

These

Wir stellen euch heute Holloway Lodging Corp. vor, ein kanadischer Hotelbetreiber. Der Aktienkurs des Unternehmens ist aktuell belastet durch (a) einen signifikanten Anteil der Hotels in Ölsandregionen (b) eine Schuldenrestrukturierung (Debt-to-Equity Swap) in 2011, (c) strukturelle Branchenrisiken, insb. durch die Onlinevermarktung von Privatunterkünften (bspw. AirBnB). Wir finden an Holloway gut, dass sie (a) durch einen aktivistischen Investor geführt werden (Anteil rd. 41%) mit gutem Track Record für Turnarounds, (b) normalisiert eine der günstigsten Hotelketten Nordamerikas sind (EV/EBITDA 8,5x) und (c) kurzfristiges Upside-Potenzial nach der Renovierung und Neueröffnung von zwei Hotels mit der größten Gesamtanzahl an Zimmern bietet.

Aktueller Kurs	4,95 CAD
Aktienzahl (Mio.)	18,9
Marktkapitalisierung (Mio.)	93,6 CAD
./. Kasse (Mio.)	1,6 CAD
+ Minderheitsanteile	2,1 CAD
+ Bankverschuldung (Mio.)	<u>238,8 CAD</u>
Enterprise Value (Mio.)	332,9 CAD

Nachdem bislang erst leichte Erholungstendenzen im aktuell schwierigen Marktumfeld, insb. in den Ölsandregionen, sichtbar sind und die unterjährige Geschäftsentwicklung von Holloway weiterhin belastet ist, haben wir lediglich eine halbe Position in Holloway Lodging aufgebaut.

Unternehmensbeschreibung / -historie

Holloway Lodging betreibt derzeit 35 Hotels mit insgesamt 3.973 Zimmern, vornehmlich in 1B-Städten. Die Hotels werden unter den Markennamen Doubletree by Hilton, Best Western, Super 8, Holiday Inn und Travelodge geführt und zielen hauptsächlich auf Firmenkunden ab. Das Unternehmen litt über Jahre unter dem Missmanagement der alten Geschäftsführung. Dies gipfelte in einer Schuldenrestrukturierung in 2011, wobei die damaligen Aktionäre durch einen Debt-to-Equity Swap weitestgehend verwässert wurden. In Zuge dessen übernahm der kanadische Aktivist Clarke Inc. die Kontrolle über das Unternehmen. Die Investorengruppe um den CEO Michael Rapps hat einen guten Track Record in Unternehmensrestrukturierungen in der Hotelbranche. Im Juli 2014 wurde Holloway Lodging mit Royal Host fusioniert, einer Hotelkette, in die Clarke seit 2010 engagiert ist. Seitdem werden die Hotels schrittweise renoviert, der Service verbessert und Kostensynergien gehoben. Die Hotels, die nicht zum Kerngeschäft zählen, werden veräußert, um die signifikante Verschuldung zu reduzieren.

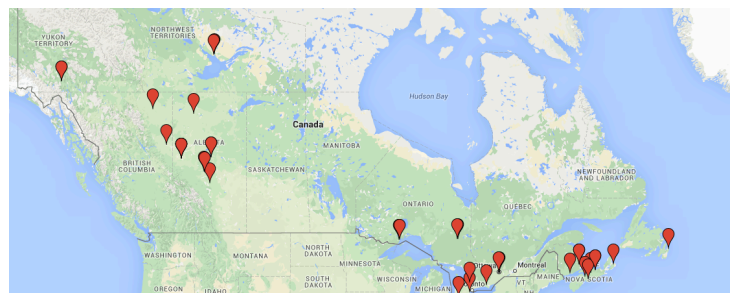


Abbildung 1: Hotelübersicht von Holloway Lodging

Branche und Marktstellung

Die Hotelindustrie ist grds. zyklisch und hängt insb. vom verfügbaren Einkommen und der/m vorhandenen Freizeit/Urlaub der Bevölkerung ab. Dementsprechend entwickelt sich das Umsatzvolumen langfristig analog zum globalen Bruttoinlandsprodukt. Kurzfristig ist die Branche jedoch erheblichen Zyklen unterworfen. Mit steigenden Durchschnittsumsätzen pro Zimmer erhöht sich auch die Attraktivität der Branche und damit das Hotel-/Zimmerangebot. Das daraus resultierende Überangebot wirkt sich wiederum negativ auf die durchschnittlichen Zimmerpreise aus, bis sich das Überangebot wieder abgebaut hat. Diese Zyklen erstrecken sich meist über 7-10 Jahre. Typische Markteintrittsbarrieren und Wettbewerbsvorteile ergeben sich durch die Lage und Ausstattung der Hotels, die Service-Qualität des Personals sowie durch Skalen-/Größeneffekte.

