



BEDRIJFSWAARDERINGEN IN DE HOSPITALITY SECTOR

AFSTUDEEROPDRACHT BRIGHTORANGE
STEFAN KOELEWIJN
11 JUNI 2021

BEDRIJF

BRIGHTORANGE ZWOLLE
DOKTER VAN LOOKEREN CAMPAGNEWEG 7
8025 BX ZWOLLE
038 744 0119

OPLEIDING

SAXION UNIVERSITY OF APPLIED SCIENCES
SPOORSTRAAT 29
7311 PE APELDOORN
088 019 8888

AUTEUR

STEFAN KOELEWIJN
HOTEL MANAGEMENT (NL)
450556

BEGELEIDERS

HERMEN DAM – BRIGHTORANGE
ANNEKE VAN DER MEY – TUTOR SAXION

DATUM

11-06-2021 (ORIGINELE INLEVERDATUM)
01-07-2021 (HERKANSING INLEVERDATUM)

Voorwoord

Het beroepsproduct 'Bedrijfswaarderingen in de hospitality sector' is geschreven als onderdeel van het Young Professional Semester van de opleiding Hotel Management aan de Hogeschool Saxion te Apeldoorn.

Begin februari 2021 ben ik begonnen met het ontwikkelen van dit beroepsproduct. Als student Hotel Management is een beroepsproduct op het gebied van bedrijfswaarderingen erg verrassend. De bewuste keuze om het beroepsproduct hierop te richten, komt voort uit mijn affiniteit met de financiële aspecten van een (hospitality) onderneming. Daarnaast heb ik vorig jaar op werk ervaring opgedaan met betrekking tot het overnameproces waarbij een andere onderneming werd overgenomen. Naar aanleiding van deze ervaring op werk, vroeg ik mij af welke factoren de bedrijfswaarde voor een hospitality bedrijf beïnvloeden. Zo is het onderwerp voor dit beroepsproduct ontstaan.

Dit beroepsproduct kent twee specifieke doelgroepen: waarderingsspecialisten en non-financials. Bedrijfswaarderingen zijn erg complex, waardoor het voor non-financials erg onduidelijk kan zijn. Ik heb gedurende het Young Professional Semester veel geleerd door te werken met de waarderingsspecialisten van BrightOrange. Hierdoor ben ik in staat geweest om de bedrijfswaarderingen zo goed mogelijk uit te leggen voor non-financials. Daarnaast kan dit beroepsproduct zorgen voor nieuwe inzichten bij waarderingsspecialisten.

Ik wil graag mijn begeleiders, collega's en medestudenten bedanken voor de goede, fijne samenwerking en hun ondersteuning tijdens het Young Professional Semester. In het bijzonder wil ik Hermen Dam en Anneke van der Mey bedanken voor de goede begeleiding en ondersteuning. Daarnaast wil ik de medewerkers van BrightOrange bedanken voor de leerzame en gezellige periode.

Ik wens u veel leesplezier toe.

Stefan Koelewijn

Bunschoten-Spakenburg, 11 juni 2021

Samenvatting

Bij het bepalen van de bedrijfswaarde van een onderneming worden er diverse uitgangspunten genomen. Dit zijn de factoren die de bedrijfswaarde beïnvloeden. Deze factoren zullen per sector verschillend zijn. In dit beroepsproduct is onderzocht welke factoren van invloed zijn op de bedrijfswaarde van een hospitality bedrijf. De resultaten uit dit onderzoek hebben de basis gevormd voor het advies voor BrightOrange. Het advies richt zich op beantwoording van de volgende vraag: Hoe kan BrightOrange de bedrijfswaardering van hospitality bedrijven inrichten binnen haar organisatie? Met behulp van dit advies kan BrightOrange een goed onderbouwde bedrijfswaardering opstellen voor een hospitality bedrijf.

Het onderzoek is gebaseerd op primair- en secundair onderzoek. Primair onderzoek is gericht op het onderzoeken van de werkwijze van BrightOrange. Secundair onderzoek is gericht op het onderzoeken van factoren die de bedrijfswaarde van hospitality bedrijf beïnvloeden, waarbij het onderzoek zich focust op hotels. In het onderzoek staan twee waarderingsmethodes centraal: Discounted Cash Flow-methode en multiple-methode.

Uit de resultaten blijkt dat BrightOrange een algemene werkwijze heeft om zo een bedrijfswaarde te bepalen. Binnen deze werkwijze zijn er enkele stappen die genomen moeten worden, waarbij het analyseren van het verleden erg belangrijk is. De uitgangspunten die genomen worden tijdens een bedrijfswaardering verschillen uiteraard per specifiek bedrijf, alleen zijn veelal gebaseerd op resultaten uit het verleden. Uit de resultaten blijkt dat er ook een andere benadering is voor het bepalen van de bedrijfswaarde van een hotel. Binnen deze benadering staat een markt- en concurrentieanalyse centraal. Hierbij wordt er gekeken naar hoe een hotel in de toekomst kan presteren door een benchmark te maken met concurrerende bedrijven. Verder wordt er in de marktanalyse gekeken naar de ontwikkelingen in de sector. Deze trends & ontwikkelingen zijn ook onderzocht en blijken soms veel invloed te hebben op een bedrijfswaarde, omdat sommige trends & ontwikkelingen gepaard gaan met investeringen. Tot slot blijkt uit de vergelijking tussen de benadering van BrightOrange en de andere benadering dat er zowel overeenkomsten als verschillen zijn. Het belangrijkste verschil is dat de RevPAR een grote rol speelt bij het waarderen van hotels. Daarnaast zorgt een markt- en concurrentieanalyse ervoor dat er een betere voorspelling gedaan kan worden voor de toekomst.

De conclusie is daarom dat de volgende factoren invloed hebben op de bedrijfswaarde van een hotel: RevPAR-verwachting, winstmarge, investeringen en rendementseis. De RevPAR-verwachting voor de toekomst is cruciaal voor het bepalen van de bedrijfswaarde van een hotel. Daarnaast is het belangrijk om de kosten en winstmarge te onderbouwen op basis van het verleden én de toekomst. Hierbij spelen investeringen een grote rol. Deze toekomstige investeringen zijn te ontdekken door te kijken naar de trends & ontwikkelingen in de hospitality sector. Tot slot is de rendementseis van grote invloed voor de bedrijfswaarde van een bedrijf.

Uit het gehele onderzoek blijkt dat een bedrijfswaarde subjectief is en er niet enkel één juiste bedrijfswaarde. Vandaar dat het belangrijk is dat alle genomen uitgangspunten en factoren binnen een bedrijfswaardering goed onderbouwd worden door bijvoorbeeld een markt- en concurrentieanalyse. Het onderzoek heeft daarnaast de beperking dat er veel gedateerde bronnen worden gebruikt. Eventueel vervolgonderzoek zou zich kunnen richten op de uitgangspunten die genomen worden door waarderingsexperts. Daaruit volgen wellicht nieuwe inzichten voor het waarderen van hospitality bedrijven/ hotels.

Inhoudsopgave

1 Inleiding	5
1.1 Onderzoeksvragen	6
1.2 Leeswijzer	6
2 Theoretisch kader	7
2.1 Kernbegrip: Bedrijfswaarde(ring)	7
2.1.1 Definities	7
2.1.2 Overeenkomsten en verschillen	7
2.1.3 Gekozen definitie	8
2.2 Kernbegrip: Hospitality bedrijven	8
2.2.1 Definities	8
2.2.2 Overeenkomsten en verschillen	8
2.2.3 Gekozen definitie	8
2.3 Samenhang tussen kernbegrippen	9
2.4 Waarderingsmethodes	9
2.4.1 DCF-methode	9
2.4.2 Multiple-methode	9
2.5 Bestaande inzichten met betrekking tot de waarderingsmethodes	11
2.5.1 Meest zuivere waarderingsmethode	11
2.5.2 Voor- en nadelen DCF-methode	11
2.5.3 Voor- en nadelen multiple methode	11
2.6 Bestaande inzichten met betrekking tot bedrijfswaarderingen in de hospitality sector	12
2.6.1 Waarderingsmethode hospitality bedrijven	12
2.6.2 Belangrijke factoren	12
2.6.3 Waarde creërende factoren	12
2.7 Bestaande inzichten met betrekking tot de factoren in een bedrijfswaarderingen	13
2.7.1 Factoren met de meeste invloed	13
2.7.2 Factoren met indirecte invloed	13
3 Onderzoeksmethode	14
3.1 Onderdelen van een bedrijfswaardering	14
3.2 Trends & ontwikkelingen in de hospitality sector	14
3.3 Bedrijfswaardering van hospitality bedrijven	14
3.4 Verschillen en overeenkomst tussen bedrijfswaarderingen	15

4 Resultaten	16
4.1 Onderdelen van een bedrijfswaardering	16
4.1.1 Werkwijze DCF-methode.....	16
4.1.1.1 Stap 1 – Analyseren van het verleden.....	16
4.1.1.2 Stap 2 – Voorspelling van de toekomstige geldstromen	16
4.1.1.3 Stap 3 – Bepalen van de disconteringsvoet	18
4.1.1.4 Stap 4 – Bepalen van de bedrijfswaarde.....	18
4.1.2 Werkwijze Multiple-methode.....	20
4.2 Trends & ontwikkelingen	22
4.2.1 Demografisch.....	22
4.2.2 Economisch	22
4.2.3 Sociaal-cultureel	23
4.2.4 Technologisch.....	24
4.2.5 Ecologisch	24
4.2.6 Politiek-juridisch.....	24
4.2.7 Nederlandse fusie- en overnamemarkt	25
4.2.8 Samenhang tussen trends en ontwikkelingen.....	25
4.3 Bedrijfswaarderingen in de hospitality sector	26
4.3.1 DCF-methode	26
4.3.1.1 Kameromzet	26
4.3.1.2 Totale omzet.....	27
4.3.1.3 EBITDA-marge	27
4.3.1.4 Cashflow	28
4.3.1.5 Rendementseis.....	28
4.3.2 Multiple-methode	28
4.3.2.1 Hotels.....	29
4.3.2.2 Restaurants & Bars.....	30
4.3.3 Waarde creërende factoren voor een hospitality bedrijf.....	32
4.4 Overeenkomsten en verschillen tussen bedrijfswaarderingen.....	33
4.4.1 Omzetgroei	33
4.4.2 Bedrijfswinstmarge	33
4.4.3 Belastingtarief	34
4.4.4 Werkkapitaal	34
4.4.5 Investerings in vaste activa / vervangen van vaste activa	34
4.4.6 Rendementseis.....	35
4.4.7 Duur van voorspellingsperiode	35
4.4.8 Indirecte factoren	35

5 Conclusie.....	37
6 Alternatieven	38
6.1 Alternatief 1	38
6.1.1 Voordelen	38
6.1.2 Nadelen	38
6.2 Alternatief 2	38
6.2.1 Voordelen	39
6.2.2 Nadelen	39
6.3 Alternatief 3	39
6.3.1 Voordelen	39
6.3.2 Nadelen	39
7 Advies	40
7.1 Het bepalen van de juiste RevPAR	40
7.2 Het bepalen van de kosten.....	40
7.3 Het bepalen van de vrije geldstromen.....	40
7.4 Het bepalen van de juiste rendementseis	41
7.5 Multiple-analyse.....	41
7.5.1 Hotel.....	41
7.5.2 Restaurants & Bars.....	41
7.6 Ontastbare factoren van een hospitality bedrijf.....	41
Bijlage 1 – STAR rapport	43
STAR Report	43
RevPAR Positioning Matrix	44
Corporate Report.....	45
Literatuurlijst.....	46

1 Inleiding

BrightOrange heeft een groot **en breed** klantenbestand, **alleen** ze wil zich ook richten op nieuwe klanten in specifieke sectoren, **zoals de hospitality sector**. De trends & ontwikkelingen in de markt laten zien dat er veel bedrijfstransacties gaan plaatsvinden in de M&A (**fusies en overnames**) markt. **Met name in** de hospitality sector. Deze verwachting wordt ook **beaamd** door Hendriks (2020) in de Ondernemer. Hendriks (2020) stelt dat er een grote faillissementsgolf in de horecasector op komst is. Daarentegen biedt de crisis ook positieve verwachtingen want er is sprake van “lagere overnamebedragen en aantrekkelijke instapcondities van verhuurders”. Ook Minnaar is van mening dat het M&A klimaat gunstig is: “Ondanks de terugval van o.a. de beurs blijft er zeer veel geld beschikbaar voor investeringen vanuit financiële kopers.” (Florijnz, z.d.). Dit is een positief bericht, want hoewel de coronapandemie heeft geleid tot een grote dip in de M&A markt, heeft de markt zich in het laatste kwartaal van 2020 ongekend hersteld (White & Case, 2021).

Uit de mondelinge communicatie (**H. Dam, persoonlijke communicatie, 27 mei 2020**) blijkt dat BrightOrange tegen een probleem aanloopt. De organisatie heeft vooralsnog weinig hospitality bedrijven verkocht en daarom is deze sector relatief onbekend voor BrightOrange. In het verleden was er geen wens om de hospitality sector te gaan bedienen, echter de ambitie bestaat nu wel. De trends en ontwikkelingen binnen BrightOrange zijn namelijk dat zij haar diensten **wil** uitbreiden naar meerdere sectoren. Door het opdoen van extra kennis kan BrightOrange haar klanten beter bedienen. Zo **kan** zij zich onderscheiden van andere corporate finance-organisaties en een unieke service leveren aan haar klanten. De coronapandemie gaat waarschijnlijk leiden tot veel bedrijfstransacties in de hospitality sector (Hendriks, 2020). Hierdoor ontstaan er kansen voor BrightOrange. Aan de kant van kopers zijn er zowel kansen als **uitdagingen in de** huidige overnamemarkt. Deze kansen en uitdagingen verschillen per sector en per type bedrijf. Zo kan het voor een koper heel interessant zijn om te investeren in een restaurant welke zich specialiseert in afhaaldiensten, maar is een hostel voor groepsreizen niet zo interessant voor kopers in deze tijd. Er wordt vooral gekeken naar de invloed van corona, en of deze van tijdelijke of structurele aard is (van Hoogdalem, z.d.). Dit is een belangrijk vraagstuk bij hospitality bedrijven, want zij worden belemmerd door de maatregelen. Veel hospitality bedrijven proberen namelijk het hoofd boven water te houden (Vastgoed Business School, z.d.). En de vraag is hoelang deze situatie aanhoudt.

De hospitality sector levert diensten, in tegenstelling tot bijvoorbeeld productiebedrijven die een product maken. De diensten die geleverd worden in de hospitality sector hebben betrekking op de services die het bedrijf biedt aan haar gasten. De primaire factoren bij een waardebepaling, zoals bedrijfsresultaat en vrije geldstromen, zijn uit te drukken in een waarde. Echter, volgens BrightOrange zijn de secundaire factoren, die vooral aanwezig zijn bij dienstverlening zoals hospitality bedrijven, niet één op één te vertalen in waarde. De waarde van de geleverde service is afhankelijk van verschillende factoren. Vandaar dat bij waardering van bedrijven uit de hospitality sector ook rekening gehouden moet worden met de factoren die minder tastbaar/ontastbaar zijn. Hierbij kan bijvoorbeeld gedacht worden aan de naamsbekendheid, ervaringen/reviews, prijs/kwaliteitverhouding **en loyaliteit van gasten. Deze factoren kunnen ook een zekere waarde hebben.**

BrightOrange geeft aan dat zij in het verleden erg veel moeite **heeft** gehad met het opstellen van een waardering voor een hospitality bedrijf omdat zij deze kennis niet in huis **heeft**. Deze kennis heeft vooral betrekking op het bepalen van waarde aan minder tastbare/ontastbare zaken die spelen in de hospitality sector.

De hospitality sector bestaat uit diverse soorten bedrijven. Denk hierbij aan hotels en restaurants, maar ook vakantieparken, B&B 's en reisbureaus. In overeenstemming met BrightOrange wordt er in dit onderzoek met name gekeken naar hotels, **omdat dit soort bedrijven vaak complex zijn. De meeste hotels hebben namelijk meerdere vormen van inkomsten.** Vandaar dat de focus ook op dit soort bedrijven ligt in dit beroepsproduct. Het beroepsproduct is het opstellen van een advies. Om tot dit advies te komen, wordt er onderzoek gedaan naar de waardebepalingen van hospitality bedrijven.

1.1 Onderzoeksvragen

Het managementvraagstuk van BrightOrange is als volgt: **Hoe kan BrightOrange de bedrijfswaardering van hospitality bedrijven inrichten binnen haar organisatie?** Het advies richt zich op beantwoording van deze vraag. Voor beantwoording van dit managementvraagstuk wordt onderzoek gedaan naar hoe hospitality bedrijven gewaardeerd worden en welke factoren hierbij een rol spelen. De hoofdvraag in het onderzoek is: **Welke factoren zijn van invloed op de bedrijfswaarde van een hospitality bedrijf?** De focus in het onderzoek ligt op hotels. Het onderzoek richt zich dus op het onderzoeken van de factoren die invloed hebben op de bedrijfswaardering van een hotel. De volgende deel-onderzoeksvragen staan centraal om tot beantwoording van de hoofd-onderzoeksvraag te komen:

- a) Hoe waardeert BrightOrange een bedrijf?
- b) Wat zijn de trends en ontwikkelingen binnen de hospitality sector waaraan waarde gehecht kan worden?
- c) Op basis van welke factoren wordt een hospitality bedrijf gewaardeerd?
- d) In welk opzicht verschilt de bedrijfswaardering van een hospitality bedrijf ten opzichte van een bedrijf uit een andere sector?

Naar aanleiding van de conclusies die volgen uit het onderzoek, kan een advies worden opgesteld. In dit advies wordt toegelicht hoe BrightOrange de onderzochte kennis kan implementeren in haar bedrijfsvoering zodat deze ook toepasbaar wordt voor hospitality bedrijven, zoals hotels.

1.2 Leeswijzer

In het theoretisch kader worden de kernbegrippen 'Bedrijfswaarde(ring)' en 'Hospitality bedrijven' gedefinieerd en in de context geplaatst. Daarnaast worden de financiële termen 'Free cashflow' en 'EBITDA' uitgelicht. De waarderingsmethodes worden toegelicht en uitgelegd. Vervolgens worden de bestaande inzichten met betrekking tot de waarderingsmethodes en de bedrijfswaardering in de hospitality sector toegelicht. Ten slotte worden de deelvragen behandeld. Dit geheel zal leiden tot een adviesrapport voor BrightOrange.

2 Theoretisch kader

In dit hoofdstuk wordt er een theoretisch kader ontwikkeld. Aan de hand van definities uit wetenschappelijke onderzoeken worden de kernbegrippen gedefinieerd en toegelicht. Verder worden er twee verschillende methodes van bedrijfswaarderingen beschreven.

In dit theoretisch kader worden de volgende kernbegrippen uitgelicht: '**Bedrijfswaardering**' en '**Hospitality bedrijven**'. Bij de waarderingsmethodes worden ook de financiële kerncijfers '**Free cashflow**' en '**EBITDA**' toegelicht.

Daarna worden de bestaande inzichten rondom deze waarderingsmethodes toegelicht. Hier ligt de nadruk op de voor- en nadelen van deze waarderingsmethodes. Tot slot worden de bestaande inzichten met betrekking tot bedrijfswaarderingen in de hospitality sector beschreven.

2.1 Kernbegrip: Bedrijfswaarde(ring)

Hieronder volgen enkele definities van het kernbegrip "Bedrijfswaardering". Vervolgens worden de overeenkomsten en verschillen tussen deze definities beschreven. Ten slotte wordt er één definitie gekozen en toegelicht.

2.1.1 Definities

De eerste definitie van bedrijfswaardering komt van Kirchner (2009, p. 2): "*Bedrijfswaardering gaat over het proces waarin de economische waarde van een onderneming wordt bepaald. Deze ondernemingswaarde wordt gebruikt als uitgangspunt en ter onderbouwing van de transactieprijs voor een onderneming*". In het onderzoek van Kirchner blijkt duidelijk dat de uitkomst van een bedrijfswaardering een economische waarde is.

De bedrijfswaarde kan verschillen van de marktwaarde. "*Een bedrijfswaarde is geen marktwaarde. Integendeel, de bedrijfswaarde ligt dus meestal hoger dan de marktwaarde. Een bedrijfswaarde is ondernemingsspecifiek en gaat uit van de veronderstellingen die de ondernemingsleiding hanteert.*" (Hoogendoorn, 2013, p. 4). Deze tweede definitie verdiept zich in het onderscheid tussen bedrijfswaarde en marktwaarde. De bedrijfswaarde is meestal hoger dan de marktwaarde, omdat de veronderstellingen waarop de bedrijfswaarde is gebaseerd, "*kunnen afwijken van de verwachtingen van de markt*" (Hoogendoorn, 2013, p. 4). Daarnaast blijkt ook dat er niet enkel één juiste waarde is, maar dat de waarde afhankelijk is van het perspectief van degene die naar de onderneming kijkt. "*Het vaststellen van een bedrijfswaarde (...) is inherent subjectief.*" (Hoogendoorn, 2013, p. 4).

