

Examen de la systématique d'évaluation





Examen de la systématique d'évaluation de la Société Suisse de Crédit Hôtelier (SCH)

AUTEUR: PROF. DR PHILIPP LÜTOLF, CHARGÉ DE COURS ET CHEF DE PROJET,
INSTITUT FÜR FINANZDIENSTLEISTUNGEN ZUG IFZ, HOCHSCHULE LUZERN

La SCH évalue ses hôtels clients avec la méthode du Discounted Cashflow (DCF), qui s'est établie dans la pratique pour l'évaluation des exploitations et des immeubles hôteliers. La valeur d'entreprise est une référence centrale pour déterminer le montant des prêts à la clientèle. Conformément à l'article 7 de la loi fédérale sur l'encouragement du secteur de l'hébergement, le prêt de la SCH, ensemble avec les autres prêts de même rang ou de rang antérieur, ne doit pas excéder la valeur de rendement. Dans le cadre d'une étude, il a été examiné si la méthode DCF représente toujours la méthode d'évaluation «correcte» pour la SCH et si oui, si les paramètres d'entrée utilisés par la SCH sont correctement sélectionnés.

LA MÉTHODE DCF EST-ELLE ADAPTÉE À L'ÉVALUATION DES EXPLOITATIONS HÔTELIÈRES ?

En appliquant la méthode DCF, on escompte le futur free cashflow attendu avec le WACC. Plus les revenus, les charges et les investissements sont prévisibles et constants, plus la méthode DCF est facile à appliquer. En comparaison avec d'autres branches, les revenus et les dépenses dans l'hôtellerie peuvent être en moyenne estimés avec plus de précision. Des circonstances telles que les acquisitions ou les ventes de parties d'entreprises, les activités à l'étranger, l'offre de matières premières très cycliques ou la présence de risques de

concentration du côté de la demande, qui augmentent la volatilité des revenus et des dépenses, sont pratiquement totalement absentes. L'un des défis consiste à faire face à la forte proportion de charges d'exploitation fixes. En présence de charges fixes élevées, les fluctuations des revenus ont un impact très disproportionné sur la volatilité des bénéfices et du cashflow(-libre). Il est dès lors important que l'évaluation DCF comprenne une analyse de sensibilité qui représente l'évolution de la valeur de l'entreprise en fonction de plusieurs scénarios de revenus.

DANS QUELLE MESURE LA SCH PEUT-ELLE ÉVALUER CORRECTEMENT LE FUTUR FREE CASHFLOW ?

Dans le cadre de l'étude, les estimations du free cashflow calculées au moyen de la méthode DCF ont pu être comparées aux valeurs du free cashflow effectivement réalisées ultérieurement. L'écart médian de l'estimation du résultat d'exploitation (pour l'année de début de la période de valeur résiduelle) par rapport à la valeur réalisée est de 9% et peut donc être considéré comme positif. Dans la majorité des cas, le free cashflow est légèrement surestimé dans les évaluations de la SCH. Cela n'est toutefois pas dû en premier lieu à une surestimation des revenus, mais à une sous-estimation des charges

d'exploitation. Compte tenu de l'incertitude liée aux estimations futures, la SCH peut se prévaloir d'une « bonne capacité d'estimation du free cashflow ».

COMMENT UN ÉVÉNEMENT COMME LA PANDÉMIE DE CORONAVIRUS AFFECTE-T-IL LA VALEUR D'ENTREPRISE DCF?

Un événement tel que la pandémie de coronavirus peut entraîner une perte temporaire importante de revenus ou de free cash flow, selon l'exploitation hôtelière. Dans ce cas, la valeur DCF diminue. Étant donné que l'hôtel générera moins de cash-flow à l'avenir, une baisse de la valeur d'entreprise est logique. Les simulations montrent que la valeur DCF est réduite d'environ 5% à 10% par année de pandémie si le cash-flow peut être stabilisé à environ zéro.¹ Dans le cas d'un cashdrain, la baisse est plus forte. Une fois la pandémie surmontée et les éventuels investissements reportés rattrapés, la valeur DCF revient au niveau d'avant la pandémie.