Holloway Lodging Corp.

Das Umsatzvolumen der kanadischen Hotelbranche beträgt nach Schätzungen in 2016 etwa CAD 3,6 Mrd. und soll sich bis 2020 auf rd. CAD 3,0 Mrd. erhöhen. Dies entspricht einem jährlichen Wachstum von 5,3%. In Kanada befinden sich derzeit 8.139 Hotels mit insgesamt 442.552 Zimmern. Die Hotelbranche ist bekanntlich personalintensiv. Allein in Kanada sind in dieser Industrie 288.000 Angestellte beschäftigt. Die durchschnittliche Belegungsrate beträgt 64% und die durchschnittliche Tagesrate CAD 190.

Holloway kann sich nach einigen Hotelrenovierungen im Segment der 1B-Städte insbesondere durch die hochwertige Ausstattung, die sehr hohe Service-Qualität und den Markenlizenzen mit hohem Bekanntheitsgrad gut behaupten.

Historische Entwicklung der Branchenkennzahlen in Kanada

Jahr	Belegungsrate	Ø-Zimmerpreis (In USD)	Ø-Umsatz pro Zimmer
2009	58 %	125	73
2010	60 %	128	77
2011	61 %	127	78
2012	62 %	129	80
2013	63 %	133	83
2014	64 %	137	88
2015	64 %	144	91
2016 (erwartet)	64 %	148	93

Management / Strategie

Holloway Lodging wird durch den kanadischen Finanzinvestor Clarke Inc. (Mehrheitseigentümer mit 41%) kontrolliert und gemanagt. Michael Rapp, CEO von Clarke, hat nach dem Einstieg bei Holloway in 2014 den Aufsichtsratsvorsitz übernommen. Rapp hat bereits sein Talent als Hotel-Restrukturierer bei Royal Host unter Beweis gestellt, einem Wettbewerber von Holloway der ebenfalls unter jahrelangem Missmanagement litt. Rapp hat bei Royal Host die Verschuldung deutlich reduziert, die Tarife mit der Gewerkschaft neu verhandelt, begebene Wandelanleihen unter Par zurückgekauft und in Kernobjekte des Unternehmens investiert und damit das operative Ergebnis (funds from operations) von \$0,01 pro Aktie in 2012 auf \$0,12 pro Aktie in 2013 steigern können. Vergleichbare Schritte werden aktuell bei Holloway unternommen, nachdem die beiden Unternehmen in 2014 verschmolzen wurden und nun nur noch unter Holloway Lodging firmieren. Dementsprechend ist auch bei Holloway die Strategie (a) die Verschuldung und Finanzierungskosten zu reduzieren, (b) in Kernhotels zu investieren, (c) Synergien aus der Verschmelzung mit Royal Host zu heben und (d) Hotels, die nicht im strategischen Fokus stehen, zu verkaufen.

Finanzanalyse

In Mio. CAD*	2015	2014	2013
Umsatz	110,7	97,5	60,0
Rohrertrag (Marge)	38,2 (34,5%)	39,3 (40,3%)	25,7 (42,8%)
EBITDA (Marge)	29,0 (26,2%)	30,2 (31,0%)	18,9 (31,5%)
Nettoergebnis (Marge)	-3,8 (-3,4)	27,3 (28,0%)	4,5 (7,5%)
Eigenkapital (Quote)	109,6 (30,8%)	117,9 (30,8%)	85,4 (42,8%)
Finanzverschuldung (Quote)	234,1 (65,7%)	252,1 (65,9%)	108,6 (54,5%)
EPS	-0,2	1,46	0,25
FFO pro Aktie	0,62	0,88	0,64
Auslastung	58,7%	65,2%	68,5%
Tagesrate pro Zimmer	116	119	124
Durchschnittsumsatz pro Zimmer	68	77	85