De bedrijfswaarde wordt gedefinieerd door De Bruijn (2004, p. 59) als: "*De bedrijfswaarde bestaat uit contant gemaakte verwachte kasstromen in de toekomst.*". Deze derde definitie van bedrijfswaarde is gelijk aan de definitie van economische waarde van Vandemaele en Janssen (2017, p. 14): "*Economische waarde is een schatting en het resultaat van het verdisconteren van geprojecteerde kasstromen.*". Deze definities richten zich specifiek op de wijze van bedrijfswaarderingen en spreken over zowel 'toekomstige kasstromen' als 'geprojecteerde kasstromen'. Bij beide definities wordt er gekeken naar de toekomst. Aan deze definities is de DCF-waarderingsmethode gekoppeld. Deze methode wordt hierna besproken.

2.1.2 Overeenkomsten en verschillen

Bovenstaande definities richten zich allen op een ander aspect en zijn daarom verschillend. De definitie van Kirchner (2009) is algemeen en breed en spreekt over een 'economische waarde' en 'ondernemingswaarde'. De definitie van Hoogendoorn (2013) haakt in en verduidelijkt het onderscheid tussen de bedrijfswaarde en marktwaarde. De term 'economische waarde', 'ondernemingswaarde' en 'bedrijfswaarde' duiden allen op hetzelfde, namelijk de waarde van een bedrijf. Bedrijfswaarde is de waarde vanuit het perspectief van de ondernemer. De marktwaarde is de waarde vanuit het perspectief van de markt. De bedrijfswaarde en marktwaarde kunnen dus verschillend van elkaar zijn. De Bruijn (2004) en Vandemaele en Janssen (2017) formuleren een specifieke definitie over het contant maken van kasstromen in een bedrijfswaardering.

2.1.3 Gekozen definitie

Het is van belang om een algemene definitie van de bedrijfswaarde(ring) te gebruiken in dit onderzoek, zodat centraal staat wat een bedrijfswaardering inhoudt. De definitie van Kirchner (2009) is alomvattend en beschrijft duidelijk wat een bedrijfswaardering inhoudt en waarvoor deze gebruikt kan worden. Daarom is de definitie van Kirchner (2009) het meest geschikt. De specifieke vorm van bedrijfswaardering die De Bruijn (2004) en Vandemaele en Janssen (2017) beschrijven, wordt nader besproken in de DCF-waarderingsmethodes.

De definitie voor bedrijfswaardering die in dit onderzoek gehanteerd wordt luidt als volgt:

“Bedrijfswaardering gaat over het proces waarin de economische waarde van een onderneming wordt bepaald. Deze ondernemingswaarde wordt gebruikt als uitgangspunt en ter onderbouwing van de transactieprijs voor een onderneming” (Kirchner, 2009, p. 2).

2.2 Kernbegrip: Hospitality bedrijven

Hieronder volgen enkele definities van het kernbegrip “Hospitality bedrijven”. Vervolgens worden de overeenkomsten en verschillen tussen deze definities beschreven. Ten slotte wordt er één definitie gekozen en toegelicht.

2.2.1 Definities

De hospitality sector wordt door Backman, Klaesson en Öner (2017, p. 4) als volgt gedefinieerd: “We classify firms that belong to either the hotel or the restaurant industry as comprising the hospitality industry”. De hospitality sector bestaat volgens Backman et al. (2017) uit hotels en restaurants.

Volgens Harrison en Enz (2005, p. 23) bestaat de hospitality sector uit het volgende: “primarily consists of business that provide accommodation, food, and beverage or some combination of these activities.”. Bedrijven die zich bezighouden met accommodaties en/of eten & drinken worden als ‘hospitality bedrijven’ beschouwd.

Iuliana, Carmen Maria en Alexandrina (2016, p. 266) definiëren de hospitality sector als: “the hospitality industry targets: food, recreation, accommodation for those who are away from home for longer or shorter periods of time, including hotels, restaurants and commercial activities such as: guest houses, snack bars and fast-food establishments.”. Deze definitie voegt een belangrijk aspect toe aan hospitality bedrijven, namelijk dat ze mensen van dienst zijn die voor een lange of korte periode weg van huis zijn.

2.2.2 Overeenkomsten en verschillen

De definities hebben veel raakvlakken met elkaar. Alle definities doelen op bedrijven die zich richten op het verstrekken van accommodaties en eten/drinken. De derde definitie voegt daarbij een belangrijk aspect, namelijk dat mensen voor een lange of korte periode van huis zijn. Dit wordt in de andere twee definities niet benoemd.

2.2.3 Gekozen definitie

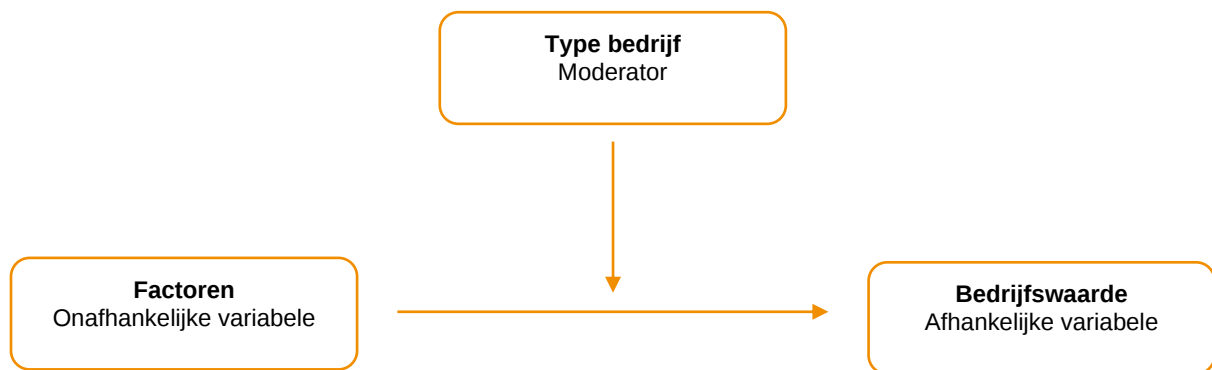
Hierboven zijn diverse definities van de hospitality sector weergegeven. In de bovenstaande definities wordt toegelicht welke bedrijven tot de hospitality sector behoren en welke zich een hospitality bedrijf mogen noemen. De definitie van Iuliana et al. (2016) is het meest geschikt voor dit onderzoek, want het geeft duidelijkheid over welke bedrijven zich in deze sector bevinden. Onderstaande definitie voor hospitality bedrijven is afgeleid van de definitie van Iuliana et al. (2006) over de hospitality sector.

De definitie voor hospitality bedrijven die in dit onderzoek gehanteerd worden luidt als volgt:

Hospitality bedrijven richten zich op: voeding, recreatie en accommodatie voor degenen die voor langere of kortere tijd van huis zijn. Hieronder worden hotels, restaurants en commerciële activiteiten verstaan, zoals pensions, snackbars en fastfoodrestaurants.

2.3 Samenhang tussen kernbegrippen

In dit onderzoek wordt achterhaald wat de factoren zijn die invloed hebben op de bedrijfswaardering van hospitality bedrijven. De factoren zijn onafhankelijke variabelen. De bedrijfswaarde die voortvloeit uit de bedrijfswaardering is de afhankelijke variabele. Het type bedrijf (hospitality bedrijven) is opgenomen als modererende variabele. Het conceptueel model is hieronder visueel weergegeven:



Figuur 1 - Conceptueel model

2.4 Waarderingsmethodes

De opdrachtgever maakt voornamelijk gebruik van een tweetal waarderingsmethodes: de DCF-methode en een multiple-methode. Bij een bedrijfswaardering is de DCF-methode leidend, waarbij de multiple-methode ter ondersteuning dient. Beide waarderingsmethodes worden hieronder beschreven en toegelicht.

2.4.1 DCF-methode

De Discounted Cash Flow (DCF) methode is een waardering op basis van vrije kasstromen. Een bedrijfswaardering op basis van de DCF-methode bestaat, zoals De Bruijn (2004) en Vandermaele en Janssen (2017) ook definiëren, uit contant gemaakte vrije kasstromen in de toekomst. Dit wordt ook wel verdisconteren genoemd.

De DCF-methode neemt de toekomstige vrije kasstromen van een bedrijf. De DCF-methode bestaat uit een voorspellingsperiode en een restperiode. De voorspellingsperiode bestaat doorgaans uit vijf jaar. Bij het opstellen van de voorspellingsperiode worden er verschillende uitgangspunten genomen om de toekomstbegroting te onderbouwen. De restperiode is een periode die tot de oneindigheid door kan lopen (Hazelhorst, 2015).

Binnen de DCF-methode staan de vrije kasstromen/geldstromen, oftewel Free Cash Flow, centraal. De definitie van de vrije kasstroom is:

“De vrije kasstroom (free cashflow, afgekort FCF) vertegenwoordigt het kapitaal dat uit de onderneming gehaald kan worden zonder dat dit invloed heeft op de voortgang van de ondernemingsactiviteiten.” (BerekenHet.nl, z.d.).

De vrije kasstroom, ook wel vrije geldstroom genoemd, is het geld dat onttrokken kan worden uit de organisatie (in de vorm van dividend of uitkering) rekening houdend met het feit dat de onderneming draaiende moet blijven en investeringen moet doen. Verder in dit document is een berekening van de vrije geldstromen opgenomen.

2.4.2 Multiple-methode

De multiple-methode is een waarderingsmethode op basis van een multiple, oftewel een bepaalde factor, maal een financieel kengetal. Een waardebeoordeling op basis van een multiple zijn er in verschillende vormen. Suozzo, Cooper, Sutherland en Deng (2001) beschrijven een Cashflow-

multiple, Revenue-multiple, EBITDA-multiple en Operating free cash flow-multiple. Elk financieel kengetal heeft een andere factor (multiple) om de ondernemingswaarde te bepalen (dit is de ratio tussen ondernemingswaarde en het specifieke kengetal). De multiple wordt bepaald aan de hand van verschillende 'valuedrivers', zoals groeiverwachtingen, rendementseisen en risico in een bepaalde branche (Suozzo et al., 2001). Hiervoor wordt er gekeken naar wat de multiple is voor vergelijkbare bedrijven, oftewel een peer groep (Havnaer, 2013).

De opdrachtgever maakt veelal gebruik van de EBITDA-multiple ter ondersteuning van een DCF-waardering. Uit een DCF-waardering volgt een bedrijfswaarde, vervolgens wordt er een EBITDA-multiple gebruikt om de berekende bedrijfswaarde te verifiëren en te onderbouwen. Wanneer de bedrijfswaarde uit een DCF-methode tweemaal zo groot is als bij een multiple-methode, kan dit ertoe leiden dat de uitgangspunten bij een DCF-waardering worden herzien. Verder is ervoor gekozen binnen BrightOrange om de EBITDA-multiple te hanteren, omdat de EBITDA een goede weerspiegeling is van het operationele resultaat van een onderneming.

Binnen de EBITDA-multiple methode staat het financiële kengetal 'EBITDA' centraal. De term EBITDA staat voor: **Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization**: oftewel **winst vóór aftrek van rente, belastingen, afschrijving en amortisatie**.

De definitie van EBITDA is als volgt:

"is de operationele winst zonder dat hier de kosten van afschrijvingen en financiering inzitten. EBITDA wordt gezien als een maatstaaf voor waardering van een onderneming" (LYNX, 2018).

2.5 Bestaande inzichten met betrekking tot de waarderingmethoden

Hieronder worden de bestaande inzichten uit de literatuur beschreven. Zo wordt toegelicht welke waarderingmethode het zuiverst is. Verder worden de voor- en nadelen van de twee waarderingmethoden beschreven.

2.5.1 Meest zuivere waarderingmethode

De Discounted Cash Flow wordt gezien als het meest zuivere model om een bedrijfswaarde te bepalen (Hazelhorst, 2015). Dit komt omdat de DCF-methode rekening houdt met toekomstige kasstromen. Want zoals het spreekwoord luidt: "In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst". Ook Koller, Goedhart en Wessels (2005) zijn van mening dat de Discounted Cash Flow methode de meest accurate en flexibele methode is voor bedrijfswaarderingen: *'a discounted-cash-flow analysis delivers the best results.'* (Koller et al., 2005, p. 11).

2.5.2 Voor- en nadelen DCF-methode

Vanuit de wetenschappelijke literatuur wordt de Discounted Cash Flow methode als meest zuivere vorm van waardebeoordeling gezien. De reden hiervoor is dat de DCF-methode verschillende aspecten van een bedrijf analyseert. Zo wordt er gekeken naar de disconteringsvoet, competitieve voordelen van een bedrijf, investeringsrendement en groei in de toekomst (Havnaer, 2013). Deze 'groei in de toekomst' in de DCF-methode is sterk afhankelijk van de uitgangspunten en veronderstellingen die een ondernemer neemt, zoals Hoogendoorn (2013) ook schrijft. *"de ene ondernemer kan wat optimistischer naar de toekomst kijken dan de andere, zonder dat gesteld kan worden dat de ene benadering beter is dan de andere."* (Hoogendoorn, 2013, p. 4). Het nadeel van een DCF-methode is dat het een complexe waardering is (Havnaer, 2013).

2.5.3 Voor- en nadelen multiple methode

De multiple-methode wordt gezien als eenvoudig. Dit is zowel een voor- als nadeel. Suozzo et al. (2001) beschrijft de multiple-methode als simpel omdat de waardering gebruiksvriendelijk is. Ook Havnaer (2013) ziet dat de multiple-methode eenvoudig toe te passen is. Daarentegen beschrijft Suozzo et al. (2001) ook dat deze eenvoudigheid een nadeel is. De verschillende 'valuedrivers' worden namelijk in één multiple (factor) verwerkt en afgeleid van vergelijkbare bedrijven. Echter, de vraag is of er wel werkelijk vergelijkbare bedrijven bestaan. En of deze vergelijkbare bedrijven wel juist zijn gewaardeerd (Havnaer, 2013).

2.6 Bestaande inzichten met betrekking tot bedrijfswaarderingen in de hospitality sector

Hieronder wordt beschreven welke waarderingsmethode geschikt is voor de hospitality sector. Daarnaast wordt toegelicht welke factoren invloed hebben op de bedrijfswaardering van een hospitality bedrijf.

2.6.1 Waarderingsmethode hospitality bedrijven

Nilsson, Harris en Kett (2001) onderzochten de waarderingsmethode voor hotels. Zij oordelen dat een DCF-methode een geschikte waardering is voor hotels. Ook Novikova (2019) concludeert dat een bedrijfswaardering op basis van de DCF-methode het meest realistisch is voor het bepalen van de waarde van hotels. Volgens Nilsson et al. (2001) moet er rekening gehouden worden met de toekomstige ontwikkelingen in de sector, omdat de hotelsector erg fluctuerend is. Dit geldt overigens niet alleen voor de hotelsector. Bij een DCF-methode moet er altijd gekeken worden naar ontwikkelingen in de sector om zo een juiste prognose op te kunnen stellen. Zij concluderen ook dat de beoefenaars van deze waarderingen voldoende expertise moeten hebben en de (hospitality) sector goed kennen, want anders worden er verkeerde uitgangspunten genomen voor het berekenen van de toekomstige kasstromen. Dit leidt tot onjuiste bedrijfswaarderingen.

2.6.2 Belangrijke factoren

Camilleri (2015) spreekt van 'Goodwill value'. Dit is de toegevoegde waarde die een bestaand hotel heeft ten opzichte van een nieuw hotel. Deze 'goodwill value' is gebaseerd op (on)tastbare onderdelen, zoals persoonlijke vaardigheden van personeel, expertise en reputatie. De ontastbare onderdelen zijn moeilijk te meten in een DCF-methode. Echter, een afgeleide hiervan is bijvoorbeeld de bezettingsgraad, welke wel gemeten kan worden. Verder kan er ook gekeken worden naar de competitieve voordelen, zoals naamsbekendheid en concurrentie, die Havnaer (2013) beschrijft. Daarnaast beschrijft Camilleri (2015) dat de disconteringsvoet in de hotelsector wisselend is. Er wordt een range van 10,8% – 14,6% gegeven in de periode van 2000 tot en met 2012.

2.6.3 Waarde creërende factoren

Volgens onderzoek van Ganchev (2000) zijn er enkele factoren die waarde creëren voor een hotel, deze worden ook wel 'value drivers' genoemd. De value drivers zijn: groei, marktaandeel, niveau van service en voorzieningen, en winstmarge. Ganchev (2000) spreekt van een value-driver approach wanneer bij een waardering deze factoren centraal staat. De cashflowprognose begint met de RevPAR* in de markt (gemiddelde RevPAR voor de markt waarin het hotel zich bevindt) en het groeipotentieel. Hierin wordt er gekeken naar de huidige kamerprijzen, het concurrentievermogen en het groeipotentieel. De marktpositie en het vermogen om omzet te genereren worden vervolgens weerspiegeld in de factoren hotelpenetratie en kameromzet. Tot slot wordt er gebruik gemaakt van een beoogde winstmarge. Volgens Ganchev (2000) geeft deze benadering van prognoses een duidelijk overzicht van de geldstromen. Deze factoren met betrekking tot RevPAR en penetratie zijn typerend voor de hospitality branche en zullen niet/minder gevonden worden in bedrijfswaarderingen van bedrijven uit andere sectoren.

*Revenue per Available Room / Kameromzet per beschikbare kamer

2.7 Bestaande inzichten met betrekking tot de factoren in een bedrijfswaarderingen

Volgens Turner (1998) wordt de toekomstige vrije geldstromen berekend aan de hand van acht 'value drivers'. Deze acht factoren zijn onderverdeeld in: 'Operational drivers' en 'Investment drivers'. De 'Operational drivers' zijn:

- 1) Omzetgroei
- 2) Bedrijfswinstmarge
- 3) Belastingtarief.

De 'investment drivers' zijn:

- 4) Investerings in werkkapitaal
- 5) Investerings in vaste activa
- 6) Vervanging van vaste activa
- 7) Rendementseis
- 8) Duur van voorspellingsperiode.

Deze factoren hebben invloed op de toekomstige vrije geldstromen. Aan de hand van deze toekomstige vrije geldstromen wordt de bedrijfswaarde bepaald. Moskowitz (1988) stelt dat er drie factoren zijn die invloed hebben op een bedrijfswaarde, namelijk:

- 1) Risico
- 2) Toekomstige (noodzakelijke) investeringen
- 3) De tijdswaarde van geld.

Tot slot, Eccles en Mavrinac (1995) oordelen dat de bedrijfswaarde afhangt van de volgende factoren:

- 1) Inkomsten en kasstromen
- 2) Marktgroei
- 3) Prestaties in de branche
- 4) Marktaandeel
- 5) Kosten
- 6) Investerings

2.7.1 Factoren met de meeste invloed

In het onderzoek van Akalu (2002) worden de acht 'value drivers' van Turner (1998) beoordeeld en wordt er onderzocht welke 'value drivers' de meeste invloed heeft op de bedrijfswaarde. Het belastingtarief heeft veel invloed op de vrije geldstromen en dus de bedrijfswaarde, omdat er een deel van de winst afgedragen dient te worden. De af te dragen belasting kan vervolgens niet uitgekeerd worden aan aandeelhouder. Vervolgens is het werkkapitaal het belangrijkste onderdeel van de 'investment drivers'. Dit is ook logisch, want het werkkapitaal zijn de geldstromen die gebonden zijn aan de onderneming en daardoor niet uitgekeerd kunnen worden aan aandeelhouders. Akalu (2002) concludeert dat omzet en kosten niet de grootste invloed hebben op de bedrijfswaarde. Terwijl Court en Loch (1999) en Mills (1998, p. 25) juist concluderen dat deze factoren het meeste invloed hebben bij een bedrijfswaardering.

2.7.2 Factoren met indirecte invloed

Volgens Sullivan (2000) zijn er naast deze 'value drivers' ook factoren die indirect de waarde van een bedrijf verhogen. Deze factoren zijn:

- Lagere kosten door innovatie
- Geblokkeerde concurrentie / Toetredingsdrempels voor potentiële concurrenten
- Loyaliteit van klanten
- Vermijden van geschillen
- Omzetgroei door marktsterkte

3 Onderzoeksmethode

Om tot **de** beantwoording van de hoofd-onderzoeksvraag te komen, is het noodzakelijk diverse kennis te vergaren. De hoofdvraag van het onderzoek luidt: **Welke factoren zijn van invloed op de bedrijfswaarde van een hospitality bedrijf?** De benodigde kennis om deze hoofdvraag te kunnen beantwoorden is als volgt onder te verdelen:

3.1 Onderdelen van een bedrijfswaardering

Het is belangrijk om de werkwijze van BrightOrange te verduidelijken. Het advies is gericht op de werkwijze van BrightOrange, vandaar dat ten eerste duidelijk moet worden welke werkwijze BrightOrange toepast bij het waarderen van bedrijven. Dit is de fundering waar eventuele nieuwe inzichten op toegepast kunnen worden. De deel-onderzoeksvraag die hierbij past:

Hoe waardeert BrightOrange een bedrijf?