Avec la baisse du free cashflow, le potentiel des exploitations hôtelières à rembourser le capital aux sociétés de financement est réduit. La question se pose donc de savoir si la SCH doit réagir aux réductions de la valeur d'entreprise en réduisant le potentiel de financement. Il est difficile de répondre de manière générale à cette question. Ce qui importe, c'est de savoir si la clientèle peut honorer le service de la dette. Sinon, le paiement des amortissements peut être suspendu pendant deux ans. Une analyse du support des charges peut montrer si cela est nécessaire.² En outre, il faut évaluer si l'hôtel en question survivra à la pandémie. Par « survivre », on entend d'une part si les fonds propres disponibles sont suffisants pour supporter les pertes et, d'autre part, si les liquidités sont suffisantes pour continuer d'honorer les engagements de paiements. Des mesures doivent être prises pour ajuster la valeur de l'entreprise si les fonds propres et les liquidités sont menacés par la pandémie. Cela pourrait être le cas si les conditions suivantes sont remplies :

- La pandémie dure plusieurs années
- L'entreprise hôtelière a un faible niveau de fonds propres et de liquidité
- L'entreprise hôtelière a des coûts fixes élevés, qui ne peuvent pas être réduits en cas de baisse des revenus
- L'entreprise hôtelière a un retard dans les investissements
- L'entreprise hôtelière est très active dans les domaines d'activité « fragilisés en cas de pandémies »

Il est difficile de définir des limites précises pour l'ajustement de la valeur d'entreprise. Le rating pourrait également être pris en considération dans les réflexions. Plus le rating est mauvais, plus il est probable que l'entreprise ne survivra pas à la pandémie.

QUEL EST LE TAUX DU COÛT MOYEN PONDÉRÉ DU CAPITAL (WACC) DES HÔTELS CLIENTS DE LA SCH?

La volatilité des bénéfices des hôtels clients de la SCH mesurée au cours des dix dernières années est environ 1,1 fois plus élevée que la volatilité des bénéfices des hôtels, en particulier les chaînes hôtelières, coté-es en bourse. Par rapport à un « peer group » de restaurants cotés et en particulier de chaînes de restaurants, la volatilité des bénéfices des hôtels clients de la SCH est 1,9 fois plus élevée. Par rapport à un groupe de compagnies aériennes et aux entreprises incluses dans le Swiss Performance Index (SPI), sous-indice industries et services industriels, d'un facteur 1.3. La volatilité plus élevée des bénéfices des hôtels clients de la SCH représente un risque d'entreprise plus élevé et justifie donc un bêta plus élevé et un coût des capitaux propres plus élevé. À partir des groupes de comparaison mentionnés, on peut en déduire un taux moyen de coût des capitaux propres de 11,4% pour les hôtels clients de la SCH. Ajouté à une prime estimée avec prudence pour les sociétés à petite capitalisation, cela se traduit par un taux de coût des capitaux propres de 13,4%.

Le taux d'intérêt moyen actuel sur les prêts SCH est de 1,63%.³ La faible valeur dépend principalement du faible niveau des taux d'intérêt. Cependant, il faut préciser qu'il s'agit essentiellement de prêts hypothécaires avec des immeubles en garantie. La différence entre le taux des coûts des capitaux propres (hors prime de taille, soit 11,4%) et le taux des coûts d'emprunt est très élevée, près de 10%. Pour le marché boursier suisse, l'étude KPMG indique une valeur moyenne de seulement 4,9% (7,7% - 2,8%). Pour le secteur hôtelier, le taux des coûts des fonds propres semble être nettement supérieur à la moyenne et le taux des coûts d'emprunt inférieur à la moyenne. Cela est également dû au fait que les taux sur les prêts subordonnés de la SCH ne sont pas conformes au marché. Les prêts subordonnés privés sont traités dans l'hôtellerie suisse à des taux d'intérêt compris entre 4% et 6%.⁴ On peut supposer que la solvabilité moyenne de la clientèle dans ces cas est plutôt légèrement meilleure que dans l'hôtel SCH moyen. Il faut donc probablement supposer qu'il s'agit d'un taux à la limite supérieure. En supposant que les prêts subordonnés aient un taux d'intérêt conforme au marché de 6% et les financements bancaires de 1,9%, il en résulte dans ce cas un taux du coût d'emprunt adapté au risque de 3,3% ou de 2,8% après impôt (15%).⁵