*außer Tagesrate und Durchschnittsumsatz

Eine Finanzanalyse von Holloway auf vergleichbarer Basis ist aufgrund der erheblichen Veränderungen innerhalb der letzten drei Jahre nur eingeschränkt möglich. Der Umsatz ist bis 2015 deutlich angestiegen, insb. getrieben durch die Fusion mit Royal Host, wodurch einzelne Hotelverkäufe überkompensiert wurden. Das EBITDA hat sich im gleichen Zeitraum auf CAD 29,0 Mio. gestiegen, wobei sich die EBITDA-Marge aufgrund des überproportional gestiegenen Personal- und Materialaufwand ggü. den Vj. Reduziert hat. Die Eigenkapitalquote hat sich seit 2013 ebenfalls verringert, ist mit 30,8% jedoch auf zufriedenstellendem Niveau. Die Verschuldung von CAD 234,1 Mio. ist beachtlich. Gleichwohl konnte ggü. 2014 bereits eine vernünftige Entschuldung erreicht werden. Die Entwicklung der Funds From Operations (FFO) verdeutlichen ebenso die beträchtlichen Unternehmensveränderungen. Negativ ist der rückläufige Durchschnittsumsatz pro Zimmer, insb. getrieben durch eine sinkende Auslastung. Dementsprechend sind die Umsätze nur durch eine Steigerung der Zimmeranzahl gewachsen.

Unterjährige Geschäftsentwicklung

In Mio. CAD*	03/2016	03/2015	Δ Vj.
Umsatz	22,0	28,5	-22,8%
Rohertrag (Marge)	5,0 (22,7%)	9,0 (31,6%)	-45,4%
EBITDA (Marge)	1,7 (7,7%)	6,0 (21,4%)	-72,1%
Nettoergebnis (Marge)	-3,4 (-15,5%)	6,8 (23,9%)	n.d.
Eigenkapital (Quote)	104,8 (29,3%)	109,6 (30,8%)	-4,4%
Finanzverschuldung (Quote)	240,2	234,0	+2,6%
EPS	-0,18	0,35	n.d.
FFO pro Aktie	-0,11	0,08	n.d.
Auslastung	46%	56%	-10%
Tagesrate pro Zimmer	117	118	-1,0%
Durchschnittsumsatz pro Zimmer	53,6	66,2	-19,0%

*außer Tagesrate und Durchschnittsumsatz

Im grundsätzlich Umsatz-schwachen 1. Quartal 2016 zeigt Holloway eine negative Geschäftsentwicklung. Die Umsätze haben sich um -23% ggü. dem Vorjahresquartal reduziert. Wesentlichen Anteil daran hatte die deutlich zurückgegangene Auslastung in den westkanadischen Hotels von 65% auf 42% im Zuge des Ölpreistrückgangs. Darüber hinaus fiel ein Hotelverkauf mit einem Umsatzanteil von CAD 1,5 Mio. negativ ins Gewicht. Die Ertragslage hat sich korrespondierend zum Umsatz deutlich verschlechtert. Einziger Lichtblick sind die nordkanadischen Hotels und die beiden wiedereröffneten Hotels von Holloway, die jeweils positive Umsatzzuwächse beitragen. Insgesamt ist die Geschäftslage von Holloway aktuell sehr belastet und kann durch das Management aufgrund der schwachen Nachfrage nur eingeschränkt korrigiert werden, da selbst durch Zimmerpreissenkungen keine anziehende Nachfrage resultieren würde. Die Strategie des Managements konzentriert sich daher auf eine effiziente Kostenpolitik bis sich die Nachfragesituation verbessert. Für die weiteren Quartale erwartet Holloway weiterhin schwierige Marktbedingungen in Westkanada. Dies soll teilweise durch die renovierten und wiedereröffneten Hotels ausgeglichen werden.