Voor beantwoording van bovenstaande onderzoeksvraag staat zowel primair als secundair onderzoek centraal. De waarderingen die BrightOrange uitvoert zullen onderzocht worden. Uit deze waarderingen komen verschillende methodes, databases en uitgangspunten naar voren. De voornaamste methodes zijn de DCF-methode en Multiple-methode. Beide methodes worden toegelicht. De databases zijn onder meer Infront Analytics (z.d.), Epsilon Research (z.d.) en MergerMarket (z.d.). Deze databases worden behandeld en de belangrijkste uitgangspunten in bedrijfswaarderingen worden beschreven. Om een advies te geven hoe BrightOrange haar diensten kan verlenen in de hospitality branche, moet onderzocht worden waaruit een waardering momenteel bestaat. Aan de hand van uitgevoerde waarderingen wordt het proces van waardering bij BrightOrange bekend. De kennis binnen de organisatie wordt daarnaast vergaard door het volgen van diverse cursussen van BrightOrange. Daarnaast loopt de student mee met lopende opdrachten om inzicht te krijgen in hoe een bedrijfswaardering in de praktijk verloopt. Dit is primair onderzoek.

3.2 Trends & ontwikkelingen in de hospitality sector

Om te bepalen welke factoren invloed hebben op de waarde van een hospitality bedrijf, moet er onderzocht worden welke trends en ontwikkelingen spelen in de sector. Bij een bedrijfswaardering wordt er vaak gekeken naar de toekomst. De trends en ontwikkelingen bepalen het beeld voor de toekomst. Aan deze trends en ontwikkelingen kan waarde gehecht worden. Sommige trends hebben een stijging van de bedrijfswaarde als gevolg, terwijl andere trends zorgen voor een lagere bedrijfswaarde. De deel-onderzoeksvraag die hierbij past:

Wat zijn de trends en ontwikkelingen binnen de hospitality sector waaraan waarde gehecht kan worden?

De macro-omgeving van de hospitality branche wordt uitgewerkt in deze onderzoeksvraag. In de literatuur wordt er gezocht naar trends & ontwikkelingen en deze worden toegelicht in een DESTEP-model. De zoekmachine die bij beantwoording van deze onderzoeksvraag centraal staat is Google.com. Daarbij behorende zoektermen: "Trends & Ontwikkelingen Hospitality Sector 2021", "DESTEP Hospitality Sector 2021", "Macro Trends Hospitality Sector 2021". Daarnaast kan er informatie gezocht worden in jaarlijkse gepubliceerde rapporten van PwC, Deloitte, Rabobank en ING.

3.3 Bedrijfswaardering van hospitality bedrijven

Om te kunnen adviseren hoe BrightOrange hospitality bedrijven kan waarderen, moet er eerst kennis vergaard worden over hoe de markt een hospitality bedrijf waardeert. Welke factoren worden hierbij meegenomen? Het is van belang om inzichten op te doen over hoe anderen een hospitality bedrijf, zoals een hotel, waarderen. Aan de hand van deze uitkomsten kan wellicht een alternatieve benadering voor BrightOrange worden opgesteld. De deel-onderzoeksvraag die hierbij past:

Op basis van welke factoren wordt een hospitality bedrijf gewaardeerd?

Vervolgens kan onderzocht worden hoe de markt een hospitality bedrijf waardeert en wat de best practices zijn. Hieruit blijkt welke factoren in de markt aan de basis staan van een waardering binnen de hospitality branche. Dit secundaire onderzoek zal op verschillende bronnen gebaseerd zijn. Ten eerste, BrightOrange maakt gebruik van databases. Deze databases zijn een verzamelplaats voor alle wereldwijde transacties die enige omvang hebben. Drie belangrijke databases zijn Infront Analytics (z.d.), Epsilon Research (z.d.) en MergerMarket (z.d.). Op basis van deze informatie, kan een beeld gevormd worden over welke multiples binnen de hospitality sector gangbaar zijn. Ten tweede, wetenschappelijk onderzoek kan leiden tot inzichten in waarderingen in de hospitality branche. De zoekmachines die gebruikt zullen worden zijn: Google Scholar en Saxon Library. De zoektermen zijn: "Firm Value Hospitality Industry", "Merger and Acquisition Hospitality Industry", "Equity Valuation Hospitality Industry", "Valuation Framework Hospitality Industry", "DCF Method Hospitality Industry" en "Multiple Valuation Hospitality Industry". Zo wordt onderzoek gedaan naar de factoren die een waarde bepalen. De twee voornaamste methodes die voor de waardebeoordeling gebruikt worden, namelijk de DCF-methode en de EBITDA-multiple, staan vast omdat de opdrachtgever van mening is dat deze twee methodes tezamen leiden tot de meest zuivere bedrijfswaardering.

3.4 Verschillen en overeenkomst tussen bedrijfswaarderingen

Als onderzocht is welke werkwijze BrightOrange toepast, en hoe een hospitality bedrijf wordt gewaardeerd, kan er gekeken worden naar de verschillen en overeenkomsten tussen beide waarderingen. Wanneer er grote verschillen tussen beide waarderingen zijn, kan in het advies een alternatieve benadering worden opgesteld zodat BrightOrange zich kan specialiseren in de hospitality sector. De deel-onderzoeksvraag die hierbij past:

In welk opzicht verschilt de bedrijfswaardering van een hospitality bedrijf ten opzichte van een bedrijf uit een andere sector?

Voor beantwoording van deze onderzoeksvraag staat de vergelijking tussen verschillende bedrijven uit verschillende sectoren centraal. De resultaten van onderzoeksvragen A, B en C zullen tegen elkaar afgewogen worden. Dit proces van primair onderzoek houdt in dat er een vergelijking opgesteld wordt. Volgens Harvard University (z.d.) bestaat uit vergelijkingsanalyse uit vijf stappen:

- 1) Referentiekader: In welke context worden de dingen geplaatst die vergeleken worden?
- 2) Gronden voor vergelijking; Waarom is er gekozen om deze twee dingen te vergelijken?
- 3) Scriptie: Wat is de precieze relatie tussen de twee dingen die vergeleken moeten worden?
- 4) Organisatorisch schema: Het ordenen van de inhoud kan op twee manieren:
 - a. Tekst-voor-tekst: Eerst wordt A besproken, dan wordt B besproken
 - b. Punt-voor-punt: Punten over A worden afgewisseld met vergelijkbare punten over B
- 5) Koppeling van A en B: Terugkoppeling aan de analyse zodat er samenhang ontstaat en verbanden worden getoond.

Deze vijf stappen worden gebruikt om een vergelijking op te stellen. Bij stap 4 is wordt er gekozen voor een punt-voor-punt vergelijking zodat de verschillen en overeenkomsten tussen de verschillende sectoren duidelijk naar voren komen.

De resultaten uit het onderzoek worden vervolgens samengevoegd en worden er conclusies getrokken. Na het onderzoek is de juiste kennis verworven om het adviesrapport op te stellen. Zoals hierboven vermeld, staat de vraag "Hoe kan BrightOrange de bedrijfswaardering van hospitality bedrijven inrichten binnen haar organisatie?" centraal bij het adviesrapport. Het advies wordt gebaseerd op de deskresearch met betrekking tot de bovenstaande deelvragen.

4 Resultaten

Hieronder volgen de resultaten uit het primair en secundair onderzoek. De onderzoeksmethode zoals hierboven beschreven is, zal ervoor zorgen dat de benodigde kennis op een goede manier verworven wordt. Daarnaast worden de gemaakte keuze verantwoord in het verantwoordingsdocument.

4.1 Onderdelen van een bedrijfswaardering

Bij het bepalen van de waarde van een bedrijf wordt er naar het verleden en de toekomst gekeken. Alleen de resultaten uit het verleden zeggen niks over de toekomstige winstgevendheid. Daarom kijkt BrightOrange bij de waardering van bedrijven naar de geldstromen in de toekomst. Hoe de waarde van een bedrijf bepaald wordt, kan samengevat worden in drie elementen: geld, tijd en risico. Hiervoor komt de Discounted Cash Flow (DCF) methode in aanmerking. De DCF-methode neemt alle drie de elementen in beschouwing. Ten eerste wordt er in deze waarderingsmethode een prognose opgesteld om het onderdeel geld uit te werken. Ten tweede wordt er rekening gehouden met de tijd door middel van het contant maken van geldstromen. Tot slot wordt het risico van de investering bepaald. De uitkomst geeft de waarde van een bedrijf weer. Echter, deze waarde is subjectief. Zoals ook blijkt uit de bestaande inzichten (in het theoretisch kader) is de waarde afhankelijk van de verwachtingen die iemand heeft ten aanzien van de toekomstige geldstromen (Buijsrogge, z.d.(b)).

4.1.1 Werkwijze DCF-methode

De DCF-methode kan volgens Mkb-Bedrijfsovername (z.d.) in vier stappen worden opgedeeld:

- 1) Analyseren van het verleden
- 2) Voorspelling van de toekomstige geldstromen
- 3) Bepalen van de disconteringsvoet
- 4) Bepalen van de bedrijfswaarde

De stappen komen overeen met de werkwijze van BrightOrange. BrightOrange maakt bij een DCF-methode gebruik van een gedetailleerde prognose voor toekomstige resultaten en geldstromen. Deze prognose leidt uiteindelijk tot het bepalen van de vrije geldstromen. De vrije geldstroom is het geld dat onttrokken kan worden uit de onderneming zonder dat de ondernemingsactiviteiten in gevaar komen. Hiermee wordt bijvoorbeeld rekening gehouden met het werkkapitaal en toekomstige investeringen. Deze vrije geldstromen worden vervolgens contant gemaakt tegen een rendementseis (Buijsrogge, z.d.). Hieronder volgt een gedetailleerde beschrijving per stap.

4.1.1.1 Stap 1 – Analyseren van het verleden

Voorafgaand aan de bedrijfswaardering ontvangt BrightOrange de jaarrekening van het desbetreffende bedrijf van de afgelopen 3 tot 5 jaar. Deze jaarrekening bestaat uit een winst- en verliesrekening en een balans. Deze jaarrekening worden vervolgens verwerkt en geanalyseerd. Het doel hiervan is om de stand van zaken te bepalen voor het desbetreffende bedrijf. Bij de DCF-methode wordt er naar de toekomst gekeken, maar het analyseren van het verleden is daarbij ook van belang. Zo wordt er gekeken naar de omzetontwikkeling van de onderneming. Is de omzet stabiel of stijgend? Daarnaast wordt er gekeken waaruit de kosten bestaan en welke ontwikkeling deze kosten doormaken. Zo wordt er bijvoorbeeld gekeken of bepaalde kosten afhankelijk zijn van de omzet. De brutowinstmarge heeft relatief veel invloed op het resultaat van ondernemingen. Daarom wordt de brutowinstmarge nauwkeurig geanalyseerd om voor de prognose een juiste brutowinstmarge te hanteren. Het analyseren van het verleden leidt tot enkele uitgangspunten die vervolgens worden meegenomen bij het opstellen van een prognose in stap 2.

4.1.1.2 Stap 2 – Voorspelling van de toekomstige geldstromen

Op basis van de prestaties in het verleden en de reële verwachting voor de komende jaren, wordt er een prognose opgesteld voor de komende drie tot vijf jaar. Dit wordt ook wel de voorspellingsperiode genoemd (Hazelhorst, 2015). In stap 1 is elke vorm van inkomsten en uitgaven uitgebreid geanalyseerd en zijn er specifieke uitgangspunten bepaald. Deze uitgangspunten met betrekking tot de omzetontwikkeling, brutowinstmarge en kosten worden vervolgens verwerkt in een winst- en verliesrekening en balans. De opdrachtgever doet een eerste aanzet voor deze prognose, omdat BrightOrange minder kennis heeft over de branche en de specifieke omstandigheden van de

onderneming. Vervolgens beoordeelt BrightOrange deze prognose en worden er eventueel aanpassingen gedaan. Hierbij wordt er bijvoorbeeld gelet of het bedrijf zich in de groeifase of volwassenfase bevindt (Levitt, 1965). Wanneer de geprognosticeerde winst- en verliesrekening afgerond is, zal het resultaat per jaar bekend zijn. Op basis van de balans uit het laatste gerealiseerde jaar en de geprognosticeerde winst- en verliesrekening, wordt de prognosebalans opgesteld. Hierbij wordt er ook naar andere specifieke onderdelen gekeken, zoals jaarlijkse investeringen, debiteuren en crediteuren. Dit alles is van invloed op de prognosebalans. De volgende stap is om de vrije geldstromen per jaar te bepalen. De vrije geldstromen van de geprognosticeerde 3-5 jaren vormen de voorspellingsperiode. Deze kasstromen worden op basis van de winst- en verliesrekening en balans bepaald. Echter, na de drie/vijf jaren (voorspellingsperiode) gaat de restperiode in. De restperiode is een periode die tot de oneindigheid door kan lopen (Hazelhorst, 2015). De restperiode is een situatie die zogenaamd stabiel is, waarbij de vrije geldstroom jaarlijks met een vast percentage zal stijgen in verband met de inflatie. De restperiode is stabiel omdat alle factoren met 2% groeien en dus ook de free cashflow met 2% groeit (gelijk aan de langdurige inflatieverwachting). De vrije geldstromen in de restperiode worden bepaald door de vrije geldstroom in het laatste geprognosticeerde jaar te verhogen met een inflatiepercentage van 2%.

De vrije geldstromen staan centraal bij de waarde-berekening. Ter verduidelijking wordt hieronder de formule weergegeven om de vrije geldstromen te berekenen:

Bedrijfsresultaat (EBIT*)	€	....	=
Belastingen	€	....	-/-
NOPLAT*	€	....	=
Toename in voorzieningen	€	....	+/+
Afname in voorzieningen	€	....	-/-
Afschrijvingen	€	....	+/+
Desinvesteringen in vaste activa	€	....	+/+
Investerings in vaste activa	€	....	-/-
Toename in totale werkkapitaal*	€	....	-/-
Afname in totale werkkapitaal*	€	....	+/+
FCF	€	....	=

Toelichting:

- * EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) is het bedrijfsresultaat voor aftrek van rente en belastingen.
- * NOPLAT (Net Operating Profit Less Adjusted Taxes) is het netto operationele resultaat na belastingen.
- * Het werkkapitaal is een belangrijk onderdeel van de geldstromen binnen een onderneming. Het werkkapitaal is het "netto geldbedrag dat noodzakelijkerwijs geïnvesteerd wordt in de productie en verkoop van de diensten en/of producten en juist wel bestemd zijn om te verkopen." (Heezen, z.d.). Samengevat, het werkkapitaal is nodig om de onderneming op korte termijn draaiende te houden en aan haar verplichtingen te kunnen voldoen. Het werkkapitaal is als volgt te berekenen:
"Om het werkkapitaal te bereken worden de voorraden, de verzonden facturen die uw klanten nog moeten betalen (debiteuren) en andere gelden die u nog tegoed heeft (overige vlottende activa) bij elkaar opgeteld. De facturen die u zelf nog moet betalen (crediteuren) en overige vlottende passiva (denk aan salarissen, loonbelasting en BTW) moet u van dat totale bedrag aftrekken. Het resultaat is het werkkapitaal." (Heezen, z.d.).
 Een daling in het werkkapitaal zorgt voor een positief effect op de vrije geldstromen. Dit kan bijvoorbeeld gerealiseerd worden door een daling van de debiteuren. Hierdoor daalt het werkkapitaal en stijgt de vrije geldstroom omdat er geld in de organisatie komt. Andersom geldt dit ook, een stijging van debiteuren zorgt voor een stijging van het werkkapitaal. Dit beïnvloedt de vrije geldstroom negatief.

4.1.1.3 Stap 3 – Bepalen van de disconteringsvoet

Een investeerder wil rendement behalen. Naarmate het risico van een investering stijgt, eist de investeerder een hoger rendement (Buijsrogge, z.d.(b)). Dus de mate van risico heeft invloed op het geëiste rendement (de rendementseis). Deze rendementseis, ook wel disconteringsvoet of Cost of Equity (CoE) genoemd, wordt gebruikt om de waarde van toekomstige geldstromen op waarderingsdatum te bepalen. De geldstromen worden door middel van de rendementseis namelijk verdisconteerd naar de waarderingsdatum om een waarde te berekenen. De disconteringsvoet kan onder meer worden bepaald met behulp van Duff & Phelps Cost of Capital Navigator. Duff & Phelps Cost of Capital Navigator is een online platform dat financiële professionals begeleid met het vaststellen van de disconteringsvoet (een belangrijk onderdeel van waardebepalingen) op basis van best practises en theorie (Duff & Phelps, 2018). De rendementseis is opgebouwd uit vier verschillende aspecten:

- 1) Risk free rate:
“Het risicovrije rendement is het rentetarief dat een belegger kan verwachten te verdienen op een belegging die geen risico met zich meebrengt.” (CFI, z.d.).
Deze wordt bepaald op basis van de Duff & Phelps genormaliseerde rente. De genormaliseerde rente is gebaseerd op het rendement op een risicovrije staatsobligatie (Duff & Phelps, z.d.)
- 2) Market risk premium:
“De marktrisicopremie is het extra rendement dat een belegger zal ontvangen door het aanhouden van een risicovolle marktportefeuille” (CPI, z.d.(a)).
Duff & Phelps baseert het marktrisico op veelzijdige analyse en een breed scala aan economische informatie (Duff & Phelps, z.d.).
- 3) Industry risk premium:
“De bèta is de maatstaaf voor hoe riskant een belegging is in vergelijking met de algehele markt. De premie wordt aangepast voor het risico van de belegging.” (CPI, z.d.(a))
Dit aspect wordt bepaald per bedrijfstak. Elke bedrijfstak heeft een ander risico ten opzichte van de marktrisicopremie. Deze bedrijfstakrisico is een negatieve/positieve aanpassing op de marktrisicopremie.
- 4) Size premium:
Dit aspect wordt bepaald op basis van de bedrijfsgrootte. Grotere bedrijven lopen doorgaans minder risico. Daarom **kan er bij kleine bedrijven nog een extra risico-onderdeel toegevoegd worden waardoor de rendementseis stijgt.**

De vier verschillende aspecten worden opgeteld en deze samengestelde rendementseis wordt toegepast bij het disconteren van de vrije geldstromen. MKB-ondernemingen hebben doorgaans een rendementseis tussen de 15% en 25% (Brookz, 2018) .

4.1.1.4 Stap 4 – Bepalen van de bedrijfswaarde

De berekening **voor het bepalen van de bedrijfswaarde** bestaat uit een teller en een noemer. De teller van de waarderingsbreuk **is** de geprognosticeerde vrije **geldstroom van een bepaald jaar**. De noemer van de waarderingsbreuk is de rendementseis. De geldstromen/kasstromen die in stap 2 zijn geprognosticeerd, worden dus contant gemaakt met de vastgestelde **rendementseis** (disconteringsvoet). De rekenkundige berekening **voor** disconteren is als volgt (BrightOrange & Alfa, 2015):

$$CW = \sum \frac{FCF^n}{(1+K)^n}$$

Waarin:

CW = Contante waarde

N = Jaar

FCF = Free Cash Flow / vrije geldstromen

K = Disconteringsvoet / rendementseis / Cost of Equity

De restwaarde van een onderneming wordt berekend aan de hand van een vrije geldstroom in de restperiode. De vrij geldstroom in de restperiode wordt bepaald in stap 2 (door de vrije geldstroom in het laatste geprognosticeerde jaar te verhogen met 2% inflatie). Om de restwaarde te bepalen, kan de volgende formule toegepast worden:

$$RW = \frac{FCF^r}{(K-G)}$$

Waarin:

RW = Restwaarde

FCF^r = Free Cash Flow / Vrije geldstromen in de restperiode

K = Disconteringsvoet / rendementseis / Cost of Equity

G = Groeipercentage (2% inflatie)

Om de totale waarde van een onderneming te bepalen, moet elke **jaarlijkse** vrije geldstroom verdisconteerd worden. Dit betreft de jaren in de voorspellingsperiode en de restwaarde. De rekenkundige weergave hiervan voor een voorspellingsperiode van 5 jaar is:

$$\text{Ondernemingswaarde} = \frac{FCF^1}{(1+k)^1} + \frac{FCF^2}{(1+k)^2} + \frac{FCF^3}{(1+k)^3} + \frac{FCF^4}{(1+k)^4} + \frac{FCF^5}{(1+k)^5} + \frac{RW}{(1+k)^5}$$

Waarin:

FCF^n = Free Cash Flow / Vrije geldstromen per jaar

N = Jaar

K = Disconteringsvoet

RW = Restwaarde

De bovenstaande formules hierboven geven een rekenmatige weergave van hoe de bedrijfswaarde van een onderneming **berekend kan worden**. De eerste formule geeft weer hoe een vrije geldstroom contant gemaakt kan worden. Deze formule wordt toegepast voor alle geprognosticeerde vrije geldstromen die volgen uit een voorspellingsperiode. Vervolgens wordt in de tweede formule weergegeven hoe de restwaarde berekend wordt. Tot slot, de derde formule laat zien hoe de contante waarde van de geprognosticeerde vrije geldstromen plus de contante waarde van de restwaarde worden samengevoegd om tot een ondernemingswaarde te komen.