Le WACC adapté au risque des hôtels clients de la SCH est donc de 6%. Il est basé sur les paramètres d'entrée suivants :

- Taux des coûts des capitaux propres: 13,4%
- Taux des coûts d'emprunts après impôts: 2,8%
- Rapport de financements: 30% capital propre, 70% emprunt
- WACC: 6%

¹ Bieger & Lütolf (2021), Herausforderung der Bewertung von Tourismusunternehmen in einer Pandemie, in: Krisenmanagement und Zukunftsstrategien für den alpinen Tourismus - Schweizer Jahrbuch für Tourismus 2020/2021, Herausgeber: Bieger, Beritelli & Lässer, Erich Schmidt Verlag, Seite 62f.

² Cette approche est également proposée par Bieger & Lütolf (2021), Herausforderung der Bewertung von Tourismusunternehmen in einer Pandemie, in: Krisenmanagement und Zukunftsstrategien für den alpinen Tourismus - Schweizer Jahrbuch für Tourismus 2020/2021, Herausgeber: Bieger, Beritelli & Lässer, Erich Schmidt Verlag, Seite 55 - 67.

³ SCH

⁴ Lütolf et al. (2021), Alternativen zur Bankfinanzierung für touristische Unternehmen - Vertiefungsarbeiten im Rahmen Auslegeordnung Investitionsförderung, SECO-Studie.

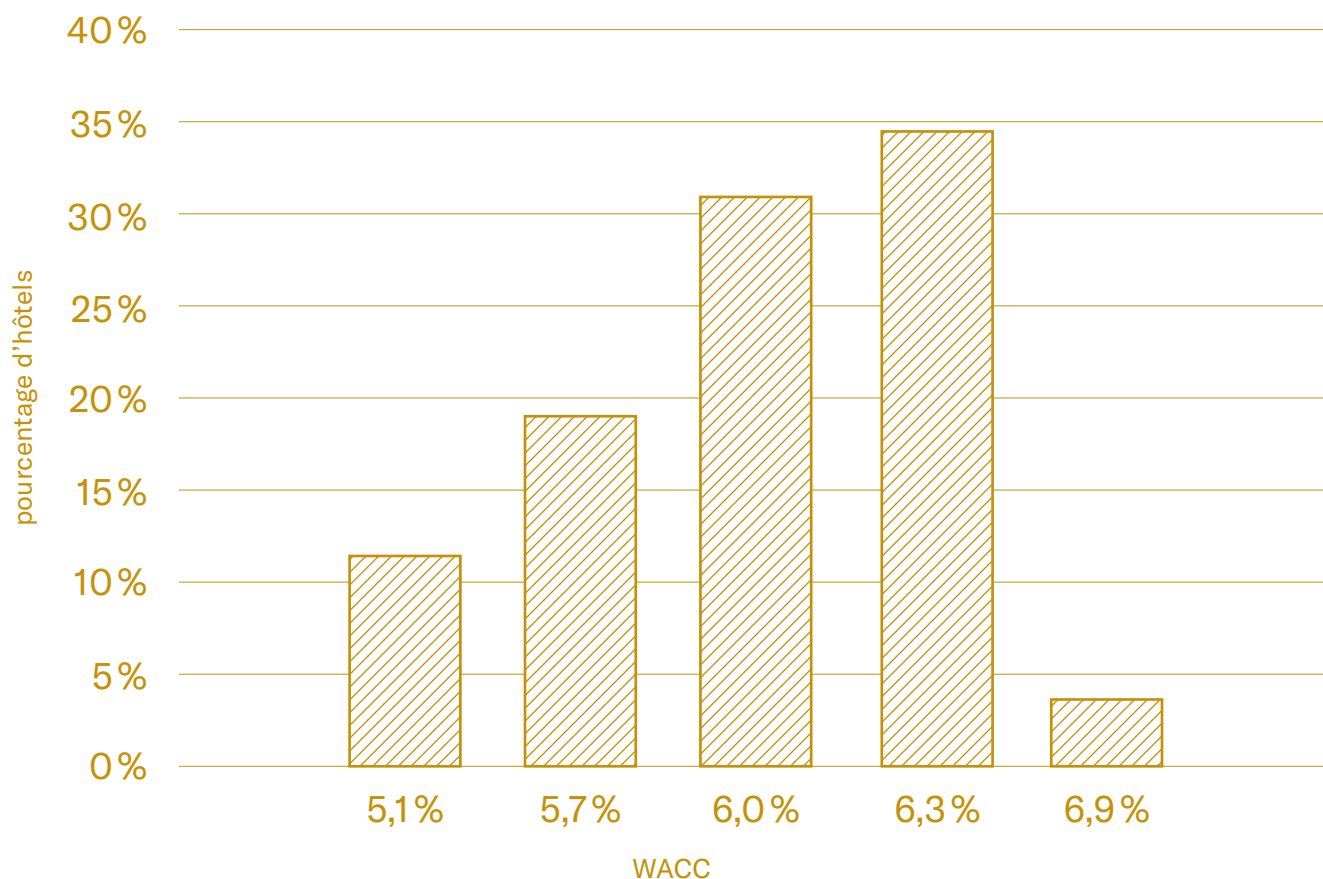
⁵ On suppose que les montants des prêts bancaires sont deux fois plus élevés que les prêts SCH.