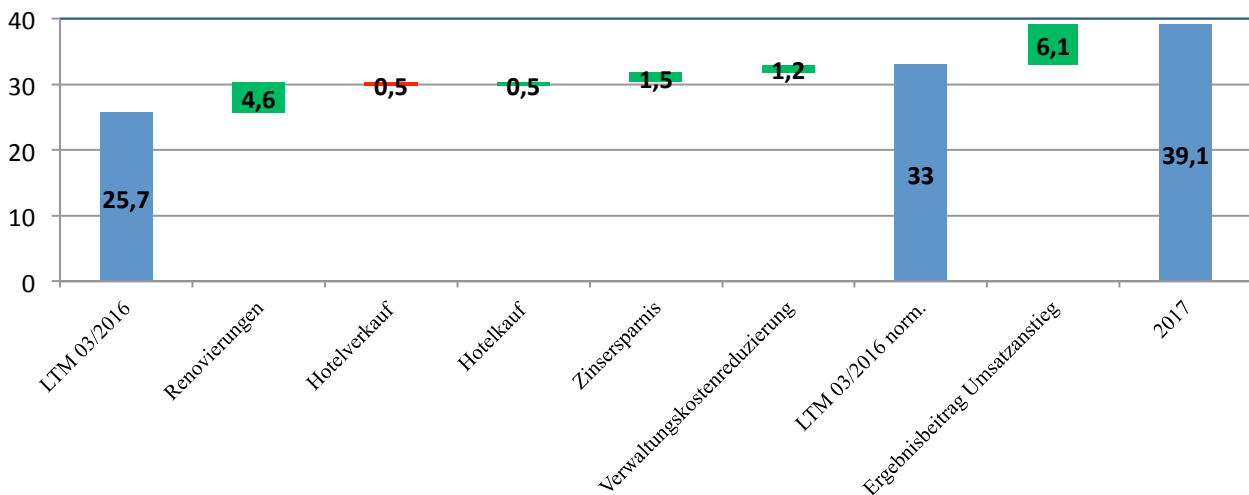
Wir teilen die Einschätzung des Managements, dass sich Holloway Lodging derzeit in einer Übergangsphase befindet und sich dies in der Umsatz-, Ertrags- und Aktienkursentwicklung niederschlägt. Für die kommenden Jahre gehen wir jedoch von einer deutlichen Umsatz- und Ertragssteigerung aus und begrüßen deshalb die opportunistischen Aktienkursrückkäufe des Managements bei der derzeit günstigen Bewertung.

Bewertung

In Mio. CAD	LTM 03/2016	2015	2014
Umsatz	104,2	110,7	97,5
EBITDA	25,7	29,0	30,2
EBITDA-Marge	24,7%	26,2%	31,0%

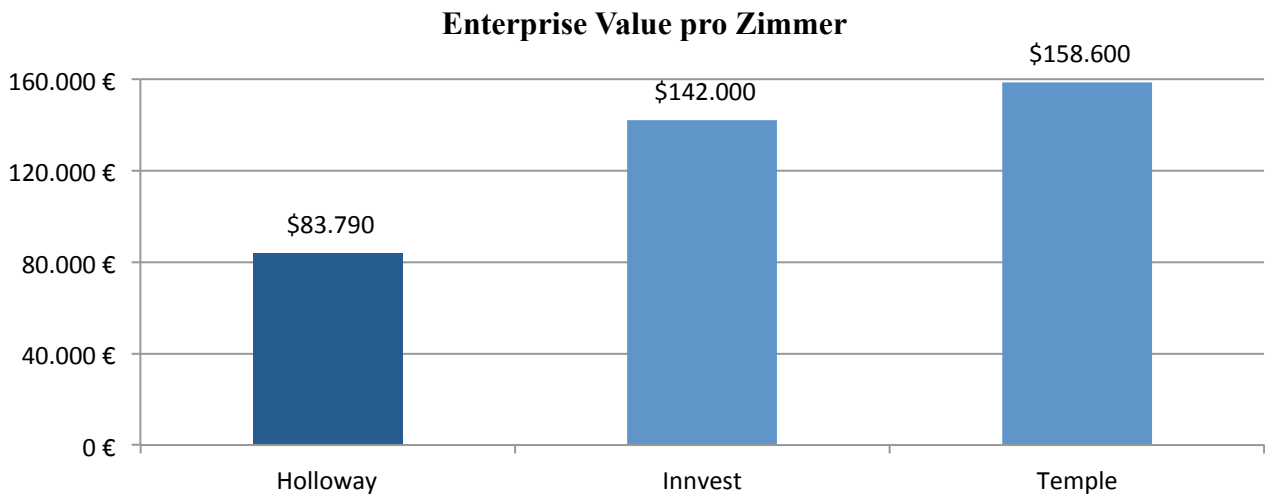
Eine Bewertung von Holloway Lodging anhand langfristig historischer Bewertungsmuster ist aufgrund der Tatsache, dass die Firma in ihrer jetzigen Form erst seit drei Jahren besteht, nicht möglich. Verdeutlicht wird dies anhand der Umsatz- und EBITDA-Entwicklung zwischen 2014 und LTM 03/2016. Basis unserer Bewertung ist der EV/EBITDA-Multiple. Dazu müssen zunächst das EBITDA LTM 03/2016 bereinigen. Die wesentlichen Normalisierungen werden in der EBITDA-Bridge ersichtlich und beziehen sich i.W. auf EBITDA-Beiträge aus Renovierungen, Hoteltransaktionen und Kosteneffizienzen. Ausgehend von einem normalisierten EBITDA LTM 03/2016 von CAD 33 Mio. ist Holloway derzeit mit einem EV/EBITDA von 10,1x bewertet. Unterstellt man ferner eine Normalisierung der Umsätze von Holloway auf Basis einer durchschnittlichen Hotelauslastung und Zimmerpreisen, steigert sich das EBITDA auf CAD 39,1 und die Bewertung verbessert sich auf ein vernünftiges Niveau von 8,5x. Unberücksichtigt dabei bleiben weitere operative Verbesserungen, sonstige Hoteltransaktionen oder Financial Engineering, bspw. durch Aktienrückkäufe. Wir erwarten aber von dem überzeugenden und erfahrenen Management mit hohem Eigeninteresse aufgrund der beachtlichen Unternehmensbeteiligung, dass sich hier durchaus noch positive Überraschungen ergeben können.