In de literatuur blijkt de DCF-methode het meest betrouwbaar (Koller, Goedhart, & Wessels, 2005). De betrouwbaarheid van deze methode is echter afhankelijk van de **genomen** uitgangspunten. Deze uitgangspunten moeten goed onderbouwd zijn, want als er onzinnige uitgangspunten genomen worden bij het prognosticeren van de toekomstige geldstromen, dan is de waarde ook onzinnig (Buijsrogge, z.d.). Daarnaast moet ook de rendementseis goed onderbouwd worden om tot een zinnige waarde te komen. **Het is van belang om de bedrijfswaardering goed te onderbouwen omdat BrightOrange is aangesloten bij het Nederlands Instituut voor Register Valuators. Zij zorgt voor kwaliteitswaarborging van bedrijfswaarderingen (NiRV, z.d.). BrightOrange dient objectief en onafhankelijk te zijn bij het uitvoeren van bedrijfswaarderingen. De reden hiervoor is dat er vaak veel belangen meespelen bij het aan- en verkopen van een bedrijf.**

De bovenstaande vier stappen berekenen de waarde van de onderneming. Echter, de waarde van de aandelen kan verschillen van de waarde van de onderneming, omdat er bij de ondernemingswaarde geen rekening wordt gehouden met de financieringsstructuur. Om tot de waarde van de aandelen (100%) te komen, is het nodig om enkele correcties te maken. Deze bestaan onder meer uit (maar beperken zich niet tot):

- Schulden

- Off-balance verplichtingen (zoals huurcontracten etc.)
- Bankgaranties
- + Liquide middelen
- + Vorderingen (die niet zijn opgenomen in het netto werkkapitaal)

Dus om van de ondernemingswaarde naar de aandelenwaarde te komen worden de schulden van de onderneming in mindering gebracht en de liquide middelen erbij toegevoegd.

4.1.2 Werkwijze Multiple-methode

Een andere methode om de bedrijfswaarde te berekenen is de multiple-methode. Deze is eenvoudig en snel toe te passen, zoals Suozzo et al. (2001) beweert. Maar ook minder nauwkeurig **dan** de DCF-methode. Een multiple is een factor waarmee de bedrijfswaarde van een onderneming berekend kan worden (Dam, z.d.).

Er zijn verschillende indicatoren die voor een multiple-methode gehanteerd kunnen worden, waaronder omzet, EBITDA en EBIT. Bij een EBITDA-multiple wordt de EBITDA van een onderneming vermenigvuldigd met een factor. De term EBITDA is in het theoretisch kader toegelicht. De formule bij een EBITDA-multiple is als volgt:

$$\text{Bedrijfswaarde} = \text{EBITDA (1)} \times \text{Multiple (2)}$$

- (1) De EBITDA wordt bepaald op basis van de jaarrekening van een onderneming. Doorgaans wordt de EBITDA van de afgelopen jaren geanalyseerd en een verwachte EBITDA voor het huidige boekjaar vastgesteld. Om een range van bedrijfswaarde aan te kunnen geven, wordt zowel de gemiddelde EBITDA van de afgelopen jaren als de verwachte EBITDA vermenigvuldigd met de multiple.
- (2) De multiple wordt bepaald aan de hand van een multiple analyse van vergelijkbare ondernemingen (Dam, z.d.). Deze vergelijkbare ondernemingen vormen samen een peer groep. De peer groep wordt bepaald door vergelijkbare ondernemingen binnen de (sub)sector te zoeken in de databases die BrightOrange gebruikt. Veel transacties van ondernemingen worden openbaar gemaakt in databases zoals Epsilon Research (z.d.) en Mergermarket (z.d.). De beursgenoteerde ondernemingen worden onder andere in InfrontAnalytics (z.d.) weergegeven. Binnen Epsilon Research en Mergermarket wordt er gezocht naar transacties in dezelfde sector. Binnen InfrontAnalytics wordt er gezocht naar vergelijkbare beursgenoteerde ondernemingen met haar actuele marktwaarde. De peer groep heeft een range van specifieke EBITDA multiples, hiervan wordt de mediaan multiple berekend. Deze mediaan multiple is vervolgens representatief voor ondernemingen binnen de onderzochte sector. Uit de gehele multiple analyse volgt een multiple die geldt voor de desbetreffende onderneming. Wanneer de peer groep niet geheel representatief is voor de desbetreffende onderneming, omdat de onderneming in omvang vele malen kleiner is, dan vindt er een correctie plaats op de onderzochte multiple. De multiple wordt dan naar beneden afgesteld.

Beide onderdelen van de formule zijn nu onderzocht. De EBITDA van de desbetreffende onderneming is geanalyseerd en er is een verwachting voor het huidige boekjaar bepaald. De multiple analyse heeft onderzocht welke multiple representatief is voor de onderneming binnen de sector. Er wordt een range genomen worden met een afwijking van 1 naar boven en 1 naar onder om een bandbreedte weer te geven.

Hieronder een voorbeeld ter verduidelijking:

- EBITDA bedrijf X 2018: €100.000
- EBITDA bedrijf X 2019: €125.000
- EBITDA bedrijf X 2020: €150.000

De gemiddelde EBITDA van bedrijf X voor de periode 2018-2020 is **€125.000**.

De verwachte EBTIDA van bedrijf X voor het huidige boekjaar (2021) is **€160.000**.

De multiple die representatief is voor bedrijf X is **6**

Hieruit kan een range van 5-7 opgesteld worden.

De range van ondernemingswaarde is dan als volgt:

	Gem. EBITDA	EBITDA 2021
5,0	625.000	800.000
5,5	687.500	880.000
6,0	750.000	960.000
6,5	812.500	1.040.000
7,0	875.000	1.120.000

Figuur 2 - Voorbeeld ondernemingswaarde multiple

De bovenstaande stappen berekenen de waarde van de onderneming. Om tot de waarde van de aandelen (100%) te komen, is het nodig om enkele correcties te maken, zoals:

- Schulden
- Off-balance verplichtingen (zoals huurcontracten etc.)
- Bankgaranties
- + Liquide middelen
- + Vorderingen (die niet zijn opgenomen in het netto werkkapitaal)

Dus om van de ondernemingswaarde naar de aandelenwaarde te komen worden de schulden van de onderneming in mindering gebracht en de liquide middelen erbij toegevoegd.

4.2 Trends & ontwikkelingen

De organisatie wil zich verder ontwikkelen in het specialiseren van bedrijfswaardering van bedrijven in specifieke sectoren. Zo kan BrightOrange haar klanten beter van dienst zijn. Daarnaast zijn er ook trends en ontwikkelingen in de hospitality sector. In dit hoofdstuk wordt er een beeld van de macro-omgeving van de hospitality bedrijven gevormd. Door middel van een DESTEP-analyse worden er verschillende trends en ontwikkelingen beschreven door te kijken naar demografische-, economische-, sociaal-culturele-, technologische-, ecologische- en politiek-juridische trends. Daarnaast worden de trends op het gebied van bedrijfswaarderingen in de hospitality sector beschreven.

4.2.1 Demografisch

Het type gast werd voorheen gecategoriseerd in twee categorieën: zaken- of vrijetijdsreizigers. Echter, de reizigers van nu zijn niet in te delen in enkel één van de twee categorieën. Millennials combineren zakelijk en vrije tijd met elkaar als ze op reis gaan. Ze verlengen de zakenreis om ook vrijetijdsactiviteiten te doen. Zowel de Generatie Y (Millennials 1980-1995) als Generatie Z (1996-2015) verlangen naar meer (culturele/unique) ervaringen, waar de voorgaande generaties meer materialistisch zijn ingesteld. Generatie Z (en Y) zijn avontuurlijk en hospitality bedrijven kunnen deze doelgroep bereiken door het bieden van verschillende activiteiten die uniek zijn. Denk hierbij aan activiteiten in lokale gemeenschappen. Verder is het slim voor hospitality bedrijven om niet enkel te denken in zakelijke of vrije tijds gasten, maar een bredere blik hebben als het gaat om het type gast. Zo blijft het aanbod volgens Linchpin (2021) aantrekkelijk voor de komende generaties die zakelijk en vrije tijd combineren.

Welke invloed heeft deze trend op een bedrijfswaarde?

De demografische trend hierboven beschrijft de trend dat zakelijke reizen steeds vaker gecombineerd worden met vrije tijds reizen. Hierdoor zal er een kans ontstaan voor hospitality bedrijven om meer omzet te genereren met betrekking tot zakelijke reizen. Hotels kunnen hier bijvoorbeeld op inspelen door het aanbieden van voordelige meerdaagse verblijven voor zakelijke gasten. Dit zal leiden tot meer omzetgroei in de toekomst voor hotels. Deze omzetgroei kan positief zijn voor het resultaat en de vrije geldstromen. De kans is dat door deze trend hogere vrije geldstromen gerealiseerd kunnen worden waardoor de bedrijfswaarde zal toenemen.

4.2.2 Economisch

Kostenbesparing is, mede door de coronapandemie, een essentieel onderdeel geworden voor hotels. Veel hotels richten zich op kostenbesparing om financieel te herstellen van de coronapandemie of om financieel gezond te worden. De nadruk bij deze kostenbesparing ligt vooral op de verkoopkanalen. Hotels willen de kosten van boekingen verlagen, door het realiseren van meer directe boekingen. Hotels willen minder commissie betalen aan verkoopkanalen van derden, zoals Booking.com. De boekingen via derden zijn het afgelopen jaar flink afgenomen en hotels focussen zich voornamelijk op de directe boekingen. Het is van belang dat de marketingstrategie hier ook op aangepast wordt om het aandeel directe boekingen van de totale boekingen te verhogen. De hospitality sector wil de regie van verkoopkanalen weer in handen nemen en minder afhankelijk zijn van grote boekingskanalen, aldus Colaco (2021).

Naast deze kostenbesparing, is de hospitality sector ook meer gefocust op alternatieve inkomsten zoals eten & drinken en gift-vouchers. Het grootste deel van de inkomsten is verloren gegaan dankzij de coronapandemie. In deze periode heeft er een verschuiving in inkomsten plaatsgevonden. De inkomsten van eten & drinken (afhalen/bezorgen) en gift-vouchers zijn flink toegenomen. Maar volgens HospitalityManagement (2021) zijn de inkomsten uit kamers flink gedaald door een lagere prijs en een mindere bezetting. Ook in de toekomst moeten, volgens Colaco (2021), hotels meer focus leggen op deze alternatieve inkomsten.

Volgens Rauch (2020) is er in de coronapandemie veel nadruk komen te liggen op de cashflow van hospitality bedrijven. Het kan enige tijd duren voordat hospitality bedrijven financieel hersteld zijn. De cashflow wordt ook in de komende tijd erg belangrijk voor hospitality bedrijven om draaiende te blijven.

Een andere economische trend is het afstoten van onroerend goed in de hospitality sector. Dit wordt ook wel de 'asset-light approach' genoemd (EHL Insight, 2021). Veel hotelketens stappen af van het bezit van onroerend goed en werken met een sale-and-leaseback constructie. Hierdoor kunnen de bedrijven zich nu concentreren op haar kernactiviteit, waardoor de efficiëntie volgens HospitalityNet (2020) wordt verbeterd. Daarnaast komt er bij een sale-and-leaseback constructie kapitaal vrij om investeringen mee te doen.

Welke invloed hebben deze trends op een bedrijfswaarde?

Bovenstaande trends zijn gericht op kostenbesparing, inkomstenbronnen en cashflow-management. Hotels willen meer directe boekingen, waardoor de kosten van hotels zullen dalen. De kosten van marketing zullen hierdoor eventueel stijgen, maar de commissies zullen relatief veel dalen. Dit resulteert in een hoger resultaat (EBITDA). Daarnaast is de trend dat alternatieve inkomsten een grotere rol gaan spelen bij hospitality bedrijven. Zo kan een hospitality ook meer omzet genereren in de toekomst. Verder ligt er meer nadruk op cashflow-management bij hospitality bedrijven. Dit heeft direct invloed op de vrije geldstromen in een onderneming en dit zal relatief grote positieve invloed hebben op de bedrijfswaarde, omdat de vrije geldstromen toenemen. Tot slot zal de 'asset-light approach' leiden tot meer efficiëntie binnen de organisatie en minder beheerskosten. Het afstoten van onroerend goed leidt tot een verkoop hiervan, waardoor het kapitaal van bedrijven zal stijgen. Dit biedt ruimte voor nieuwe investeringen. Deze nieuwe investeringen leiden wel tot lagere vrije geldstromen op korte termijn. Maar zullen op lange termijn terugverdiend worden door een daling in de kosten of een stijging van de omzet. **Daarentegen** zijn de huisvestingskosten bij een 'asset-light approach' meestal wel hoger, omdat het onroerend goed gehuurd dient te worden. Dit heeft een negatieve invloed op het resultaat en de vrije geldstromen op korte termijn.

4.2.3 Sociaal-cultureel

De coronapandemie heeft ertoe geleid dat veel hospitality bedrijven met moeite het hoofd boven water houden. Dit zorgt voor veel onzekerheid bij werknemers in deze sector. Vooral kleine hospitality bedrijven zijn kwetsbaar. De schatting is dat wereldwijd 100 miljoen banen in de hospitality sector gevaar lopen. Volgens UNWTO (2020) lopen vooral vrouwen en jongeren het gevaar om hun baan kwijt te raken.

Volgens Landman (2020) is het optimaliseren van de gastervaring een prioriteit voor hospitality bedrijven. Bedrijven die een unieke ervaring aanbieden onderscheiden zich hierdoor van de concurrentie. Dit onderscheidend vermogen kan gerealiseerd worden door specifiek op de wensen en behoefte van de gast in te spelen. De service die een hospitality bedrijf levert, moet afgestemd worden op de gast, oftewel persoonlijke service. Big data biedt hospitality bedrijven hierin een uitkomst. Zo kunnen de wensen en behoeftes van alle gasten opgeslagen worden en in een tweede bezoek weer slim gebruikt worden om een unieke/**persoonlijke** ervaring aan te bieden aan de gasten.

Welke invloed hebben deze trends op een bedrijfswaarde?

De coronapandemie zorgt voor veel onzekerheid. Veel werknemers zullen naar verwachting hun baan verliezen. Dit zorgt voor een daling van personeelskosten voor hospitality bedrijven. De ratio personeelskosten ten opzichte van omzet is sinds de coronapandemie erg scheefgegroeid. De omzet is flink gedaald, waardoor een daling in de **personeelskosten noodzakelijk is** om winstgevend te blijven. Het ontslaan van personeel zorgt voor een positiever resultaat op korte termijn. Echter, de daling van personeelskosten wordt veroorzaakt door een omzetsdaling. Dit is negatief voor het resultaat op lange termijn, want een omzetsdaling zorgt voor minder inkomsten en de vaste uitgaven (zoals huisvesting) blijven nagenoeg gelijk. Deze trend heeft dus invloed op het resultaat van een onderneming en dus de bedrijfswaarde. Daarnaast worden er steeds hogere eisen gesteld op het gebied van gastervaring. Hotels zullen moeten investeren in diverse systemen met betrekking tot big data om de wensen en behoeftes van gasten op te kunnen slaan in het systeem. Zo kan er een unieke gastervaring geboden worden, welke zal resulteren in een hogere omzet in de toekomst. Alleen deze investeringen op het gebied van gastervaring zorgen wel voor lagere vrije geldstromen op korte termijn. Afhankelijk van de terugverdientijd van de investering zal de positieve invloed op de omzet merkbaar zijn in de toekomst.

4.2.4 Technologisch

Technologische ontwikkelingen zijn van belang in de hospitality sector. Ten eerste zorgen deze ontwikkelingen voor een daling van de kosten, omdat sommige onderdelen geautomatiseerd kunnen worden. Ten tweede leiden deze ontwikkelingen voor een omzetstijging en een hogere winstgevendheid van hospitality bedrijven (Gilbert, z.d.). De opkomst van augmented reality zorgt voor nieuwe ervaringen voor de gasten. Zo kan de gast voorafgaand aan haar bezoek het hotel of restaurant al in een 360-graden “view” ontdekken. De marketingstrategie van hospitality bedrijven zal aangepast moeten worden op dit ‘try-before-you-buy’ concept (Gilbert, z.d.). Daarnaast biedt technologie ook een vernieuwde ervaring in het hotel. Medewerkers worden bijvoorbeeld vervangen door robots of interactieve systemen. Daarnaast blijkt dat er een groeiende voorkeur is naar mobiele apps in de hospitality sector. De technologie brengt een scala aan nieuwe, innoverende mogelijkheden met zich mee om gasten mee te kunnen voorzien van gemak (Gilbert, z.d.). Dit is ook een belangrijke ontwikkeling om de generaties X en Y te bereiken, aldus EHL Insight (2021).

Welke invloed hebben deze trends op een bedrijfswaarde?

Hospitality bedrijven zullen in de komende jaren flink investeren op het gebied van technologie. Dit heeft een negatieve invloed op de vrije geldstromen en dus op de bedrijfswaarde. Op lange termijn zullen deze investeringen op technologisch gebied zorgen voor een daling van de kosten. Hotels kunnen bijvoorbeeld een mobiele app ontwikkelen in samenwerking met een IT-bedrijf. Dit brengt kosten met zich mee in de vorm van een abonnement. Daarnaast kunnen hotels investeren in robots of interactieve systemen. **Het gevolg hiervan is dat op lange termijn de personeelskosten zullen dalen.** Deze omslag van minder personeel naar meer **automatisering** vergt veel tijd en geld. De investeringen zijn meestal van grote aard en het personeel is niet één-op-één te vervangen op korte termijn. In eerste instantie gaat het dus meer kosten, wat een negatieve invloed heeft op de vrije geldstromen en bedrijfswaarde. Maar op lange termijn zullen de kosten dalen.

4.2.5 Ecologisch

Duurzaamheid speelt al langere tijd een rol in de hospitality sector. In de afgelopen 10 jaar heeft de hospitality sector verschillende duurzaamheidsprojecten opgepakt. Dit heeft bijvoorbeeld geleid tot een aanzienlijk impact op het milieu, verbeterde gastervaring en een verhoging van de totale omzet. Een van de belangrijkste duurzaamheids-issues is het milieu. De milieuproblemen van tegenwoordig zorgen ervoor dat de hospitality sector massaal deelneemt aan duurzaamheidsprojecten om de negatieve impact op het milieu te verminderen. Hotels en restaurants zijn erachter gekomen dat duurzaamheid een positief effect heeft op de totale omzet. Duurzaamheid in het algemeen brengt meer gasten binnen. Daarnaast zijn deze gasten ook bereid om meer te betalen voor bedrijven die zich richten op duurzaamheid. De duurzaamheidsprojecten zorgen voor een verlaging van kosten op lange termijn, maar vergen vaak een grote investering. Overheden proberen deze omslag te stimuleren. Overheden geven bijvoorbeeld subsidies uit voor hotels om te verduurzamen (Gilbert, z.d.). “In 2050 zullen hotels hun CO2-voetafdruk met 90% moeten verminderen om in overeenstemming te zijn met het Klimaatakkoord van Parijs” (Wich, 2019). Hieruit blijkt dat de hospitality sector zich moet richten op duurzaamheid in de toekomst.

Welke invloed heeft deze trend op een bedrijfswaarde?

Naast het investeren in technologie, kunnen hospitality bedrijven ook investeren in duurzaamheid, zoals bijvoorbeeld het verlagen van de CO2-afdruk op het milieu. Deze duurzaamheidsprojecten zullen een stijging in de omzet betekenen en een daling in de kosten op lange termijn. Gasten zijn bereid meer te betalen en op lange termijn zullen de kosten bijvoorbeeld op het gebied van gas, water en licht dalen. Daarnaast **kunnen** hospitality bedrijven ook in aanmerking **komen** voor diverse subsidies met betrekking tot duurzaamheidsprojecten. Duurzaamheid kent vele voordelen die een positief effect hebben op de bedrijfswaarde op lange termijn. Alleen om deze voordelen te bereiken, zullen er vele investeringen gedaan moeten worden en stijgen de kosten op korte termijn. Dit heeft een negatieve invloed op de bedrijfswaarde.

