempo unterstellt. Weitere Co-Investments, die MHP ab 2025 eingehen will, haben wir vereinfachend noch gar nicht berücksichtigt.

Umsatz vor doppelter Verdreifachung

Relativ eng an der Unternehmensprognose liegen unsere Erwartungen für das laufende Jahr. Mit 96 Mio. Euro liegt unsere Umsatzschätzung in der Mitte der Zielspanne des Vorstands, was gegenüber 2021 in etwa einer Verdreifachung entspricht. Angesichts der schrittweisen Normalisierung der Reisetätigkeit und des erstmaligen Beitrags der vier neuen Hotels halten wir diese Erwartung für plausibel. Durch die Fortsetzung der Markterholung und den erstmals ganzjährigen Beitrag der neuen Hotels rechnen wir auch für 2023 mit einem kräftigen Wachstum um 27 Prozent

auf 121,5 Mio. Euro. Darin eingerechnet sind in Übereinstimmung mit der Unternehmensplanung zusätzliche Akquisitionen, doch in Summe liegt unser Schätzwert unter der MHP-Prognosespanne von 135 bis 150 Mio. Euro. Noch deutlicher ist der Abstand im Jahr 2024, für das wir mit Erlösen von 144 Mio. Euro kalkulieren, während sich MHP ein Umsatzniveau zwischen 180 und 200 Mio. Euro zutraut. Wir halten die Zielerreichung durch MHP zwar für möglich, haben aber in unseren Schätzungen stärker das Risiko berücksichtigt, dass sich der Markt langsamer erholt bzw. dass sich die Akquisitionen und deren Neupositionierung mitunter verzögern. Anschließend haben wir Wachstumsraten von 21,5 bis 12,7 Prozent (mit abnehmender Tendenz) unterstellt, woraus sich bis 2029 ein Zielumsatz von 310,5 Mio. Euro ergibt – eine Verdreifachung gegenüber dem Schätzwert für 2022.

Zweistellige EBITDA-Marge möglich

Bezüglich der Profitabilität gehen wir wie das Unternehmen davon aus, dass in Zukunft im Durchschnitt ein höheres Margenniveau erreicht werden kann als vor der Krise. Zurückzuführen ist das auf eine andere Portfoliozusammensetzung (mehr Luxushotels, eigene Marke, erstes Co-Investment) sowie auf deutlich stärkere Größendegressionseffekte bezüglich der Overhead-Kosten durch das vergrößerte Portfolio. Auch hat MHP in der Krise diverse Funktionen gruppenweit zentralisiert und damit die Kostenstrukturen verschlankt. Vor diesem Hintergrund halten wir perspektivisch auch eine zweistellige EBITDA-Marge für erreichbar und haben entsprechend für die nächsten Jahre einen sukzessiven Margenanstieg modelliert. Für dieses Jahr rechnen wir mit einer EBITDA-Marge von 6,3 Prozent, die aber noch von staatlichen Coronahilfen gestützt wird. Deswegen geht die Marge in unserem Modell trotz operativer Verbesserungen nächstes Jahr noch minimal zurück, bevor anschließend im Gleichschritt mit dem Umsatzwachstum der stetige Margenanstieg einsetzt.

Mio. Euro	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029
Umsatzerlöse	96,0	121,5	144,0	175,0	208,3	241,5	275,6	310,5
Umsatzwachstum		26,6%	18,5%	21,5%	19,0%	16,0%	14,1%	12,7%
EBITDA	6,0	7,5	10,6	14,4	18,3	22,5	26,9	31,8
EBIT-Marge	1,3%	2,2%	4,0%	5,5%	6,4%	7,3%	7,9%	8,6%
EBIT	1,2	2,7	5,7	9,6	13,4	17,6	21,9	26,8
Steuersatz	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,4	0,9	1,9	3,2	4,4	5,8	7,2	8,8
NOPAT	0,8	1,8	3,8	6,4	9,0	11,8	14,7	18,0
+ Abschreibungen & Amortisation	4,8	4,8	4,8	4,9	4,9	4,9	5,0	5,0
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	5,6	6,6	8,7	11,3	13,9	16,7	19,7	23,0
- Zunahme Net Working Capital	-2,2	-2,5	-2,2	-2,1	-1,7	-1,9	-1,8	-1,7
- Investitionen AV	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9
Free Cashflow	3,1	3,7	6,1	8,7	11,5	14,1	17,0	20,4