TOUTES LES EXPLOITATIONS HÔTELIÈRES ONT-ELLES LE MÊME WACC?

À l'aide d'une régression linéaire, on a estimé l'influence de quatre facteurs de risque (intensité d'investissement, cyclicité, effet de levier opérationnel, effet de levier financier) sur le coût des fonds propres des entreprises hôtelières cotées. Les résultats ont ensuite été reportés aux hôtels clients de la SCH à l'aide d'un modèle Z-Score. Les taux de coûts des

fonds propres des hôtels clients de la SCH varient de 10,4% à 16,4%. Avec le taux des coûts d'emprunt (après impôts) de 2,8%, il en résulte une fourchette du WACC de 5,1% à 6,9%. La figure 1 montre la répartition des taux de coût du capital sur l'échantillon d'hôtels clients de la SCH.

Graphique 1: Répartition des taux de coût du capital (WACC) des hôtels clients de la SCH



Les éléments qui influencent les facteurs de risque mentionnés et donc le niveau du coût du capital sont, par exemple:

- Diversification des segments de clients et risques de concentration
- Localisation de l'hôtel
- Intensité de l'actif immobilisé ou rotation du capital
- Part des charges fixes
- Importance de la dette
- Possibilités de remplacement de l'exploitant/complexité du concept hôtelier
- Risque Keyman
- Utilisations alternatives de l'immeuble hôtelier
- Nombre de chambres

QUEL WACC EXIGENT LES INVESTISSEURS LORS DE L'ACHAT D'UN HÔTEL?

Au total, 15 transactions d'achat et de vente d'hôtels ont fait l'objet d'une évaluation d'entreprise DCF par la SCH. En divisant le prix de transaction par le cashflow libre estimé durablement, on obtient le WACC implicitement inclus dans le prix d'achat. Celui-ci se situe pour l'échantillon dans une fourchette de 1,9% à 7,4%. Dans la moitié des cas, le WACC se situe entre 1,9% et 4,3%. La valeur moyenne est de 4%. Ainsi, il existe un écart entre, d'une part, l'exigence de rendement théoriquement justifiée en fonction du risque et, d'autre part, l'exigence de rendement effectivement exigée par les acheteurs d'hôtels. Soit les acheteurs de l'hôtel sous-estiment les risques, soit ils sont délibérément prêts à accepter une réduction

tion en contrepartie du plaisir de l'achat. Cela signifie qu'ils se contentent d'un rendement inférieur par « amour » de l'objet hôtelier. Ou formulé autrement: ils sont disposés à payer un prix trop élevé. Ils paient une « prime d'amateur ». Une autre explication est que les acheteurs ne sont pas intéressés par l'exploitation de l'hôtel, mais par une utilisation alternative de l'immeuble.