4.2.6 Politiek-juridisch

Hierboven blijkt dat de hospitality sector **betrokken is** bij het Klimaatakkoord van Parijs. In hoofdlijnen moet de hospitality sector haar CO2-uitstoot met 66% en vervolgens 90% verlagen voor

respectievelijk 2030 en 2050 (United Nations Climate Change, 2018). In samenwerking met Sustainable Hospitality Alliance zijn er diverse doelen opgesteld om aan deze eisen te voldoen in 2030 en 2050: a) CO₂-emissies verlagen b) werkgelegenheid bij jeugd c) waterverbruik d) mensenrechten (Sustainable Hospitality Alliance, z.d.). Svenningsen, hoofd van het 'Climate Neutral Now' initiatief, is erg enthousiast dat de hospitality sector zich mengt in het Klimaatakkoord: *"the hospitality industry can play a huge role in enhancing the environmental performance of its many properties and locations, but also to raise awareness among the public due to its enormous reach."* (United Nations Climate Change, 2018).

Welke invloed heeft deze trend op een bedrijfswaarde?

Bovenstaande trend hangt samen met de ecologische trend. Hospitality bedrijven hebben geen keuze om te investeren in duurzaamheidsprojecten, maar moeten voldoen aan de richtlijnen van het Klimaatakkoord. Hierdoor kunnen investeringen in duurzaamheid niet op de lange baan geschoven worden, maar moet er noodgedwongen geïnvesteerd worden. Hiermee dient ook rekening gehouden te worden bij het opstellen van de voorspellingsperiode van een bedrijfswaardering. Deze investeringen hebben een nadelig effect op de vrije geldstromen op korte termijn maar zorgen daarentegen voor voordelen in de toekomst.

Al met al, bovenstaande trends hebben voornamelijk positieve invloed op de bedrijfswaarde op lange termijn. Op korte termijn zullen de kosten stijgen en moeten de investeringen gefinancierd worden waardoor de vrije geldstromen dalen. Volgens Ganchev (2000) is de voorspellingsperiode bij het bepalen van een bedrijfswaarde 10 jaar. Sommige positieve effecten zullen in de voorspellingsperiode nog niet merkbaar zijn, zo kan een investering op het gebied van intelligente verlichting wel twintig jaar duren voordat deze is terugverdiend (van der Graaf, 2019). Omdat sommige investeringen op lange termijn zijn gericht, kan dit de bedrijfswaarde negatief beïnvloeden door noodgedwongen investeringen en kosten. Daarentegen zijn er ook investeringen met een korte terugverdientijd, zoals investeringen op het gebied van LED-verlichting (ABN-AMRO, 2018). De positieve effecten van deze investeringen zullen wel merkbaar zijn in de voorspellingsperiode.

4.2.7 Nederlandse fusie- en overnamemarkt

Naast bovenstaande DESTEP-analyse wordt er ook gekeken naar de trends en ontwikkelingen in de fusie- en overnamemarkt voor hospitality bedrijven. Uit het rapport van Brookz (2021) blijkt dat uit alle bedrijfstransacties in de laatste twee kwartalen van 2020 in Nederland 7% plaatsvond in de hospitality sector. In de eerste twee kwartalen van 2020 was het aandeel bedrijfstransacties in de hospitality sector ook 7% van het totaal (Brookz, 2020). De verwachting is dat dit percentage wel gaat stijgen het komend jaar, vanwege de verwachte 'distressed deals' (noodzakelijke verkoop van bedrijven) in de hospitality sector. Dit zal mogelijk kunnen leiden tot een daling in de gemiddelde EBITDA-multiple (Brookz, 2021).

4.2.8 Samenhang tussen trends en ontwikkelingen

Bovenstaande trends en ontwikkelingen zijn volgens het DESTEP-model weergegeven. Echter, er zijn ook verbanden tussen bovenstaande trends en ontwikkelingen. Zo blijkt uit de economische trends dat de nadruk op cashflow steeds groter wordt. De oorzaak hiervan is dat de noodzaak om te investeren in duurzaamheid steeds meer toeneemt. Om deze investeringen te kunnen financieren moet er voldoende cashflow aanwezig zijn binnen de organisatie. Daarnaast is de demografische trend op het gebied van de 'nieuwe' zakelijke gast ook in verband te brengen met de trend met betrekking tot het bieden van een unieke service. De 'nieuwe' zakelijke gast heeft vraag naar een goede balans tussen werk en vrije tijd en het is de taak van een hotel om hierin opzoek te gaan naar de wensen en behoefte van dit type gast. Eventueel kunnen de wensen en behoefte van dit type gast opgeslagen en gebruikt worden om een tweede bezoek nog beter af te stemmen. Zo kan een hotel zich onderscheiden door de balans tussen werk en vrije tijd voor de gast te optimaliseren.

4.3 Bedrijfswaarderingen in de hospitality sector

In het theoretisch kader is al gesproken over de factoren binnen een waardering van een hospitality bedrijf, zoals bijvoorbeeld een hotel. Dit is beschreven in de bestaande inzichten met betrekking tot bedrijfswaarderingen in de hospitality sector. Hieronder volgt een verdieping met betrekking tot deze factoren, waarbij een hotelbedrijf als voorbeeld genomen wordt. Verder wordt er ook naar informatie in de databases gezocht. Uit deze databases volgen enkele vergelijkbare bedrijven en aan de hand hiervan wordt er getracht een representatieve multiple op te stellen.

Uit het theoretisch kader blijkt dat hospitality bedrijven gewaardeerd worden aan de hand van een DCF-methode. Zowel Nilsson et al. (2001) als Novikova (2019) concluderen dat de DCF-methode het meest realistisch is voor bedrijfswaarderingen van hospitality bedrijven. Dit is in lijn met de werkwijze van BrightOrange. Zoals beschreven **gebruikt** zij voornamelijk een DCF-methode bij bedrijfswaarderingen. Echter, zij gebruiken daarnaast ook de multiple-methode als aanvulling op de DCF-methode. De DCF-methode en de multiple-methode staan dan ook centraal in hoofdstuk.

4.3.1 DCF-methode

In het theoretisch kader wordt de term 'value-driver approach' genoemd, dit is een waarderingstechniek waarbij de volgende factoren centraal staan: groei, marktaandeel, niveau van service en voorzieningen, en winstmarge (Ganchev, 2000). De 'value-driver approach' bestaat uit twee analyses: marktanalyse en concurrentieanalyse. De marktanalyse gaat in op de ontwikkelingen in de (niche)markt om zo een juiste groeiontwikkeling te nemen voor de prognose/voorspellingsperiode in de DCF-methode. Deze onderzochte groei wordt vervolgens vertaald in een groei van de omzet per beschikbare kamer: RevPAR (Revenue per available room) (Ganchev, 2000). De concurrentieanalyse verdiept zich in het vergelijken van hotels/concurrenten. Er wordt een benchmark gemaakt van andere hotels, waarmee de prestaties van het desbetreffende hotel **kunnen** worden geanalyseerd. Hierdoor kan een schatting gemaakt worden van het marktaandeel dat behaald kan worden in de toekomst. Dit vormt de basis voor het bepalen van de toekomstige prestaties van het hotel. Daarnaast wordt de RevPAR vergeleken met andere hotels (met hetzelfde niveau van service en voorzieningen) om een beter beeld te schetsen voor de toekomstige RevPAR. Deze twee analyses onderzoeken de value drivers van een hotel en worden vervolgens vertaald in een RevPAR-verwachting.

Nadat beide analyses uitgevoerd zijn, is het tijd om de voorspellingsperiode/prognose op te stellen. Volgens Ganchev (2000) loopt de voorspellingsperiode totdat de markt en het bedrijf stabiliteit hebben bereikt. Deze periode verschilt per bedrijf en (niche)markt, echter *“een gangbare praktijk onder hospitality consultants en investeerders is om een prognoseperiode van 10 jaar te gebruiken”* (Ganchev, 2000, p. 82). Een voorspellingsperiode van 10 jaar wordt dus het meest gebruikt.

Om een juiste prognose op te bouwen wordt er door Ganchev (2000) gekeken naar de kameromzet, totale omzet en EBITDA-marge. Deze drie onderdelen leiden uiteindelijk tot de vrije geldstromen van een hotel.

4.3.1.1 Kameromzet

Een hotel heeft diverse soorten inkomsten, afhankelijk van het type hotel. Zo hebben hotels vaak een F&B afdeling en/of wellness-afdeling. Er kan gekozen worden om elke vorm van inkomsten afzonderlijk te behandelen, maar hierboven blijkt dat de RevPAR centraal staat bij de 'value-driver approach'. De groeiverwachting wordt namelijk vertaald in een groei van de RevPAR en de RevPAR is daarnaast een belangrijk instrument om te vergelijken met concurrerende hotels. Daarom begint de "value-driver approach" met het vaststellen van de RevPAR voor de toekomstige jaren in de voorspellingsperiode. De RevPAR kan op twee manieren berekend worden:

$$\text{RevPAR} = \frac{\text{Kameromzet}}{\text{Beschikbare kamers}}$$

Of

$$\text{RevPAR} = \text{ADR} \times \text{Bezettingsgraad}$$

Waarin:

$$\text{ADR} = \frac{\text{Kameromzet}}{\text{Bezette kamers}}$$

$$\text{Bezettingsgraad} = \frac{\text{Bezette kamers}}{\text{Beschikbare kamers}} \times 100$$

Hierboven is de rekenkundige berekening van de RevPAR weergegeven. De RevPAR voor de prognose wordt niet gebaseerd op basis van de RevPAR van de afgelopen gerealiseerde jaren van het desbetreffende hotel, maar op basis van de marktanalyse. Uit de marktanalyse blijkt welke RevPAR ondersteund wordt in / passend is voor de markt waarin het onderhavige hotel zich bevindt. Deze informatie kan gezocht worden op Smith Travel Research (STR, z.d.). Zij biedt gegevensbenchmarking, analyses en marktinzichten voor wereldwijde hospitality sectoren. Om een juiste RevPAR te bepalen, moet er eerst een 'competitive set' opgesteld worden, oftewel vergelijkbare concurrerende hotels. STR stelt op basis van de 'competitive set' een rapport op met daarin de gemiddelde bezettingsgraad, ADR en RevPAR. Belangrijk hierbij is dat het desbetreffende hotel eerst goed geclassificeerd wordt om zo een juiste 'competitive set' op te stellen. De RevPAR is namelijk afhankelijk van het soort hotel en welke service er geleverd wordt. Volgens Institute of Hotel Management Bhubaneswar (2017) kan een hotel namelijk geclassificeerd worden op basis van grootte, hotelsterren, locatie, type gast en het niveau van service. O'Neill en Xiao (2006) categoriseert hotels op de volgende types: Economy, Midscale without F&B, Midscale with F&B, Upscale, Upper upscale en Luxury.

Vervolgens blijkt er uit de concurrentieanalyse welke positie het desbetreffende hotel heeft ten opzichte van haar concurrenten. Hieruit kan een RevPAR-penetratiegraad (RevPAR Index) ontleend worden. Deze RevPAR-penetratiegraad is ook te vinden in rapporten van STR. Deze penetratiegraad wordt berekend aan de hand van de volgende rekenkundige formule van Xotels (Landman, 2020b):

$$\text{RevPAR Index} = \frac{\text{RevPAR bedrijf X}}{\text{Gemiddelde RevPAR van concurrenten}} \times 100$$

Om de kameromzet te berekenen is de volgende formule opgesteld door Ganchev (2000):

$$\text{Kameromzet} = \text{RevPAR} \times \text{RevPAR Index} \times \text{Aantal kamers} \times \text{Dagen}$$

4.3.1.2 Totale omzet

Nu de kameromzet is berekend (aan de hand van de RevPAR en de RevPAR-penetratiegraad), wordt er gekeken naar de verdeling van de totale omzet. De totale omzet bestaat voor een groot deel uit de kameromzet, maar het verschilt per type hotel hoeveel procent de kameromzet deel uitmaakt van de totale omzet. Volgens de 2016 editie van 'Trends in the Hotel Industry' bedroeg de kameromzet in 2015 gemiddeld 68,1% van de totale omzet (Revenue-Hub, z.d.). Vervolgens wordt de totale omzet berekend aan de hand van de volgende formule:

$$\text{Totale omzet} = \frac{\text{Kameromzet}}{\text{Percentage kameromzet t.o.v. totale omzet}}$$

Ganchev (2000) kiest voor deze manier van berekenen, omdat het heel complex is om per aparte afdeling een verwachte omzet te bepalen. Daarnaast is het percentage kameromzet t.o.v. totale omzet een aanname die consistent is met het type hotel en het niveau van service.

4.3.1.3 EBITDA-marge

De EBITDA-marge is de verhouding EBITDA ten opzichte van de omzet. Bijvoorbeeld, een hotel heeft €100.000 omzet met een EBITDA van €20.000. De EBITDA-marge is dan 20%.

De EBITDA-marge die genomen wordt in de prognose moet realistisch zijn. Zo kan er bijvoorbeeld gekeken worden naar de gemiddelde EBITDA-marge in de hospitality sector. En specifiek de marge bij vergelijkbare hotels. Daarnaast kan er gekeken worden naar de behaalde resultaten van de afgelopen jaren. De EBITDA kan als volgt berekend worden:

$$\text{EBITDA} = \text{Totale omzet} \times \text{EBITDA-marge-\%}$$

Ganchev (2000) stelt daarnaast ook een tweede manier voor: Hotels kunnen eerst een GOP*-marge vaststellen en vervolgens alsnog de vaste kosten in mindering brengen om zo de EBITDA te berekenen:

* GOP: Gross Operating Profit -> Brutobedrijfsresultaat ná aftrek van operationele, variabele kosten vóór aftrek van vaste kosten

$$\text{EBITDA} = (\text{Totale omzet} \times \text{GOP-marge-\%}) - \text{vaste kosten}$$

4.3.1.4 Cashflow

Tot slot wordt de cashflow voor het hotel vastgesteld. Ganchev (2000) houdt hierbij rekening met belasting, kapitaalreserve en investeringen. De belasting wordt bepaald door het toepassen van het geldende belastingtarief over de geprognoseerde winst. De kapitaalreserve is ongeveer van 2-5% van de totale omzet. Deze reserve is bedoeld om eventuele mutaties in het werkkapitaal op te vangen. Verder worden de investeringen die zullen plaatsvinden in mindering gebracht. De cashflow wordt als volgt berekend:

$$\text{Cashflow} = \text{EBITDA} - \text{belasting} - \text{kapitaalreserve-\%} - \text{investeringen}$$

Nu de vrije geldstromen van het hotel bekend zijn voor een voorspellingsperiode van 10 jaar, gaan dezelfde stappen in zoals beschreven bij de werkwijze van BrightOrange. Er wordt een restwaarde bepaald en vervolgens wordt de jaarlijkse vrije geldstromen contant gemaakt aan de hand van de rendementseis.

4.3.1.5 Rendementseis

Dat de rendementseis per investering verschilt is eerder al duidelijk gemaakt. De rendementseis voor hotels wordt door Ganchev (2000) vastgesteld op 13% (zonder enige onderbouwing). De range van de rendementseis die Camilleri (2015) geeft is 10,8% - 14,6% in de periode van 2000 tot en met 2012. Verder geeft KPMG (2019) een rendementseis van 16,1% en 14,4% aan voor respectievelijk 2017/2018 en 2018/2019. Ten slotte, Duff & Phelps geeft een rendementseis van 14,33-17,44% in de Verenigde Staten voor 2021 en 15,50-18,61% in Nederland (Duff & Phelps, z.d.). De rendementseisen van Camilleri (2015), KPMG (2019) en Duff & Phelps (z.d.) zijn opgebouwd uit het risicovrije tarief, marktrisico, industrie-risico en risico op basis van bedrijfsomvang. De rendementseis is de afgelopen decennia gestegen en er zit ook een verschil tussen internationale hospitality bedrijven en Nederlandse hospitality bedrijven. Hieronder een overzicht van de rendementseis.

Rendementseis – Hospitality sector		
Bron	Rendementseis %	Jaartal
Ganchev (2000)	13%	2000
Camilleri (2015)	10,8%	2000
	14,6%	2012
KPMG (2019)	16,1%	2017/2018
	14,4%	2018/2019
Duff & Phelps (2018)	14,33-17,44% (VS)	2020/2021
	15,50-18,61% (NL)	2020/2021

Figuur 3 - Rendementseis Hospitality sector

De gehele werkwijze van Ganchev (2000) leidt tot een waarde van de onderneming. Ook in dit geval zullen er enkele correcties plaats moeten vinden met betrekking tot de financieringsstructuur van de onderneming, om zo de waarde van de aandelen te berekenen.

4.3.2 Multiple-methode

Om een representatieve multiple te bepalen voor de hospitality sector, is een multiple-analyse noodzakelijk. In deze multiple-analyse wordt een peer groep opgesteld met vergelijkbare bedrijven. Deze vergelijkbare bedrijven worden gevonden op de verschillende databases.

De volgende vergelijkbare bedrijven zijn gevonden op Epsilon Research (z.d.), Mergermarket (z.d.) en InfrontAnalytics (z.d.). De bedrijven behoren tot de sector 'Hotels, Restaurants and Bars'. Deze sector is onder te verdelen in twee sub-sectoren ('Hotels' en 'Restaurants & Bars') en worden hieronder per

sub-sector behandeld. Daarnaast wordt er onderscheid gemaakt tussen middelgrote en grote bedrijven. In dit onderzoek hebben middelgrote bedrijven een ondernemingswaarde tot €25 miljoen.

4.3.2.1 Hotels

Middelgrote bedrijven:

- Knightsbrook Hotel and Golf Resort omvat een viersterrenhotel met 131 kamers en een golfbaan. Overgenomen op 27-09-2017 door Knights Tower Holdings (een Ierse investeerdersgroep) met een ondernemingswaarde van €19.452.000. De EBITDA-multiple is 50,1 (Epsilon Research, z.d.).
- Scandic Hotel Hasselbacken is een Zweeds hotel in Stockholm. Overgenomen door Pop House Sweden AB op 07-02-2019 met een ondernemingswaarde van €19.440.000 en een EBITDA-multiple van 29,95 (Mergermarket, z.d.).
- Woodbury Park Hotel and Golf Club Limited is een hotel en golfclub in het Verenigd Koninkrijk. Overgenomen door Club Company (Group) Limited op 08-11-2016 met een ondernemingswaarde van €13.190.000 en een EBITDA-multiple van 16,79 (Mergermarket, z.d.).
- Whittlebury Hall & Spa Limited is een hotel en spa in Whittlebury (UK). Overgenomen door Whittlebury Park LLP op 02-12-2016 met een ondernemingswaarde van € 23.560.000 en een EBITDA-multiple van 8,34 (Mergermarket, z.d.).
- The Crown Hotel is een hotel in het Verenigd Koninkrijk. Overgenomen door Fragrance Group Limited op 04-09-2017 met een ondernemingswaarde van € 7.830.000 en een EBITDA-multiple van 21,07 (Mergermarket, z.d.).
- Crabwall Manor Hotel & Spa is een hotel met spa-voorzieningen (UK). Overgenomen door Legacy Hotels & Resorts Limited op 10-11-2017 met een ondernemingswaarde van €7.290.000 en een EBITDA-multiple van 12,56 (Mergermarket, z.d.).
- Eynsham Hall Hotel is een country-style hotel. Overgenomen door Ennismore International Management Limited op 04-05-2018 met een ondernemingswaarde van €11.330.000 en een EBITDA-multiple van 18,11 (Mergermarket, z.d.).

Bovenstaande vergelijkbare ondernemingen hebben verschillende EBITDA-multiples. De mediaan multiple voor middelgrote bedrijven is **18,11** gebaseerd op 7 deals in de hotelsector in de laatste 5 jaar met een ondernemingswaarde van €7.290.000 tot €23.560.000.

Grote bedrijven:

- Corbin & King, opgericht in 2003 door Jeremy King en Chris Corbin, bestaande uit een restaurant- en horecaportefeuille in heel Londen. Bezit en exploiteert 6 restaurants en beheert het bekroonde Art Deco vijfsterrenhotel. Corbin & King is op 18-12-2017 deels overgenomen door Minor C&K (een van de grootste hospitality groep in de Azië-Pacific regio). Een ondernemingswaarde van €65.732.000 met een EBITDA-multiple van 16,5 (Epsilon Research, z.d.).
- Sandaya, opgericht in 2010, exploiteert 4- en 5-sterrencampings in Frankrijk en Spanje. Exploiteert **elf** 4- en 5-sterrencampings met meer dan 300 staanplaatsen op uitgelezen locaties aan de kust. Overgenomen door Apax Partners (een private equity bedrijf) op 18-05-2016 met een ondernemingswaarde van €170.000.000. De EBITDA-multiple is 13,1 (Epsilon Research, z.d.).
- Atlas Hotels Group bezit en exploiteert hotels in Schotland, Engeland en Wales. Bezit 46 Holiday Inn Express-hotels en een Hampton by Hilton in Liverpool. Totaal omvat de portefeuille 5.575 hotelkamers. Op 28-04-2016 overgenomen door London & Regional Properties (beheert vastgoedbedrijven in de UK) met een ondernemingswaarde van €537.819.000. De EBITDA-multiple is 10,3 (Epsilon Research, z.d.).
- Millennium & Copthorne Hotels Plc exploiteert meerdere hotels wereldwijd. Deels overgenomen door City Developments Limited op 12-09-2019 met een ondernemingswaarde van €3.326.330.000 en een EBITDA-multiple van 12,36 (Mergermarket, z.d.).
- Radisson Hospitality AB exploiteert meerdere hotels wereldwijd. Deels overgenomen door Jin Jiang International op 11-12-2018 met een ondernemingswaarde van €719.470.000 en een EBITDA-multiple 8,76 (Mergermarket, z.d.).