Geringer Investitionsbedarf, aber hohe Abschreibungen

Das Geschäftsmodell erfordert von MHP sehr geringe Investitionen, weswegen rein operativ Abschreibungen keine große Rolle spielen. Allerdings dürfte das Unternehmen im Zuge der Erstkonsolidierung des Konzerns auf AG-Ebene hohe stille Reserven heben, indem die Pachtverträge für die Hotels bewertet und aktiviert werden. Damit kann die Bildung eines hohen Firmenwertes in Bilanz vermieden werden. Allerdings müssen auch die aktivierten Pachtverträge über die Laufzeit abgeschrieben werden, woraus sich für die nächsten Jahre hohe Abschreibungen ergeben, welche die Entwicklung des EBIT und des Nettogewinns spürbar bremsen werden. Für unser Cashflow-basiertes Bewertungsmodell ist dies hingegen unerheblich, weswegen wir die Aktivierung vereinfachend exakt in Höhe des Kaufpreises angesetzt haben. Daraus haben wir jährliche Abschreibungen von 4,2 Mio. Euro abgeleitet, die dazu führen, dass die EBIT-Marge im gesamten Schätzzeitraum deutlich unter der EBITDA-Marge bleibt, wenn auch wegen der absolut steigenden EBITDA-Beträge mit abnehmendem Gewicht. Am Ende des detaillierten Prognosezeitraums liegt die Ziel-EBIT-Marge bei 8,6 Prozent und damit 1,6 Pro-

zentpunkte tiefer als die EBITDA-Marge. Allerdings ist zu beachten, dass die Abschreibungen auf die Pachtverträge – wie die gesamte Behandlung des Themas in unserem Modell – noch mit großer Schätzunsicherheit behaftet und daher vorläufiger Natur sind.

2022 bleibt positiv

Insgesamt rechnen wir für dieses Jahr mit einem EBITDA von 6,0 Mio. Euro und einem EBIT von 1,2 Mio. Euro. Während demnach das EBITDA gegenüber 2021 deutlich zunehmen dürfte, wirkt sich im EBIT erstmals der bremsende Effekt der Abschreibungen auf die Pachtverträge aus. Nach Zinsen und Steuern ergibt sich daraus ein Jahresüberschuss von 0,7 Mio. Euro.

Terminal Value

Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Geschäftsjahre 2022 bis 2029 zeigt die Tabelle oben, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich zudem im Anhang. Als zusätzlichen Risikopuffer haben wir zur Ermittlung des Terminal Value für den Zeitraum ab 2029 einen 33-prozentigen Sicherheitsabschlag auf die Ziel-EBIT-

Marge des detaillierten Prognosezeitraums eingebaut und kalkulieren entsprechend mit einer EBIT-Marge von 5,8 Prozent, auf deren Grundlage wir anschließend ein „ewiges“ Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent p.a. annehmen.

Diskontierungszins

Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 4,0 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als sicheren Zins nehmen wir mit 1,0 Prozent einen langfristig gemittelten Wert der deutschen Umlaufrendite, die Marktrisikoprämie taxieren wir auf 5,8 Prozent (das entspricht dem Durchschnittswert in Deutschland; Quelle: Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 81 countries in 2020). In Kombination mit einem fundamental abgeleiteten Beta von 1,3, in dem einerseits die grundsätzliche Stabilität des Geschäftsmodells und andererseits die große Bedeutung, die den unterstellten Zuwächsen auch in neuen Geschäftsfeldern für den voraussichtlichen Geschäftsverlauf zukommt, zum Ausdruck kommen, einem Zielfremdkapitalanteil von 35 Prozent und einem Steuersatz für das Tax-Shield von 33 Prozent resultiert hieraus ein WACC-Satz von 6,5 Prozent.

Kursziel: 4,10 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 6,5 Prozent) ergibt sich aus diesen Annahmen ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 187,0 Mio. Euro oder 4,07 Euro je Aktie, woraus wir das Kursziel von 4,10 Euro ableiten. Dabei ist zu beachten, dass wir für das Kursziel bereits die Ausgabe weiterer Aktien für die Bedienung des Earn-out-Ansprüche als auch für die geplante Barkapitalerhöhung berücksichtigt und mit einer Aktienzahl von 46,0 Mio. kalkuliert haben. Für die Barkapitalerhöhung haben wir vereinfachend einen Mittelzufluss exakt auf Höhe der noch zum 31.12. bestehenden Barkaufpreisverbindlichkeit in Höhe von 6,0 Mio.