EBITDA-Bridge

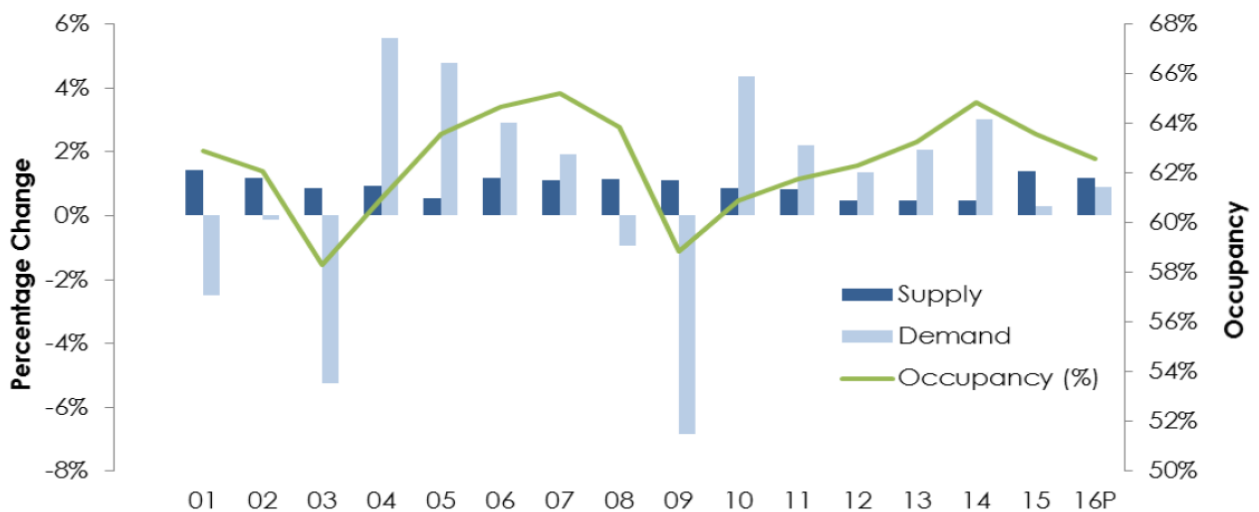


Zur Plausibilisierung der Unternehmensbewertung vergleichen wir Holloway mit kanadischen Vergleichsunternehmen aus der Branche. Konkret handelt es sich dabei um den Hotel-REIT Innvest und den Hotelbetreiber Temple. Die gesamte Hotelbranche in Kanada leidet derzeit unter den Folgen des Ölpreisverfalls und der schwachen wirtschaftlichen Entwicklung. Dies lässt sich auch in den letzten Quartalszahlen von Innvest und Temple ablesen. Gleichwohl hat sich die wirtschaftliche Eintrübung unterschiedlich auf die Bewertung der Unternehmen ausgewirkt. Während sich die Aktienkurse von Holloway und Innvest in den letzten Monaten stabil bis leicht positiv entwickelt haben, hat sich der Kurs von Temple von rd. CAD 5,50 Anfang 2015 auf aktuell CAD 1,16 reduziert. Ausschlaggebend dabei ist u.E. die aggressive Verschuldungsstruktur von Temple, wodurch sich ein ähnliches Restrukturierungsszenario wie bei Holloway in 2011 ergeben könnte.