- Grand Hotel Summer Palace S.A. is een hotel in Griekenland. Overgenomen door Mitsis Hotels op 10-12-2018 met een ondernemingswaarde van €50.100.000 en een EBITDA-multiple van 31,57 (Mergermarket, z.d.).
- Russotti Gestioni Hotels SpA is een hotel/motel keten in Italië. Deels overgenomen door York Capital Management (US) met een ondernemingswaarde van €391.000.000 en een EBITDA-multiple van 38,71 (Mergermarket, z.d.).

Bovenstaande vergelijkbare ondernemingen hebben verschillende EBITDA-multiples. De mediaan multiple voor grote bedrijven is **13,10** gebaseerd op 7 deals in de hotelsector in de laatste 5 jaar met een ondernemingswaarde van €50.100.000 tot €3.326.330.000.

Verder is de peer groep ook opgebouwd uit beursgenoteerde vergelijkbare bedrijven:

- Marriott International Inc. is een wereldwijde hotelketen gevestigd in de VS. Opgericht in 1927. Marriott heeft een market cap van \$ 48.340.680.000 en een EBITDA-multiple van 19,73 (InfrontAnalytics, z.d.).
- Hilton Worldwide Holdings Inc. is een wereldwijde hotelketen gevestigd in de VS en is al meer dan 100 jaar actief in de branche. Hilton heeft een market cap van \$ 34.520.530.000 en een EBITDA-multiple van 20,77 (InfrontAnalytics, z.d.).
- Hyatt Hotels Corp. is wereldwijde hotelketen gevestigd in de VS. Hyatt heeft een market cap van \$ 3.305.010.000 en een EBITDA-multiple van 13,08 (InfrontAnalytics, z.d.).
- Accor SA is een wereldwijde hotelketen gevestigd in Frankrijk. Opgericht in 1960. Accor heeft een market cap van € 8.636.090.000 en een EBITDA-multiple van 36,88 (InfrontAnalytics, z.d.).
- InterContinental Hotels Group PLC is een wereldwijde hotelketens met meerdere merknamen. Opgericht in 1777 in de UK. InterContinental heeft een market cap £ 9.457.630.000 en een EBITDA-multiple van 21,77 (InfrontAnalytics, z.d.).
- Extended Stay America Inc. is een wereldwijde hotelketen gevestigd in de VS. Opgericht in 1995. Extended Stay heeft een market cap van \$ 3.522.800.000 en een EBITDA-multiple van 10,99 (InfrontAnalytics, z.d.).
- Shanghai Jin Jiang International Hotels Co Ltd is een wereldwijde hotelketen gevestigd in China. Opgericht in 1996. Shanghai Jin Jiang heeft een market cap van \$ 7.981.920.000 en een EBITDA-multiple van 15,12 (InfrontAnalytics, z.d.).

Bovenstaande vergelijkbare beursgenoteerde ondernemingen hebben een mediaan multiple van **19,73** gebaseerd op 7 hotelketens.

4.3.2.2 Restaurants & Bars

Hoewel de focus in het onderzoek ligt op de bedrijfswaardering van hotel, is hieronder de multiple van restaurants en bars weergegeven. Dit is ter verduidelijking hoe een EBITDA-multiple per (sub)sector kan verschillen.

Middelgrote bedrijven:

- Red's Smoque, opgericht in 2012, is een restaurantketen gespecialiseerd in BBQ in de UK. Red's Smoque is op 27-06-2019 overgenomen door Shouse Biltong. Een ondernemingswaarde van €558.000 met een EBITDA-multiple van 3,7 (Epsilon Research, z.d.).
- Seafood Pub Company Holdings, opgericht in 2010 in de UK, exploiteert 8 gastro-pubs. Overgenomen op 15-07-2016 door Penta Capital (private equity groep) met een ondernemingswaarde van €7.396.000 en een EBITDA-multiple van 25,2 (Epsilon Research, z.d.).
- Cucina Restaurants Limited exploiteert meerdere restaurants in het Verenigd Koninkrijk. Overgenomen door Bridges Fund Management Ltd. op 02-10-2018 met een ondernemingswaarde van €13.050.000 en een EBITDA-multiple van 8,03 (Mergermarket, z.d.).

- Food & Fuel Limited is een restaurant/pub keten (UK). Overgenomen door The Restaurant Group Plc op 30-08-2018 met een ondernemingswaarde van €16.610.000 en een EBITDA-multiple van 27,25 (Mergermarket, z.d.).
- Tommy Mel's is een restaurantketen in Spanje. Overgenomen door Beer & Food SA op 18-04-2018 met een ondernemingswaarde van €10.000.000 en een EBITDA-multiple van 5,00 (Mergermarket, z.d.).
- Zushi Italia S.p.A. is een Japanse restaurantketen uit Italië. Deels overgenomen door DVR Capital op 22-03-2017 met een ondernemingswaarde van €15.680.000 en een EBITDA-multiple van 15,47 (Mergermarket, z.d.).

Bovenstaande vergelijkbare ondernemingen hebben verschillende EBITDA-multiples. De mediaan multiple voor middelgrote bedrijven is **11,75** gebaseerd op 6 deals in de restaurant & pub sector in de laatste 5 jaar met een ondernemingswaarde van €558.000 tot €16.610.000.

Grote bedrijven:

- Debuut Beheer, opgericht in 1982, is een Nederlands bedrijf en exploiteert meerdere horecagelegenheden. Debuut Beheer is op 09-08-2018 overgenomen door Waterland Private Equity met een ondernemingswaarde van €40.000.000 en een EBITDA-multiple van 6,1 (Epsilon Research, z.d.).
- Sebeto, gevestigd in Italië, exploiteert 130 restaurants in Italië en **elf** andere landen. Sebeto is op 09-03-2018 overgenomen door OpCapita met een ondernemingswaarde van €80.000.000 en een EBITDA-multiple van 10,0 (Epsilon Research, z.d.).
- Corbin & King, opgericht in 2003 door Jeremy King en Chris Corbin, bestaande uit een restaurant- en horecaportefeuille in heel Londen. Bezit en exploiteert 6 restaurants en beheert het bekroonde Art Deco vijfsterrenhotel. Corbin & King is op 18-12-2017 deels overgenomen door Minor C&K (een van de grootste hospitality groep in de Azië-Pacific regio). Een ondernemingswaarde van €65.732.000 met een EBITDA-multiple van 16,5 (Epsilon Research, z.d.).
- Redcomb Pubs Limited exploiteert meerdere pubs in de UK. Overgenomen door Young & Co's Brewery Plc op 23-01-2019 met een ondernemingswaarde van €38.910.000 en een EBITDA-multiple van 19,51 (Mergermarket, z.d.).
- Wagamama Limited is een noodle bar restaurant gevestigd in de UK. Overgenomen door The Restaurant Group Plc op 24-12-2018 met een ondernemingswaarde van €627.600.000 en een EBITDA-multiple van 17,82 (Mergermarket, z.d.).
- Wear Inns Ltd exploiteert een keten van pubs in de UK. Overgenomen door Aprirose Limited op 06-08-2018 met een ondernemingswaarde van €25.120.000 en een EBITDA-multiple van 8,87 (Mergermarket, z.d.).

Bovenstaande vergelijkbare ondernemingen hebben verschillende EBITDA-multiples. De mediaan multiple is **13,25** gebaseerd op 6 deals in de restaurant & pub sector in de laatste 5 jaar met een ondernemingswaarde van €25.120.000 tot €627.600.000.

Verder is de peer groep ook opgebouwd uit beursgenoteerde vergelijkbare bedrijven:

- Darden Restaurant Inc. is een full-service restaurantketen gevestigd in de VS. Opgericht in 1938. Darden heeft een market cap van \$ 18.723.590.000 en een EBITDA-multiple van 28,51 (InfrontAnalytics, z.d.).
- Texas Roadhouse Inc. is een restaurantketen gespecialiseerd in steaks. Opgericht in 1993 in de VS. Texas Roadhouse heeft een market cap van \$ 6.933.580.000 en een EBITDA-multiple van 32,26 (InfrontAnalytics, z.d.).
- Bloomin Brands Inc. is een restaurantketen gevestigd in de VS. Opgericht in 2006. Bloomin Brands heeft een market cap van \$ 2.499.490.000 en een EBITDA-multiple van 10,41 (InfrontAnalytics, z.d.).
- **AmRest Holdings SE exploiteert meerdere restaurantketens (full-service en take-away).** Opgericht in 1993 in Spanje. AmRest Holdings heeft een market cap van € 7.352.880.000 en een EBITDA-multiple van 12,52 (InfrontAnalytics, z.d.).

- MK Restaurant Group PLC is een restaurantketen in Thailand. Opgericht in 1962. MK Restaurant heeft een market cap van \$ 1.548.140.000 en een EBITDA-multiple van 16,16 (InfrontAnalytics, z.d.).
- Restaurants Brands New Zealand Limited is een holding met meerdere restaurant, zoals KFC en Pizza Hut. Opgericht in 1997 in Nieuw-Zeeland. Restaurant Brands heeft een market cap van \$ 1.116.310.000 en een EBITDA-multiple van 13,77 (InfrontAnalytics, z.d.).

Bovenstaande vergelijkbare beursgenoteerde ondernemingen hebben een mediaan multiple van **14,96** gebaseerd op 6 bedrijven die actief zijn in de sub-sector Restaurants & Pubs.

Bovenstaande multiple-analyse leidt tot een range van multiples voor de sub-sector Hotels en Restaurants & Bars. Er is onderscheid gemaakt tussen middelgrote en grote bedrijven omdat doorgaans een hogere multiple betaald wordt voor grotere bedrijven (hierboven blijkt echter dat dat voor hotels niet altijd geldt). De groep van vergelijkbare onderneming valt wellicht niet binnen de scope van BrightOrange, alleen **deze peer groep is** wel representatief voor de (sub)sector. Daarnaast is bij de bovenstaande multiple-analyse geen rekening gehouden met kleine bedrijven, hierdoor is er geen ondergrens voor middelgrote bedrijven. De reden hiervoor is dat de multiples bij transacties van kleinere omvang niet bekend zijn. Het is daarom belangrijk dat er rekening wordt gehouden met de specifieke omstandigheden van de onderneming, zodat de multiple naar boven of beneden kan worden afgerond. Hieronder een range van multiple voor hospitality bedrijven:

- De range van EBITDA-multiple voor Hotels ligt tussen 13,10 (middelgrote bedrijven) en 19,73 (grotere bedrijven).
- De range van EBITDA-multiple voor Restaurants & Bars ligt tussen 11,75 (middelgrote bedrijven) en 14,96 (grotere bedrijven)

Aan de hand van deze multiples kan de waarde van de onderneming berekend worden. Er dienen nog enkele correcties gemaakt te worden op de waarde van de onderneming om tot de waarde van de aandelen te komen als er sprake is van vorderingen of schulden in de onderneming.

4.3.3 Waarde creërende factoren voor een hospitality bedrijf

Zoals in het theoretisch kader is beschreven, kan een koper ook rekening houden met de 'Goodwill value' (Camilleri, 2015). Dit is de toegevoegde waarde die een onderneming heeft op basis van (on)tastbare onderdelen, zoals reputatie, personeel/expertise en competitieve voordelen. Daarnaast kan een hotel ook in waarde toenemen als er een goede merknaam aan verbonden is. Zowel Roubi en Littelljohn (2004) als O'Neill en Xiao (2006) concluderen dat een goede merknaam een significant effect heeft op de waarde van een hotel. Dit is een aspect dat ook meegenomen dient te worden bij de waardering van hotels. Hieronder enkele waarde creërende factoren voor een hotel:

- Merknaam: Het hebben van een sterk en gerespecteerd merk kan de bedrijfswaardering positief beïnvloeden. Een betere merknaam leidt tot een groter marktbereik, betere loyaliteitsprogramma's en operationele efficiëntie binnen het bedrijf. Hierdoor zal de RevPAR hoger zijn dan bij andere hotels.
- Locatie: Een locatie kan ook positief invloed hebben op een bedrijfswaardering. Wanneer een hotel zich op een unieke locatie bevindt, zal dit vaak leiden tot een hogere waardering. Zo zorgt een unieke locatie doorgaans voor een hogere prijs van de kamers.
- Vraag/aanbod: **Als er in de omgeving waarin het hotel zich bevindt veel nieuwe hotels gebouwd worden**, zorgt dit voor een daling van de bedrijfswaarde. De markt is dan snel verzadigd omdat er meer concurrentie is. De RevPAR-penetratiegraad kan hierdoor dalen.
- Kwaliteit van het onroerend goed: De kwaliteit van het onroerend goed en het onderhoud hiervan is een belangrijke factor voor bedrijfswaarderingen. Voorafgaand aan de koop moet er onderzocht worden wat de staat is van het onroerend goed. Als er tekortkomingen ontdekt worden, zal dit leiden tot een lagere prijs/waardering.
- Marktomstandigheden: Zoals Ganchev (2000) ook beschrijft, is een marktanalyse van belang bij een bedrijfswaardering. In **deze** analyse komen de marktontwikkelingen (**kansen en risico's**) naar voren. **Deze marktontwikkelingen kunnen de bedrijfswaardering zowel positief als negatief beïnvloeden.** De groeiverwachting is bijvoorbeeld afhankelijk van de marktomstandigheden.

4.4 Overeenkomsten en verschillen tussen bedrijfswaarderingen

In het theoretisch kader worden de factoren die invloed hebben op een bedrijfswaarde benoemd. In het onderzoek van Turner (1998) blijken acht 'value drivers' een rol te spelen op de vrije geldstromen en dus de bedrijfswaarde. De 'value drivers' zijn onderzocht in verschillende sectoren in het onderzoek van Akalu (2002). Daarentegen blijkt uit het onderzoek van Ganchev (2000) dat er vijf factoren zijn bij het bepalen van de bedrijfswaarde van hotels. In de vergelijking worden de vijf factoren van Ganchev (2000) vergeleken met de acht 'value drivers' van Turner (1998). De factoren van Turner (1998) gelden voor bedrijven in het algemeen, terwijl de factoren van Ganchev (2000) specifiek zijn gericht op de bedrijfswaardering van hotels. Er is gekozen om deze factoren te vergelijken om zo de verschillen/overeenkomsten te bepalen voor bedrijven in de hospitality sector en andere sectoren. De 'value drivers' worden hieronder punt-voor-punt behandeld en worden allen in de context van een DCF-waardering geplaatst.

4.4.1 Omzetgroei

Bij het opstellen van een prognose, oftewel voorspellingsperiode, wordt er van omzet naar vrije geldstromen beredeneerd. Dit geldt zowel bij hospitality bedrijven als andere bedrijven. Echter, de benadering om de omzet te bepalen is volstrekt anders bij hospitality bedrijven dan bij andere bedrijven.

BrightOrange begint met het analyseren van het verleden. Daarmee wordt bepaald wat de omzetontwikkeling is van de afgelopen jaren. Hieruit blijkt dan of de omzet stabiel, dalend, stijgend of wisselend is. Vervolgens wordt er een prognose aangeleverd vanuit de opdrachtgever en BrightOrange beoordeelt of deze realistisch is. Aan de hand van de genomen uitgangspunten met betrekking tot de omzet wordt er in de prognose een omzet bepaald voor de komende jaren. De omzet van de komende jaren kan gelijk blijven, stijgen/dalen met een dusdanig percentage. Dit hangt af van de specifieke omstandigheden binnen het bedrijf en de resultaten uit het verleden.

De toekomstige omzet van hospitality bedrijven daarentegen wordt anders bepaald. De 'value drivers approach' van Ganchev (2000) onderzoekt als eerste de RevPAR van een hotel. Hiervoor wordt niet gekeken naar de resultaten uit het verleden, zoals dat wel het geval is bij andere waarderingen. Maar men kijkt in de marktanalyse welke RevPAR ondersteund wordt in / passend is voor de markt waarin het desbetreffende hotel zich bevindt. Hieruit volgt een geschikte RevPAR. Vervolgens kijkt men in de concurrentieanalyse welke positie het desbetreffende hotel heeft ten opzichte van haar concurrenten in de markt. Hieruit volgt een RevPAR-penetratiegraad (RevPAR Index). Deze twee onderdelen staan centraal bij het bepalen van de toekomstige kameromzet van een hotel. Tot slot wordt de totale omzet bepaald aan de hand van de zojuist berekende kameromzet. Afhankelijk van het type hotel, wordt er bepaald welk deel van de totale omzet bestaat uit kameromzet. Bij het bepalen van het percentage kameromzet ten opzichte van de totale omzet kan er wel gekeken worden naar resultaten uit het verleden. Verder kan er onderzocht worden welke verdeelsleutel in de markt geldt om te verifiëren dat het juiste uitgangspunt gekozen wordt.

4.4.2 Bedrijfswinstmarge

Om het resultaat van een onderneming te bepalen, moet er duidelijk zijn welke kosten een onderneming heeft. In dit onderdeel van de waardering zitten enkele verschillen tussen de bedrijfswaardering van hospitality bedrijven en andere bedrijven

BrightOrange onderzoekt nauwkeurig waaruit de kosten van een onderneming bestaan en wat de ontwikkeling van deze kosten is. Er wordt bepaald of de kosten afhankelijk (van de omzet) of stabiel zijn. De nadruk kan hierbij bijvoorbeeld liggen op de brutowinstmarge of personeelskosten. Deze kosten hebben (afhankelijk van het type bedrijf) relatief veel invloed op het bedrijfsresultaat. De brutowinstmarge wordt bepaald aan de hand van de resultaten uit het verleden en de specifieke omstandigheden binnen het bedrijf. Vervolgens worden alle kosten afzonderlijk geanalyseerd en bepaald of deze stijgen, dalen of gelijk blijven.

Bij een waardering van een hospitality bedrijf wordt er een andere benadering met betrekking tot de kosten genomen. Ganchev (2000) stelt dat het niet nodig is om elke specifieke kostenpost te analyseren. Voor hospitality bedrijven is het bepalen van een EBITDA-marge voldoende. De EBITDA-

marge wordt bepaald aan de hand van de resultaten uit het verleden. Hiervan kan er ook nog onderzocht worden welke EBITDA-marge geldt voor vergelijkbare bedrijven om zo te verifiëren of de juiste EBITDA-marge vastgesteld is. Als er in een waardering gekozen wordt om meer **op** detail in te gaan op de marge van een hotel, dan kan er volgens Ganchev (2000) ook gerekend worden met een GOP-marge, om vervolgens de vaste kosten in mindering te brengen.

4.4.3 Belastingtarief

Over de gerealiseerde winst van een bedrijf moet belasting betaald worden in Nederland. Deze belasting wordt bepaald aan de hand van een geldend belastingtarief. Dit tarief is zowel voor hospitality bedrijven als andere bedrijven hetzelfde. Bij een bedrijfswaardering is er dus geen verschil in de wijze hoe de belasting wordt bepaald.

4.4.4 Werkkapitaal

Het werkkapitaal is het geld dat gebonden is aan de activiteiten van een onderneming. Het werkkapitaal bestaat onder andere uit voorraden, debiteuren, crediteuren en overige vorderingen/schulden. Er zijn enkele verschillen in de waardering van een hospitality bedrijf en een ander bedrijf.

BrightOrange besteedt **t** veel aandacht aan het analyseren van het werkkapitaal van een onderneming. Zij **kijkt** specifiek naar de voorraad-, debiteuren- en crediteurendagen. Het aantal voorraaddagen is een term binnen **een** bedrijfsvoering om te berekenen wat de omloopsnelheid van de voorraad is. Het geld dat nodig is om deze voorraad te bekostigen, kan niet uitgekeerd worden aan aandeelhouders. Het verlagen van het aantal voorraaddagen heeft dus een positief resultaat op de vrije geldstromen van een onderneming. Het aantal debiteurendagen laat zien wat **de** gemiddelde (betalings)termijn van klanten is. Het aantal crediteurendagen laat daarentegen zien wat **de** gemiddelde (krediet)termijn van leveranciers is. Een daling van het aantal debiteurendagen is positief voor de vrije geldstromen. Een stijging van het aantal crediteurendagen is ook positief voor de vrije geldstromen. Er wordt hierbij naar de resultaten uit het verleden gekeken en realistische uitgangspunten voor de toekomst genomen. Het werkkapitaal heeft redelijk veel invloed op de vrije geldstromen en is volgens BrightOrange een belangrijk onderdeel.