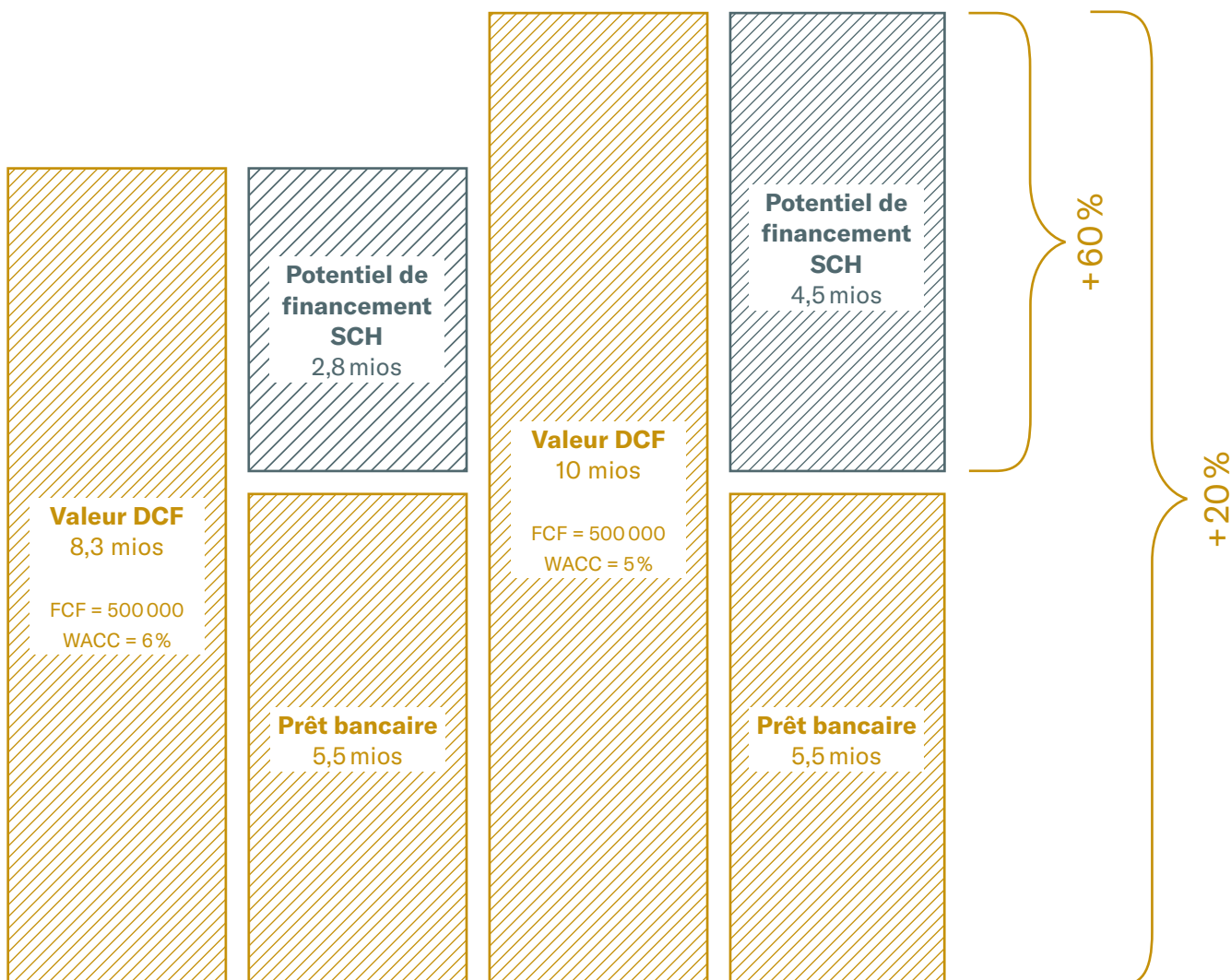
À QUEL WACC LA SCH S'ATTEND-ELLE?