Die nachfolgende Abbildung zeigt die Unternehmensbewertung pro Zimmer innerhalb der Peer Group. Dabei wird die Unterbewertung von Holloway mit einem durchschnittlichen Enterprise Value pro Zimmer von rd. \$84.000 deutlich. Zusammenfassend ist Holloway u.E. damit auf normalisierter EV/EBITDA-Basis mit 8,5x zumindest vernünftig bewertet und im Peer Vergleich lässt eine deutliche Unterbewertung ablesen.



Zuletzt wollen wir noch einen Blick auf die Angebots-Nachfrage-Dynamik im kanadischen Hotelgewerbe werfen. In den letzten 15 Jahren hat sich das Hotel-/Zimmerangebot stabil um durchschnittlich 1% p.a. gesteigert. Die Hotelnachfrage und -auslastung dagegen ist insb. von der wirtschaftlichen Entwicklung Kanadas beeinflusst. Für 2016 wird dabei mit einem steigenden Nachfragewachstum ggü. 2015gerechnet. Gleichzeitig wird ein weiterer Rückgang der Hotelauslastung erwartet. Aktuell zeigt die kanadische Wirtschaft Erholungstendenzen, nicht zuletzt wg. anziehender Rohstoffpreise und der Abwertung des kanadischen Dollars, wodurch Kanada als Urlaubsland für ausländischen Touristen an Attraktivität gewinnt. Diese Effekte sollten sich in den nächsten Jahren auch positiv auf die Hotelauslastung auswirken. Man muss jedoch beachten, dass es bei einer erneuten Verschlechterung der kanadischen Wirtschaft durchaus noch Abwärtspotenzial bei der Zimmernachfrage und Hotelauslastung geben kann.



Quelle: Invest Investor Presentation; STR Inc. & HVS Global Hospitality Services

Wesentliche Risiken

a) Zinsänderungsrisiko bei Immobiliendarlehen

Die Zinssätze könnten sich bei der Refinanzierung erhöhen, zum einen durch ein schlechteres Rating und zum anderen durch ein steigendes Zinsniveau in Kanada/USA. Bislang kann man jedoch festhalten, dass Holloway nach der erfolgreichen Schuldenrestrukturierung die letzte Darlehensverlängerung sogar zu verbesserten Zinsmargen abschließen konnte.

(b) Refinanzierungsrisiko aufgrund derzeit schwacher Geschäftsergebnisse

Restlaufzeiten Fälligkeiten in Mio. CAD		
Bis 1 Jahr	1 – 5 Jahre	Mehr als 5 Jahre
52.584	228.164	5.348

Anhand der oben angegebenen Tabelle ist zu erkennen, dass dieses Jahr noch knapp CAD 52 Mio. Finanzverbindlichkeiten fällig und refinanziert werden müssen. Berücksichtigt man jedoch die aktuell freie Liquidität inkl. offener Kreditzusagen iHv. CAD 20,3 Mio. erachten wir die Liquiditätssituation von Holloway, selbst unter den derzeit schwachen Geschäftsbedingungen, als vertretbar.

(c) Verwässerungsrisiko der Aktionäre durch Wandelanleihen

Insgesamt beläuft sich die Aktienzahl von Holloway auf 19,5 Mio. inkl. ausgegebener Optionen. Außerdem bestehen derzeit Wandelanleihen in Höhe von insgesamt CAD 92,8 Mio. Die Inhaber der Wandelanleihen können diese jederzeit für je CAD 1000 Nominalwert in CAD 285 Cash und 28 Aktien tauschen. Der Verwässerungseffekt wäre mit maximal 26 Mio. neuen Aktien substanzial. Berücksichtigt man jedoch das Tauschverhältnis, so ist eine Ausübung des Wandlungsrechts erst ab einem Aktienkurs von CAD 25,53 vorteilhaft. Damit ist ein signifikantes Verwässerungsrisiko aus unserer Sicht derzeit äußerst begrenzt.

(d) Anhaltende Nachfrageschwäche aufgrund der Ölkrise

Holloway Lodging hat einen großen Anteil seiner Hotels in Kanada in der Nähe von Ölsand-Abbaugeländen positioniert. Sie sind mehrheitlich auf Geschäftskunden ausgelegt und nicht in der Nähe von klassischen Touristengebieten platziert. Dadurch kommt es einem anhaltenden Rückgang der Auslastung. Hier liegt aus unserer Sicht ein Hauptrisiko in einem möglichen Investment.