In tegenstelling tot het nauwkeurig analyseren van het werkkapitaal, houdt Ganchev (2000) voor hospitality bedrijven slechts rekening met een kapitaalreserve. Deze kapitaalreserve is ongeveer 2% tot 5% van de totale omzet en is bedoeld om eventuele mutaties in het werkkapitaal op te vangen. Deze kapitaalreserve wordt bepaald aan de hand van resultaten uit het verleden.

4.4.5 Investerings in vaste activa / vervangen van vaste activa

De investeringen in en vervanging van vaste activa worden gezamenlijk behandeld omdat **ze** beiden invloed **hebben** op de afschrijvingen en vrije geldstromen van een onderneming. Om tot de vrije geldstromen van een onderneming te komen, is het gewenst dat de investeringen en afschrijvingen duidelijk zijn. Hierin bestaat er een verschil tussen de werkwijzen.

BrightOrange berekent de vrije geldstromen met de EBIT als basis. De EBIT is het bedrijfsresultaat na aftrek van afschrijvingen. De afschrijvingen worden vastgesteld door te kijken naar de investeringen. De afschrijvingen worden opgeteld **bij** de EBIT (omdat dit geen invloed heeft op de geldstromen) en de investeringen verlagen de vrije geldstromen. Als de vaste activa alleen vervangen worden en er geen sprake is van aankoop van extra vaste activa, zullen de afschrijvingen gelijk zijn aan de investeringen. Echter, wanneer er investeringen in de vaste activa gepland zijn, zal dit zorgen voor hogere afschrijvingen.

Bij de bedrijfswaardering van hospitality bedrijven staat de EBITDA aan de basis van de vrije geldstromen. Hierdoor hoeven de afschrijvingen **er** niet meer **bij** opgeteld te worden. Om de vrije geldstromen te berekenen worden de investeringen afgetrokken.

In essentie **worden bij** beide manieren de vrije geldstromen juist berekend. Echter, de werkwijze van BrightOrange biedt een beter beeld **van** de afschrijvingen voor de komende jaren. De werkwijze die toegepast wordt bij hospitality bedrijven **laat** alleen zien wat de investeringen zijn, zonder daarbij duidelijk te hebben welke afschrijvingen deze investeringen met zich meebrengen.

4.4.6 Rendementseis

De rendementseis verschilt per investering. Vanaf 2017 ligt deze rendementseis vaak tussen de 14% en 20% (zie figuur 3). Er is dus geen groot verschil tussen hospitality bedrijven en andere bedrijven in het algemeen. Natuurlijk is het gewenst om rekening te houden met de specifieke risico's van het desbetreffende bedrijf.

Zoals hierboven beschreven bouwt BrightOrange een rendementseis op uit vier onderdelen. Wanneer deze vier onderdelen bepaald worden voor bedrijven, komt BrightOrange vaak uit op een range van 15% tot 20%. Bij kleinere (risicovollere) bedrijven stijgt de rendementseis soms tot 20%. Terwijl bij stabiele, volwassen bedrijven de rendementseis rond de 15% ligt.

De rendementseis voor hospitality bedrijven wordt door Ganchev (2000) vastgesteld op 13% en door Camilleri (2015) op 10,8 tot 14,6%. Daarnaast geeft KPMG (2019) een rendementseis van 16,1% en 14,4% aan voor respectievelijk 2017/2018 en 2018/2019. Als de Duff & Phelps Cost of Capital Navigator gebruikt wordt om een rendementseis op te stellen voor de hospitality sector, dan komt er een range van 14,33-17,44% in de Verenigde Staten voor 2020/2021 en 15,50-18,61% in Nederland tot stand (Duff & Phelps, z.d.). Hieruit blijkt dat de rendementseis voor hospitality bedrijven de laatste jaren is gestegen en in Nederland hoger ligt dan in de Verenigde Staten.

4.4.7 Duur van voorspellingsperiode

De duur van de voorspellingsperiode verschilt bij een waardering van hospitality bedrijven ten opzichte van andere bedrijven.

BrightOrange kiest vaak voor een voorspellingsperiode van 3 tot 5 jaar. Turner (1998) en Hazelhorst (2015) kiezen voor een voorspellingsperiode van 5 jaar. Na deze voorspellingsperiode gaat de restperiode in. Deze restperiode is een stabiele situatie die tot de oneindigheid door kan lopen. In de restperiode wordt de vrije geldstroom met 2% inflatie verhoogd en zullen de afschrijvingen en investeringen gelijk zijn aan elkaar.

Ganchev (2000) stelt dat de voorspellingsperiode voor een hospitality bedrijf 10 jaar moet zijn. Na 10 jaar bevindt het hospitality bedrijf zich pas in een stabiele omgeving. Na deze 10 jaar gaat de restperiode in. Ganchev (2000) stelt de inflatie op 3% en verhoogt de vrije geldstromen dan ook met 3%.

4.4.8 Indirecte factoren

Daarnaast blijkt dat er ook nog factoren zijn die de waarde van een onderneming indirect beïnvloeden. Deze factoren verschillen per bedrijf en per sector, maar er zijn ook factoren die voor elk bedrijf waarde toevoegen.

In het theoretisch kader wordt gesproken over de factoren van Sullivan (2000). Deze factoren voegen waarde toe aan een bedrijf. Sullivan (2000) richt zich op innovatie, concurrentie, klanten en marktomstandigheden. Wanneer een bedrijf minder concurrentie heeft (of een hogere toetredingsdrempel voor potentiële concurrenten), zal dit zorgen voor een hogere waarde van het bedrijf. Hetzelfde geldt voor de loyaliteit van de klant, deze zorgt voor meer waarde. BrightOrange neemt deze indirecte factoren ook mee in de waarderings van bedrijven. Zo zijn er specifieke marktomstandigheden die de waarde van een bedrijf kunnen verhogen of verlagen.

Voor hospitality bedrijven geldt dit ook. De marktomstandigheden van een hospitality bedrijf hebben ook invloed op de waardering. Daarnaast speelt de concurrentie van hospitality bedrijven een rol bij de waardering. HTI Consulting (z.d.) spreekt over de invloed van een merknaam bij een bedrijfswaardering. Dit kan de waarde van elk bedrijf positief of negatief beïnvloeden. Alleen HTI Consulting neemt ook de factoren 'locatie' en 'kwaliteit van het onroerend goed' mee in de waardering van hospitality bedrijven. Deze factoren gelden daarentegen minder voor andere bedrijven, want de locatie van een productiefabriek heeft minder invloed op een bedrijfswaardering dan de locatie van een hotel.

Hierboven zijn de 'value drivers' en indirecte factoren van een bedrijfswaardering vergeleken tussen hospitality bedrijven en andere bedrijven. Hieruit blijkt dat er bij sommige onderdelen wel verschillen te vinden zijn. Met name het bepalen van de omzet(groei) voor de prognose gebeurt met een andere

benadering. Waar BrightOrange kijkt naar het verleden en vervolgens uitgangspunten neemt voor de toekomst, daar zoekt Ganchev (2000) door middel van een marktanalyse naar de juiste RevPAR en bijpassende RevPAR-penetratiegraad. Deze verschillen zijn ook te vinden **in** de benadering **van de** kosten. BrightOrange analyseert elke specifieke kostenpost en de ontwikkeling van deze kosten, terwijl voor hospitality bedrijven een winstmarge wordt bepaald op basis van het verleden. Verder schenkt BrightOrange relatief veel aandacht aan het analyseren van het werkkapitaal, waar bij een bedrijfswaardering voor een hospitality **bedrijf** enkel een kapitaalreserve wordt berekend. Er zijn ook overeenkomsten te vinden op het gebied van belastingtarief, rendementseis en waarde-verhogende factoren. Deze uitgangspunten gelden zowel bij hospitality bedrijven als andere bedrijven. Dit is enigszins ook wel te verklaren, want een goede merknaam is zowel voor hospitality bedrijven als andere bedrijven van veel waarde.

5 Conclusie

In dit onderzoek staat de vraag “**Welke factoren zijn van invloed op de bedrijfswaarde van een hospitality bedrijf?**” centraal. De vier verschillende onderzoeksvragen hebben ertoe geleid een onderbouwd antwoord te geven op deze hoofdvraag. Hiervoor is voornamelijk onderzoek gedaan in de literatuur.

Uit de resultaten blijkt dat er zowel overeenkomsten als verschillen zijn in de bedrijfswaardering die BrightOrange toepast en de bedrijfswaarderingen die toegepast worden op hospitality bedrijven. De belangrijkste overeenkomst is dat beide benaderingen gebruik maken van de DCF-waarderingsmethode. Verder worden de overeenkomsten tussen beide benaderingen vooral gevonden in het bepalen van de rendementseis en de wijze waarop belasting wordt verwerkt in een bedrijfswaardering. Daarnaast zijn er indirecte factoren die de waarde van zowel hospitality bedrijven als andere bedrijven beïnvloeden. Zo heeft een goede merknaam bijvoorbeeld positief effect op een hotel, maar ook op een retailer.

Er zijn echter ook verschillen tussen de bedrijfswaarderingen. BrightOrange probeert zo nauwkeurig mogelijke uitgangspunten te nemen bij een bedrijfswaardering. Dit geldt ook voor hospitality bedrijven, alleen de benadering van de toekomstige omzet is bij een bedrijfswaardering van hospitality bedrijven veel diepgaander. Daarvoor wordt er gebruik gemaakt van een marktanalyse en concurrentieanalyse. BrightOrange analyseert de kosten veel diepgaander. Bedrijfswaarderingen voor een hospitality bedrijf gaan uit van een winstmarge, zonder de kosten specifiek te analyseren. Vervolgens maakt BrightOrange gebruik van een voorspellingsperiode van 3 tot 5 jaar, terwijl bedrijfswaarderingen voor hospitality bedrijven een horizon van 10 jaar kennen.

De voornaamste factor die invloed heeft op de bedrijfswaardering van een hotel is de RevPAR. Het bepalen van een juiste RevPAR is essentieel voor de bedrijfswaardering van een hotel. Door middel van een marktanalyse en concurrentieanalyse kan er een passende RevPAR-verwachting opgesteld worden. Dit is de basis van een bedrijfswaardering voor een hotel. Vervolgens hebben de factoren: winstmarge, investeringen en rendementseis invloed op een bedrijfswaardering. Overigens zijn er diverse trends en ontwikkelingen in de hospitality sector die de bedrijfswaarde van een hospitality kunnen beïnvloeden. Deze trends en ontwikkelingen zullen bepalend zijn voor de uitgangspunten die genomen worden bij een bedrijfswaardering. **Daarnaast blijkt uit de trends en ontwikkelingen dat er in de hospitality sector een groeiende verwachting van 'distressed deals' is. Dit betekent dat er de komende periode enkele hospitality bedrijven noodgedwongen verkocht zullen worden. Dit zal mogelijk ook leiden tot een lagere multiple.**

Uit het onderzoek blijkt **dat** een goede onderbouwing van de genomen uitgangspunten cruciaal is bij een bedrijfswaardering. Zo kan het nemen van een verkeerde schatting leiden tot een onnauwkeurige bedrijfswaarde. De factoren die invloed hebben op de bedrijfswaardering van een hospitality bedrijf, zoals RevPAR-verwachting, winstmarge, investeringen en rendementseis moeten goed onderbouwd worden door middel van een markt-/concurrentieanalyse.

6 Alternatieven

Uit de resultaten blijkt dat er diverse benaderingen zijn om een bedrijfswaarde te bepalen. Zo is de werkwijze van BrightOrange al jaren onveranderd gebleven, terwijl Ganchev (2000) de bedrijfswaarde van een hotel bepaald met behulp van een andere benadering. Dit leidt tot drie alternatieven, welke hieronder toegelicht worden.

6.1 Alternatief 1

De eerste mogelijke benadering om de bedrijfswaarde van een hotel te bepalen is door middel van de huidige werkwijze van BrightOrange. Dit houdt in dat de werkwijze die hierboven beschreven is, ook wordt gebruikt om de bedrijfswaarde van een hotel te bepalen. Elke vorm van inkomsten en kosten worden afzonderlijk geanalyseerd en bepaald door middel van resultaten uit het verleden en trends en ontwikkelingen in de toekomst. Vervolgens worden de vrije geldstromen bepaald en verdisconteerd.

Door de werkwijze van BrightOrange ook toe te passen voor het bepalen van de bedrijfswaarde van een hotel, kan BrightOrange haar expertise goed toepassen. De huidige werkwijze van BrightOrange werkt al geruime tijd goed voor heel veel bedrijfswaarderingen. De bedrijfswaarde die door middel van deze werkwijze berekend wordt, is goed onderbouwd. Daarnaast beheersen de werknemers van BrightOrange deze benadering tot bedrijfswaarde goed en hoeven zij zich geen nieuwe benadering eigen te maken. Alleen kan wel de vraag gesteld worden in hoeverre deze benadering tot bedrijfswaarde geschikt is voor een hospitality bedrijf, zoals een hotel.

6.1.1 Voordelen

1. Gemakkelijk alternatief, want de huidige werkwijze van BrightOrange wordt dan ook gebruikt voor hospitality bedrijf (met name hotels) waardoor er geen verandering in de organisatie hoeft plaats te vinden.
2. Goede onderbouwing van elke vorm van kosten. De kosten worden allen afzonderlijk behandeld en er wordt gekeken naar het verleden en de toekomst om de kosten voor de prognosejaren te bepalen.

6.1.2 Nadelen

1. De werkwijze van BrightOrange is minder geschikt voor het bepalen van de bedrijfswaarde van een hotel omdat een hotel meerdere inkomstenbronnen heeft die niet diepgaand worden geanalyseerd.
2. Er wordt geen onderscheid gemaakt in type bedrijf bij de huidige werkwijze van BrightOrange. Het kan gezien worden als een one-size-fits-all benadering voor het bepalen van een bedrijfswaarde. Er wordt voorbij gegaan aan specifieke aspecten.

6.2 Alternatief 2

Een andere mogelijke benadering om de bedrijfswaarde van een hotel te bepalen is door middel van de benadering die Ganchev (2000) voorstelt. In deze benadering wordt er gebruikt gemaakt van een markt- en concurrentieanalyse waardoor de kameromzet van een hotel heel diepgaand wordt geanalyseerd en bepaald. Vervolgens worden er een EBITDA-marge bepaald en toegepast. Daarna worden de investeringen en de kapitaalreserve in mindering gebracht om tot de vrije geldstromen te komen. Tot slot worden deze vrije geldstromen verdisconteerd tegen een rendementseis van 14,33% tot 18,61% (Duff & Phelps, 2018). De voorspellingsperiode bij deze benadering is 10 jaar, terwijl BrightOrange doorgaans werkt met een voorspellingsperiode van 3-5 jaar.

Deze nieuwe benadering tot een bedrijfswaarde is erg geschikt voor het bepalen van bedrijfswaarde voor hotels. Hierdoor kan BrightOrange haar portefeuille uitbreiden met klanten uit de hospitality sector. De werknemers van BrightOrange zullen deze nieuwe benadering moeten beheersen en dit kost tijd. Daarnaast zou er discussie kunnen ontstaan over het feit dat de kosten niet afzonderlijk worden bepaald maar er een EBITDA-marge wordt genomen. Hierdoor zijn de kostenposten minder goed onderbouwd dan bij de huidige werkwijze van BrightOrange.

6.2.1 Voordelen

1. Deze benadering is erg geschikt voor het bepalen van de bedrijfswaarde voor hotels.
2. De diverse inkomstenbronnen worden diepgaand geanalyseerd en bepaald. Door middel van een markt- en concurrentieanalyse komen er veel gegevens vrij over de kamer (en totale) omzet van een hotel.

6.2.2 Nadelen

1. De kostenposten worden niet afzonderlijk geanalyseerd en bepaald. De EBITDA-marge wordt wel geanalyseerd, maar de kosten worden minder goed onderbouwd bij deze benadering.
2. De mutaties in het werkkapitaal worden niet geanalyseerd, maar er wordt een schatting genomen in de vorm van een kapitaalreserve.
3. Deze nieuwe benadering kost tijd om te implementeren in de organisatie van de opdrachtgever.
4. Deze benadering stamt uit 2000 en er kan ter discussie worden gesteld of deze benadering nog wel van deze tijd is.

6.3 Alternatief 3

De derde mogelijkheid voor het bepalen van de bedrijfswaarde van een hospitality bedrijf (met name hotels) is een gecombineerde benadering. Daarbij houdt BrightOrange **vast aan** haar eigen werkwijze voor het bepalen van een bedrijfswaarde, alleen ze staat open voor nieuwe inzichten. In deze gecombineerde benadering worden de inkomsten van een hotel vastgesteld door middel van de markt- en concurrentieanalyse. Dit is een belangrijk deel uit de benadering van Ganchev (2000) voor het bepalen van de bedrijfswaarde van een hotel. Vervolgens worden de kosten afzonderlijk geanalyseerd zoals ook bij andere bedrijfswaarderingen binnen BrightOrange gedaan wordt. De voorspellingsperiode wordt bij deze gecombineerde benadering gesteld op 5 jaar, omdat de hospitality sector veel ontwikkelingen doormaakt zoals beschreven in de trends en ontwikkelingen waardoor het niet gewenst is een voorspelling te doen over een termijn van 10 jaar.

Deze combineerde benadering is vernieuwend voor BrightOrange, maar tegelijkertijd makkelijk te implementeren want de werkwijze van BrightOrange blijft (gedeeltelijk) behouden. De aanvulling met betrekking tot het bepalen van de inkomsten van een hotel zorgt voor meer diepgang in een bedrijfswaardering. Deze aanvulling is uitermate geschikt voor bedrijfswaarderingen van hotels. Zodoende kan BrightOrange met deze gecombineerde benadering een goed onderbouwde bedrijfswaardering aanleveren aan bedrijven uit de hospitality sector (voornamelijk hotels).

6.3.1 Voordelen

1. Deze benadering voor het bepalen van een bedrijfswaarde is erg geschikt voor hotels. Het is een tailor-made benadering waarbij de traditionele werkwijze van BrightOrange als fundering wordt gebruikt.
2. De kameromzet van een hotel wordt diepgaand geanalyseerd en bepaald.
3. De diverse kostenposten worden specifiek geanalyseerd en bepaald.
4. Weinig tijd en moeite om deze gecombineerde benadering te implementeren in de organisatie.

6.3.2 Nadelen

1. Deze gecombineerde benadering is alleen toepasbaar voor verstrekkers van accommodaties, zoals hotel. Restaurants hebben immers geen RevPAR. Hierdoor is deze benadering niet geschikt voor alle hospitality bedrijven.

De wijze waarop BrightOrange deze gecombineerde benadering in de praktijk kan uitwerken en toepassen wordt in het volgende hoofdstuk uitgebreid behandeld. Daarbij wordt er per onderdeel toegelicht hoe BrightOrange ervoor kan zorgen dat de kwaliteit van de bedrijfswaardering voor een hotel gewaarborgd wordt.

7 Advies

Hierboven blijkt dat de gecombineerde benadering (alternatief 3) de meeste voordelen met zich meebrengt. In dit hoofdstuk wordt toegelicht hoe BrightOrange deze gecombineerde benadering in de praktijk kan toepassen. Ten eerste wordt **uitegelegd** hoe BrightOrange de kameromzet van een hotel kan bepalen. Vervolgens wordt beschreven hoe BrightOrange de kosten van een hotel kan bepalen, rekening houdend met de trends en ontwikkelingen in de sector. Daarna wordt er toegelicht hoe de vrije geldstromen bepaald moeten worden en welke rendementseis geschikt is voor het verdisconteren van de vrije geldstromen. Overigens wordt er beschreven welke multiple representatief is voor de hospitality sector. Deze multiple kan dan in de praktijk ook worden gebruikt bij een multiple-analyse. Tot slot worden er enkele factoren benoemd die waarde toevoegen aan een hospitality bedrijf. Deze factoren zijn ontastbaar, maar kunnen wel invloed uitoefenen op de uitgangspunten die genomen worden bij een bedrijfswaardering. Vandaar dat men ook rekening moet houden met deze factoren bij het bepalen van een bedrijfswaarde voor een hospitality bedrijf.

7.1 Het bepalen van de juiste RevPAR

Zoals blijkt uit het onderzoek, is het van belang om de juiste RevPAR te bepalen voor de voorspellingsperiode. Om te ontdekken wat de juiste RevPAR is voor een specifiek hotel, kan BrightOrange gebruik maken van de benchmarkgegevens van Smith Travel Research (STR, z.d.). In overleg met het onderhavige hotel dient BrightOrange een 'competitive set' op te stellen om de gegevensbenchmarking op te baseren. Deze 'competitive set' moet bestaan uit vergelijkbare hotels om zo een realistisch beeld te creëren. Uit de rapporten van STR blijkt welke RevPAR ondersteund wordt door de markt. Dit is de marktanalyse. Vervolgens kan BrightOrange zich richten op de concurrentieanalyse. In de concurrentieanalyse wordt de RevPAR-penetratiegraad gevonden. Deze RevPAR-penetratiegraad kan ook gevonden worden in rapporten van STR. Hieruit blijkt welke positie het desbetreffende hotel heeft ten opzichte van haar concurrenten. Enkele voorbeelden van een STR-rapport (STAR Report, RevPAR Positioning Matrix of Corporate Report) zijn te vinden in Bijlage 1.