Depuis 2020, la SCH table sur un WACC de 5%. Ce chiffre résulte d'un taux de coût d'emprunt de 4,5%, d'un taux de coût des capitaux propres de 5,75% et d'un taux de financement étranger de 70%. La SCH ne tient donc pas pleinement compte des risques liés à l'hôtellerie. La conséquence d'un taux de coût du capital réduit est une valeur d'entreprise excessive. Avant 2020, la SCH tablait sur un WACC de 5,3%, et jusqu'en 2009 sur un WACC de 6%.

DANS QUELLE MESURE LA SCH SOUTIEN-ELLE L'HÔTELLERIE SUISSE GRÂCE À UN WACC TROP FAIBLE?

Supposons qu'une exploitation hôtelière s'attende à un free cash flow annuel durable d'environ CHF 500 000. La banque estime la capacité d'endettement à près de CHF 6 mios et finance l'hôtel avec un prêt de CHF 5,5 mios. Avec un WACC ajusté au risque de 6%, la valeur de rendement DCF s'élève à CHF 8,3 mios. Le crédit bancaire représente environ 65% de la valeur de rendement. Pour sa part, la SCH peut financer par des prêts subordonnés jusqu'à concurrence de la valeur de rendement. Par conséquent, la SCH pourrait encore octroyer un prêt de CHF 2,8 mios. Cependant, comme la SCH calcule avec un WACC de 5%, le prêt bancaire ne représente que 55% de la valeur de rendement calculée par la SCH de CHF 10 mios. La SCH pourrait même dès lors accorder un prêt de max. CHF 4,5 mios. L'hôtel bénéficie ainsi d'un potentiel de financement supplémentaire d'environ CHF 1,7 mio grâce au WACC SCH plus bas. Grâce au WACC de 5% (au lieu de 6%), le potentiel de financement de la SGH est de 60% plus élevé. Le potentiel de financement global (SCH et banque) est de 20% plus élevé.

Graphique 2: Potentiel de financement avec un WACC de 5%, resp. 6%



L'encours des prêts de la SCH s'élève actuellement à CHF 284 mios. Lors de l'octroi de ces prêts la SCH a calculé avec un WACC de 5%, resp. 5,3%. L'utilisation d'un taux de coût du capital ajusté au risque de 6% démontre que le potentiel de financement de la SCH aurait été inférieur de 38% (comparativement à un WACC de 5%) et de 29% (comparativement à un WACC de 5,3%)⁶. En supposant une utilisation constante du potentiel de financement avec l'utilisation d'un WACC de 6%, la SCH aurait pu accorder environ un tiers, soit CHF 100 mios de prêts en moins.⁷

QUELLE INFLUENCE L'INFLATION CROISSANTE A-T-ELLE SUR L'ÉVALUATION DES EXPLOITATIONS HÔTELIÈRES ?

La méthode DCF peut être basée sur des valeurs réelles ou nominales. Il est important qu'aussi bien le WACC que le cashflow libre soient tous deux réels ou nominaux. La SCH utilise des cashflows libres nominaux et un WACC nominal. En principe, la méthode DCF sous sa forme actuelle est donc également applicable en cas d'inflation croissante.

Une inflation croissante peut avoir un impact négatif sur la valeur des entreprises. C'est le cas, d'une part, lorsque la hausse des prix des biens, des investissements ou de l'énergie ainsi que l'augmentation des salaires ne peuvent pas être répercutées sur les clients via des prix plus élevés. Dans ce cas, le free cashflow et donc la valeur de l'entreprise diminuent. D'autre part, le WACC doit être revu en cas de hausse de l'inflation. Un WACC de 5% implique que les investisseurs exigent un rendement de 5% sur le capital investi dans l'hôtellerie. Dans l'environnement d'inflation nulle des dernières années, les 5% reflètent à la fois les attentes de rendement nominal et réel. Supposons que le taux d'inflation soit durablement de 3%. Si le WACC reste inchangé, il en résulte « seulement » une prévision de rendement réel de 1,9%. Si cette valeur ne répond pas aux attentes d'un rendement adapté au risque, le WACC nominal devrait être augmenté. Cependant, une augmentation du WACC ne devrait se produire que si l'inflation reste élevée à long terme. Environ 70 à 80% de la valeur d'entreprise est due à la valeur résiduelle et donc aux free cashflows à partir de la cinquième année de planification. Les « vagues d'inflation » à court terme ne devraient donc pas conduire à un ajustement des évaluations d'entreprises.