Euro angesetzt. Demnach signalisiert unser Bewertungsmodell auf der Grundlage des unterstellten Wachstumsszenarios für die MHP-Aktie ein sehr hohes Kurspotenzial von über 150 Prozent.

Überdurchschnittliches Schätzrisiko

Dieses Potenzial geht unseres Erachtens aber auch mit einem überdurchschnittlichen Schätzrisiko einher, das wir mit fünf von sechs möglichen Risikopunkten bewerten. Dafür sprechen mehrere Argumente: Zum einen handelt es sich bei MHP um ein Unternehmen, das in seiner heutigen Form noch keinen geprüften Konzernabschluss vorgelegt hat, was für eine unsichere Datenbasis sorgt. Auch ist MHP de facto noch ein Börsenneuling, weswegen die Erfahrungswerte zur Einschätzung der Planungsqualität und Prognose-treue noch fehlen. Darüber hinaus beruht ein signifikanter Teil des von uns ermittelten Unternehmenswertes auf Beiträgen von Hotels, die noch akquiriert und neupositioniert werden müssen. Schließlich ist es noch zu früh, um sicher beurteilen zu können, wie stark und wie schnell sich der Hotelmarkt tatsächlich erholen und ob MHP mit der eigenen Marke MOOONS auf die erhoffte positive Resonanz im Markt stoßen wird.

Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse haben wir die Inputparameter WACC und ewiges Wachstum variiert. Der dabei errechnete faire Wert liegt zwischen 3,07 Euro je Aktie im restriktivsten Fall (WACC von 7,5 Prozent und ewiges Wachstum von 0 Prozent) und 6,17 Euro im optimistischsten Fall.

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,5%	6,17	5,54	5,06	4,67	4,35
6,0%	5,35	4,89	4,51	4,21	3,95
6,5%	4,72	4,36	4,07	3,82	3,61
7,0%	4,22	3,93	3,69	3,49	3,32
7,5%	3,80	3,57	3,38	3,21	3,07

Fazit

Die MHP Hotel AG in ihrer heutigen Form ist erst letztes Jahr aus einem Reverse Takeover hervorgegangen, in dessen Rahmen die bereits seit 2012 bestehende MHP-Gruppe in einen börsennotierten Mantel (die heutige Konzernmutter) eingebracht wurde. Die MHP-Gruppe gehört zu den führenden Betreibern von Premium- und Luxushotels und ist in Deutschland, Österreich und der Schweiz aktiv. Derzeit gehören zehn Hotels zum Portfolio, von denen neun im Franchisemodell und eines unter der neuen Eigenmarke MOOONS betrieben werden.

Wie die gesamte Hotelbranche, wurde auch MHP von der Corona-Pandemie sehr stark getroffen, die Erlöse in 2020 und 2021 lagen ungefähr ein Drittel unter dem Niveau des letzten Vor-Corona-Jahrs. Dank massiver Kosteneinsparungen, dem Entgegenkommen der zentralen Geschäftspartner (Besitzer der Hotelimmobilien und Franchisegeber) und der umfangreichen staatlichen Hilfen konnten die daraus resultierenden Verluste 2020 aber auf ein verkraftbares Maß beschränkt werden, im letzten Jahr wurde sogar wieder ein Überschuss erwirtschaftet.

Das Unternehmen hat in der Pandemie aber nicht nur umsichtig die Kosten reduziert, sondern die Branchenkrise zugleich genutzt, um antizyklisch das Expansionsstempo zu erhöhen und das Hotelportfolio in

kurzer Zeit um fünf Objekte zu vergrößern. Allein dadurch und durch die nun spürbare Erholung der Reiseaktivitäten soll sich der Umsatz dieses Jahr auf 90 bis 100 Mio. Euro verdreifachen, bis 2024 könnte auf Basis des aktuellen Portfolios ein weiteres Wachstum auf 150 Mio. Euro folgen.

Darüber hinaus will MHP aber auch das Portfoliowachstum fortsetzen. Unter Berücksichtigung der hieraus resultierenden Effekte peilt das Management für 2024 sogar ein Umsatzwachstum auf 180 bis 200 Mio. Euro an und will auf dieser Basis die EBITDA-Marge bis auf 9 Prozent erhöhen.

Wir haben für unser Bewertungsmodell ein Wachstumsszenario unterstellt, das sich an die Unternehmensplanung anlehnt, in der konkreten Ausgestaltung aber vorsichtiger ist. Dennoch signalisiert es auf dieser Grundlage für die Aktie ein sehr hohes Kurspotenzial. Gleichzeitig sehen wir aber aus mehreren Gründen (u.a. noch kein Konzernabschluss nach dem Zusammenschluss, kurze Börsenhistorie, großer Wertbeitrag noch zu akquirierender Hotels) eine überdurchschnittliche Schätzunsicherheit. Unserem Bewertungsschema folgend vergeben wir deswegen zum Start der Coverage das Urteil „Speculative Buy“ mit dem ersten Kursziel von 4,10 Euro.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
AKTIVA									
I. AV Summe	2,7	61,8	57,3	52,9	48,6	44,3	40,1	35,9	31,8
1. Immat. VG	1,3	60,3	55,6	51,0	46,4	41,7	37,1	32,5	27,8
2. Sachanlagen	1,4	1,5	1,7	1,9	2,2	2,6	3,0	3,4	4,0
II. UV Summe	31,5	34,4	38,2	44,0	52,4	62,5	75,5	90,5	108,0
PASSIVA									
I. Eigenkapital	0,0	60,1	61,8	65,6	71,9	78,8	87,7	98,5	111,8
II. Rückstellungen	4,3	3,3	2,3	1,3	0,3	-0,7	-1,7	-2,7	-3,7
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	9,0	7,0	5,0	3,0	1,0	0,1	0,1	0,1	0,1
2. Kurzfristiges FK	23,9	24,4	25,0	25,6	26,4	27,2	28,1	29,2	30,2
BILANZSUMME	38,9	96,5	95,7	97,1	101,3	107,0	115,8	126,7	140,0

GUV-Prognose

Mio. Euro	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzerlöse	33,3	96,0	121,5	144,0	175,0	208,3	241,5	275,6	310,5
Rohertrag	5,4	44,2	61,2	73,4	89,2	106,2	123,2	140,6	158,4
EBITDA	2,2	6,0	7,5	10,6	14,4	18,3	22,5	26,9	31,8
EBIT	1,7	1,2	2,7	5,7	9,6	13,4	17,6	21,9	26,8
EBT	1,5	1,0	2,5	5,6	9,5	13,4	17,7	22,0	27,0
JÜ (vor Ant. Dritter)	1,5	0,7	1,7	3,7	6,4	9,0	11,8	14,8	18,1
JÜ	1,5	0,7	1,7	3,7	6,4	9,0	11,8	14,8	18,1
EPS	0,04	0,01	0,04	0,08	0,14	0,20	0,26	0,32	0,39

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
CF operativ	3,2	3,3	4,0	6,4	9,2	12,2	14,9	17,9	21,5
CF aus Investition	-1,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9
CF Finanzierung	0,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-3,1	-3,0	-3,9	-4,9
Liquidität Jahresanfa.	10,5	12,6	13,6	15,2	19,2	25,9	34,3	45,5	58,7
Liquidität Jahresende	12,6	13,6	15,2	19,2	25,9	34,3	45,5	58,7	74,4

Kennzahlen

Prozent	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzwachstum	-3,3%	188,3%	26,6%	18,5%	21,5%	19,0%	16,0%	14,1%	12,7%
Rohertragsmarge	16,2%	46,0%	50,4%	51,0%	51,0%	51,0%	51,0%	51,0%	51,0%
EBITDA-Marge	6,8%	6,3%	6,2%	7,3%	8,3%	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%
EBIT-Marge	5,2%	1,3%	2,2%	4,0%	5,5%	6,4%	7,3%	7,9%	8,6%
EBT-Marge	4,5%	1,1%	2,1%	3,9%	5,4%	6,4%	7,3%	8,0%	8,7%
Netto-Marge (n.A.D.)	4,5%	0,7%	1,4%	2,6%	3,6%	4,3%	4,9%	5,4%	5,8%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH

Alter Steinweg 46

48143 Münster

Internet: www.sc-consult.com

Telefon: +49 (0) 251-13476-94

Telefax: +49 (0) 251-13476-92

E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.lp-software.de) erstellt.

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

1) Interessenkonflikte

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)
- 6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie
- 7) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3), 4)

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 04.05.2022 um 7:15 Uhr fertiggestellt und am 04.05.2022 um 8:15 Uhr veröffentlicht.

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewertungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:

<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: <http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht>

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem in dieser Studie analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
keine			

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Ein Update und drei Research-Comments

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

Haftungsausschluss

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Copyright

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.