Si l'inflation entraîne une hausse des taux d'intérêt, le support des charges de la dette portant intérêt peut également être affecté. Cependant, il faut tenir compte du fait que la SCH compte avec un taux d'intérêt des fonds étrangers de 4,5% et les banques avec des valeurs encore plus élevées. Une hausse « modérée » des taux d'intérêt ne devrait donc en principe avoir aucune influence sur le support des charges.

LA MÉTHODE DES MULTIPLES EST-ELLE UNE ALTERNATIVE À LA MÉTHODE DCF ?

Les multiples sont étroitement liés aux méthodes dites d'évaluation absolue telles que le DCF. Supposons que dans le cadre d'une calculation DCF, on renonce à une période de planification détaillée. Le free cashflow éternellement constant est escompté avec un WACC de 5%. Le taux de croissance est de 0%. Escompter avec 5% (et une croissance = 0%) est la même chose que de payer un multiple de 20 (=1/0,05). Exiger un WACC de 10% équivaudrait à payer un multiple de 10.

Les multiples ne sont probablement pas une alternative à la méthode DCF, mais plutôt un complément idéal. D'une part, la valeur d'entreprise (EV) / bénéfice d'exploitation, EV / EBITDA ou EV / GOP sont des multiples significatifs. D'autre part, un multiple EV / chambre peut également être judicieux. L'application de multiples dépend de la disponibilité des données d'entreprises comparables ou de transactions comparables. Pour le marché de la SCH, la situation des données peut être jugée plutôt mauvaise. La SCH pourrait prendre le lead pour créer une base de données pour les multiples de transactions hôtelières et définir des valeurs indicatives pour les multiples les plus importants. Un modèle de composants comprenant les facteurs suivants permet de déterminer des majorations et des diminutions par rapport aux valeurs indicatives : croissance attendue du résultat d'exploitation, diversification des segments de clientèle et risques de concentration, localisation de l'hôtel, intensité d'investissement, part des charges fixes, endettement, possibilité de changement d'exploitant, risque de Keyman, possibilités d'utilisation alternative de l'immeuble hôtelier, nombre de chambres. Plus la croissance attendue est élevée et moins les facteurs de risque sont importants, plus le multiple est élevé. La prise en compte des différents facteurs peut être effectuée à l'aide d'un modèle de notation.

⁶ Avec un WACC de 5%, le potentiel de financement SCH est 60% plus élevé qu'avec un WACC de 6%.

Par conséquent, avec un WACC de 6%, le potentiel est inférieur de 37,5% (1/1,6-1).

⁷ Hypothèse: environ la moitié des prêts ont été accordés sur la base de calculs avec un WACC de 5% ou 5,3%.



Schweizerische Gesellschaft
für Hotelkredit
Uetlibergstrasse 134b
Postfach
8027 Zürich

Telefon +41 (0)44 209 16 16
www.sgh.ch info@sgh.ch

Finanzierung
Bewertung
Beratung

Société Suisse de Crédit
Hôtelier
Uetlibergstrasse 134b
Case postale
8027 Zürich

Téléphone +41 (0)44 209 16 16
www.sgh.ch info@sgh.ch

Financement
Evaluation
Conseil

Società Svizzera di Credito
Alberghiero
Uetlibergstrasse 134b
Casella postale
8027 Zurigo

Telefono +41 (0)44 209 16 16
www.sgh.ch info@sgh.ch

Finanziamento
Valutazione
Consulenza