Daarnaast kan BrightOrange ook kijken naar de bedrijfsspecifieke omgeving. Zo kan er onderzocht worden wat de reviews zijn van het onderhavige hotel en haar concurrenten. Verder kan BrightOrange onderzoeken welke ontwikkeling er is met betrekking tot het marktaandeel. Is de RevPAR(-penetratiegraad) de afgelopen jaren gestegen ten opzichte van concurrenten? Zo ja, dan kan dit misschien betekenen dat het marktaandeel is gestegen.

7.2 Het bepalen van de kosten

Voor het bepalen van de kosten voor een hotel kan BrightOrange kijken naar het verleden en de toekomst. Op basis van het verleden kan een trend geconstateerd worden (bijvoorbeeld een stijgende lijn in algemene kosten). Verder kan er naar de trends en ontwikkelingen gekeken worden om zo een juiste inschatting te maken van verschillende kosten. Denk hierbij aan de trend dat er steeds minder personeel achter de receptie zit (door robots/self check-ins) waardoor de personeelskosten op lange termijn zullen dalen. Het analyseren en bepalen van de diverse kostenposten is erg belangrijk in de werkwijze van BrightOrange. Dit is dan ook het onderdeel waarop ze zich onderscheiden van de benadering van Ganchev (2000).

7.3 Het bepalen van de vrije geldstromen

Het bepalen van de vrije geldstromen heeft betrekking op het resultaat, belastingen, voorzieningen, afschrijvingen, investeringen en mutaties van het werkkapitaal (zie blz. 16). Het resultaat volgt uit de prognose van inkomsten en kosten. Verder zijn de belastingtarieven vastgesteld door de overheid, waardoor dit geen onderdeel is waarop afgeweken kan worden. BrightOrange kan wel analyseren wat de toekomstige investeringen zijn en welk effect dit heeft op de afschrijvingen. Daarnaast kan BrightOrange het werkkapitaal analyseren en zodoende de mutaties in het werkkapitaal jaarlijks bepalen. Hierdoor kan nauwkeurig bepaald worden wat de jaarlijkse vrije geldstromen zijn, om die vervolgens te verdisconteren aan de hand van de vastgestelde rendementseis over een termijn van 5 jaar.

7.4 Het bepalen van de juiste rendementseis

Voor het vaststellen van de juiste rendementseis maakt BrightOrange gebruik van de Duff & Phelps Cost of Capital Navigator (Duff & Phelps, 2018). Ganchev (2000) stelt dat een rendementseis van 13% in 2000. Echter, deze is niet meer geschikt en relevant. BrightOrange kan de rendementseis bepalen aan de hand van Duff & Phelps. Ter verificatie, kan BrightOrange de rendementseis van Duff & Phelps vergelijken met de rendementseis van KPMG (2019). Als BrightOrange de Duff & Phelps Cost of Capital Navigator gebruikt (sector: Hotel, restaurants & leisure), **komen de volgende uitkomsten** tot stand:

	VS	Nederland
Risk free rate	2,5%	2,5%
Market risk premium	5,5%	7,32%
Industry risk premium	1,32%	1,17%
Size premium	5,01% - 8,12%	5,01% - 8,12%
Totaal	14,33% - 17,44%	16,0% - 19,11%

Figuur 4 - Rendementseis Cost of Capital Navigator

De rendementseis van de VS is lager dan de rendementseis van Nederland. Geconcludeerd kan worden dat er in de VS minder risico's zijn in de hospitality sector. De rendementseis van Nederland voor de hospitality sector valt zowel binnen de gebruikelijke rendementseis van BrightOrange en Brookz (2018).

7.5 Multiple-analyse

Voor de multiple-analyse is het essentieel dat er een juiste multiple genomen wordt bij het bepalen van de bedrijfswaarde. Uit het onderzoek blijkt dat voor **een** hotel de volgende multiple representatief is:

7.5.1 Hotel

- Middelgrote bedrijven: mediaan multiple van 18,11
- Grote bedrijven: mediaan multiple van 13,10
- Beursgenoteerde bedrijven: mediaan multiple van 19,73

7.5.2 Restaurants & Bars

- Middelgrote bedrijven: mediaan multiple van 11,75
- Grote bedrijven: mediaan multiple van 13,25
- Beursgenoteerde bedrijven: mediaan multiple van 14,96

Hierbij dient opgemerkt te worden dat de multiple voor kleinere bedrijven niet onderzocht is. De reden hiervoor is dat kleinere bedrijven niet geschikt zijn voor bedrijfswaarderingen met multiples. Daarnaast worden de bedrijfstransacties van kleinere bedrijven minder geregistreerd waardoor er geen peer groep kan worden opgesteld voor kleinere bedrijven.

7.6 Ontastbare factoren van een hospitality bedrijf

In het theoretisch kader wordt de term 'Goodwill value' genoemd (Camilleri, 2015). Deze 'goodwill value' bestaat echter uit ontastbare onderdelen die moeilijk te meten zijn in een DCF-waardering. Echter, deze ontastbare onderdelen kunnen wel meetbaar gemaakt worden door enkele afgeleiden op te stellen:

- Naamsbekendheid en reputatie: Deze ontastbare factor heeft betrekking op de bezettingsgraad van hospitality bedrijven. Zo behaalt een hospitality bedrijf een hogere bezettingsgraad wanneer er een goede reputatie is. De RevPAR kan daardoor in de prognose naar boven afgesteld worden.
- Loyaliteit van gasten: Ook deze ontastbare factor heeft betrekking op de bezettingsgraad. Wanneer gasten vaker terugkeren naar eenzelfde hotel, zal dit resulteren in een hogere bezettingsgraad. Dit heeft een positief effect op de RevPAR.

- Onderscheidend vermogen ten opzichte van de concurrentie: Deze ontastbare factor wordt behandeld in de concurrentieanalyse. Wanneer een hotel bijvoorbeeld een competitief voordeel heeft dankzij een unieke locatie, kan de RevPAR-penetratiegraad boven de 100% vastgesteld worden.
- Prijs-kwaliteitverhouding: De prijs-kwaliteitverhouding heeft direct invloed op de ADR. Wanneer een gast bereid is meer te betalen voor een verblijf, zal de ADR van het hotel stijgen. Andersom, wanneer de gast niet bereid is om een bepaalde prijs te betalen voor het verblijf, zal de bezettingsgraad dalen. De prijs-kwaliteitverhouding heeft dus invloed op de RevPAR.
- Ervaringen/reviews: Dit hangt samen met de reputatie van een hotel. Wanneer een hotel goede reviews heeft, zal zij een goede reputatie opbouwen die zorgt voor een hogere bezetting en RevPAR.

Voor bovenstaande ontastbare zaken is toegelicht hoe **deze** meegenomen **kunnen** worden in een bedrijfswaardering. Zo hebben deze ontastbare zaken (in)direct toch invloed op de waardering van een hospitality bedrijf.

BrightOrange kan de hospitality sector beter bedienen in de toekomst als zij gebruik **maakt** van bovenstaand advies. Hierin is het belangrijk dat BrightOrange op de hoogte is van de factoren die de waarde van een hotel beïnvloeden, zoals RevPAR. Door het toepassen van dit advies, kan BrightOrange de uitgangspunten in een bedrijfswaardering beter onderbouwen, met onder andere een markt- en concurrentieanalyse, om zo tot een nauwkeurige bedrijfswaarde te komen. **Dit is van belang voor het ethische en maatschappelijke effect van bedrijfswaarderingen. Bij een bedrijfswaarderingen zijn vele belangen gemoeid. Het is daarom de taak van BrightOrange om als onafhankelijke partij een objectieve blik te hebben bij het nemen van de uitgangspunten voor een bedrijfswaardering. Alleen zo kan BrightOrange haar diensten uitvoeren volgens de richtlijnen van het Nederlands Instituut voor Register Valuatoren.**

Bijlage 1 – STAR rapport

Hieronder volgen drie soorten tabellen/figuren welke te vinden zijn in een STAR rapport van Smith Travel Research (STR, z.d.).

STAR Report

Tab 2 - Monthly Performance at a Glance - My Property vs. Competitive Set

Any Hotel 123 Any Street Any City, Any State 99999 (555) 555-5555

STR # 98765 ChainID: 999999 MgtCo: None Owner: None

For the Month of: July 2006 Date Created: August 24, 2006 Monthly Competitive Set Data Excludes Subject Property

July 2006									
	Occupancy (%)			ADR (\$)			RevPAR (\$)		
	My Prop	Comp Set	Index	My Prop	Comp Set	Index	My Prop	Comp Set	Index
Current Month	89.8	90.5	99.3	234.89	229.88	102.2	210.89	207.93	101.4
Year To Date	80.9	86.5	93.4	248.55	241.02	103.1	201.01	208.60	96.4
Running 3 Month	82.0	91.5	89.6	266.87	255.11	104.6	218.75	233.50	93.7
Running 12 Month	84.9	87.7	96.8	259.98	254.12	102.3	220.81	222.92	99.1

July 2006 vs. 2005 Percent Change (%)									
	Occupancy			ADR			RevPAR		
	My Prop	Comp Set	Index	My Prop	Comp Set	Index	My Prop	Comp Set	Index
Current Month	2.7	0.7	2.0	10.0	8.8	1.1	12.9	9.5	3.1
Year To Date	-8.5	3.2	-11.3	14.3	10.8	3.2	4.6	14.3	-8.5
Running 3 Month	-9.8	1.1	-10.7	15.2	11.7	3.1	3.9	12.9	-7.9
Running 12 Month	-5.6	2.4	-7.7	15.2	13.8	1.2	8.8	16.5	-6.6

Figuur 5 - STAR Report (STR(b), z.d.)

RevPAR Positioning Matrix



Figuur 6 - RevPAR Positioning Matrix (STR(c), z.d.)

Corporate Report

Hotel Grop Name Monthly Index Report - Sample

Sorted By: Rev PAR Index

Currency:

Month Year -- Competitive Set Data Excludes Subject Property

STR#	Hotel Name	Occupancy							
		Hotel	Hotel % Chg	Comp Set	Comp Set % Chg	Index	Index % Chg	Rank	% Chg Rank
11111	Hotel 1	74,3	-6,7	59,3	6,6	125,2	-12,5	2 of 5	5 of 5
11112	Hotel 2	71,3	-18,5	65,1	-9,5	109,6	-9,9	2 of 5	4 of 5
11114	Hotel 3	75,8	13,9	67,2	5,3	112,7	8,2	1 of 9	3 of 9
11115	Hotel 4	55,6	-25,9	60,8	-19,8	91,4	-7,6	5 of 6	4 of 6
11116	Hotel 5	60,5	-32,2	73,2	-12,2	82,7	-22,8	6 of 7	6 of 7
Total - Hotel Group Name		65,3	-17,6	65,5	-9,0	99,7	-9,4		

Figuur 7 - Corporate Report 1 (STR(d), z.d.)

Average Daily Rate								RevPAR							
Hotel	Hotel % Chg	Comp Set	Comp Set % Chg	Index	Index % Chg	Rank	% Chg Rank	Hotel	Hotel % Chg	Comp Set	Comp Set % Chg	Index	Index % Chg	Rank	% Chg Rank
272,63	6,3	277,71	-2,6	98,2	9,2	3 of 5	1 of 5	202,49	-0,8	164,72	3,8	122,9	-4,4	3 of 5	4 of 5
119,60	-20,9	111,70	-16,3	107,1	-5,4	3 of 5	4 of 5	85,33	-35,5	72,70	-24,3	117,4	-14,8	2 of 5	5 of 5
117,58	-9,7	123,45	-5,6	95,2	-4,3	4 of 9	8 of 9	89,10	2,9	83,02	-0,6	107,3	3,5	3 of 9	4 of 9
131,74	-10,1	123,21	-16,9	106,9	8,1	3 of 6	2 of 6	73,18	-33,4	74,91	-33,4	97,7	-0,1	4 of 6	3 of 6
151,58	-31,5	163,55	-7,7	92,7	-25,8	4 of 7	7 of 7	91,77	-53,6	119,78	-19,0	76,6	-42,7	6 of 7	7 of 7
135,31	-19,2	140,65	-10,0	96,2	-10,2			88,40	-33,4	92,18	-18,1	95,9	-18,6		

Figuur 8 - Corporate Report 2 (STR(d), z.d.)

Literatuurlijst

- ABN-AMRO. (2018). *Groen is poen*. Opgehaald van ABN-AMRO: <https://www.greenkey.nl/library/download/369675>
- Akalu, M. M. (2002). *Measuring and Ranking Value Drivers*. Amsterdam en Rotterdam: Tinbergen Institute Discussion Paper, No. 02-043/2.
- Backman, M., Klaesson, J., & Öner, Ö. (2017). Innovation in the hospitality industry: Firm or location? *Tourism Economics* 23.8, 1591-1614.
- BerekenHet.nl. (z.d. (b)). *Loonkosten voor de wergever in 2021 berekenen*. Opgehaald van BerekenHet.nl: <https://www.berekenhet.nl/ondernemen/loonkosten-werkgever.html>
- BerekenHet.nl. (z.d. (c)). *Aantal werkdagen berekenen in een periode*. Opgehaald van BerekenHet.nl: <https://www.berekenhet.nl/kalender/aantal-werkdagen-berekenen.html#calctop>
- BerekenHet.nl. (z.d.). *Vrije kasstroom (cashflow) onderneming berekenen*. Opgehaald van BerekenHet.nl: <https://www.berekenhet.nl/ondernemen/vrije-kasstroom.html>
- BrightOrange & Alfa. (2015). *Waarderingscasus 2015 - opdracht voor kopers*. BrightOrange & Alfa.
- Brookz. (2018). *Bedrijfswaardering met DCF-methode*. Opgehaald van Brookz: <https://www.brookz.nl/kennisbank/waardebepaling/bedrijfswaardering-bepalen-met-discounted-cashflow>
- Brookz. (2020). *Brookz Overname Barometer H1 2020*. Brookz.
- Brookz. (2021). *Brookz Overname Barometer H2-2020*. Brookz.
- Bruijn, P. d. (2004). Beter inzicht met de bedrijfswaarde. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*.
- Buijsrogge, P. (z.d.). *Bedrijfswaarde berekenen: de methodes*. Opgehaald van BrightOrange: <https://www.brightorange.nl/bedrijfswaarde-berekenen/>
- Buijsrogge, P. (z.d.(b)). *Hoe bepaal je waarde van een bedrijf?* Opgehaald van BrightOrange: <https://www.brightorange.nl/hoe-bepaal-je-de-waarde-van-een-bedrijf/>
- Camilleri, D. (2015). Hotel Valuations earning multipliers-terminal value: Malta's scenario. *Journal of Property Investment & Finance*.
- CFI. (z.d.). *Risk-Free Rate*. Opgehaald van Corporate Finance Institute: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/risk-free-rate/>
- Colaco, P. (2021, Januari 25). *10 Hotel Trends to Watch in 2021*. Opgehaald van Hospitality Net: <https://www.hospitalitynet.org/opinion/4102637.html>
- Consultancy.nl. (2016). *Zeven belangrijke verandermanagement principes*. Opgehaald van Consultancy.nl: <https://www.consultancy.nl/nieuws/12535/zeven-belangrijke-verandermanagement-principes>
- Consultancy.nl. (2017). *Hoeveel verdient een consultant in de consultancybranche?* Opgehaald van Consultancy.nl: <https://www.consultancy.nl/nieuws/14878/hoeveel-verdient-een-consultant-in-de-consultancybranche>
- Court, D., & Loch, M. (1999). Capturing the value. *Advertising Age* 70(46), 46-48.
- CPI. (z.d.(a)). *Market Risk Premium*. Opgehaald van Corporate Finance Institute: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/market-risk-premium/>

- Dam, H. (z.d.). *Gratis QuickScan van de verkoopprijs van uw onderneming?* Opgehaald van BrightOrange: <https://www.brightorange.nl/gratis-quickscan-van-de-verkoopprijs-van-uw-onderneming/>
- de Jong, R. (z.d.). *Bedrijfswaardering: tips voor een goede waardebeoordeling van jouw bedrijf.* Opgehaald van No Monkey Business: <https://www.nomonkeybusiness.eu/blog/waardebeoordeling-bedrijf/>
- Duff & Phelps. (2018). *Duff & Phelps Cost of Capital Navigator*. Duff & Phelps.
- Duff & Phelps. (z.d.). *Cost of Capital*. Opgehaald van Duff & Phelps : <https://costofcapital.duffandphelps.com/estimate/studies/crsp/buildup>
- Eccles, R., & Mavrinac, S. (1995). Improving the corporate disclosure process. *Sloan Management Review Vol. 36 No. 4*, 11-25.
- EHL Insight. (2021). *2021 Top Hospitality Industry Trends*. Opgehaald van Hospitality Insights EHL: Last but not least, a hospitality trend that is both current and a hallmark of recent years: “sustainability” once again assumes rank no. 10. A natural extension of avoiding disposable plastics, eliminating unnecessary paper consumption thanks to opt-in r
- Epsilon Research. (z.d.). *Homepage*. Opgehaald van Epsilon Research: <https://www.epsilon-research.com/>
- Fiscount. (z.d.). *Homepage*. Opgehaald van Fiscount: <https://www.fiscount.nl/>
- Florijnz. (z.d.). *De impact van het Corona virus op het fusie & overname klimaat en bedrijfswaarderingen*. Opgehaald van Florijnz: <https://www.florijnz.nl/deimpact-van-het-corona-virus-op-het-fusie-overname-klimaat/>
- Ganchev, O. (2000). Applying Value Drivers to Hotel Valuation. *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, 78-89.
- Gilbert, N. (z.d.). *15 Hospitality Trends for 2021/2022: Future Forecasts According to Experts*. Opgehaald van FinancesOnline: <https://financesonline.com/hospitality-trends/>
- Harrison, J., & Enz, C. (2005). *Hospitality strategic management: Concepts and cases*. Hoboken, NJ: John Wiley.
- Harvard University. (z.d.). *How to write a comparative analysis*. Opgehaald van Harvard University: <https://writingcenter.fas.harvard.edu/pages/how-write-comparative-analysis>
- Havnaer, K. (2013). *Dcf vs. Multiples*. Jensen Investment Management.
- Hazelhorst, R. (2015). *Bedrijfswaarderingmethoden*. Twente: Universiteit Twente.
- Heezen, R. (z.d.). *Dit is waarom werkkapitaal management zo belangrijk is*. Opgehaald van BrightOrange: <https://www.brightorange.nl/het-belang-van-werkkapitaal-management/>
- Hendriks. (2020, Oktober 22). *Goedkoop en op toplocaties: 4.700 nieuwe horecazaken tijdens coronacrisis*. Opgehaald van De Ondernemer: <https://www.deondernemer.nl/actueel/horeca/goedkoop-toplocaties-4700-nieuwehorecazaken-crisis-2571917>
- Hoogendoorn, M. (2013). Afwaarderen!? *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 87, 3.
- HospitalityManagement. (2021, Mei 4). *Hotelvastgoedtransacties 2020: de daling door Corona*. Opgehaald van Hospitality Management: <https://www.hospitality-management.nl/hotelvastgoed-transacties-2020---de-daling-door-corona>
- HospitalityNet. (2020, Februari 5). *Why more hotels are owned by franchisees*. Opgehaald van HospitalityNet: <https://www.hospitalitynet.org/news/4096856.html>

- HTI Consulting. (z.d.). *Hotel Valuation - Factors Influencing Valuation*. Opgehaald van HTI Consulting: <https://www.hticonsulting.co.za/hotel-valuations-2/>
- InfrontAnalytics. (z.d.). *Homepage*. Opgehaald van InfrontAnalytics: <https://www.infrontanalytics.com/>
- Inside Information. (2021, Januari 4). *Kantoorkosten Nederland gestegen*. Opgehaald van Inside Information: <https://insideinformation.nl/2021/01/04/kantoorkosten-nederland-gestegen/>
- Institute of Hotel Management Bhubaneswar. (2017). *Classification of Hotels*. India: Minister of Tourism, Government of India.
- Iuliana, C., Carmen Maria, I., & Alexandrina, S. (2016). Entrepreneurship in the tourism and hospitality industry. *Management Strategies Journal* 31.1, 264-275.
- Jump Corporate Finance. (z.d.). *Tarieven*. Opgehaald van Jump Corporate Finance : <https://www.managementbuyout.nl/tarieven/>
- Kirchner, E. (2009). *Rendementseisen*. Twente: Universiteit Twente / BonsenReuling.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2005). The right role for multiples in valuation. *McKinsey on Finance* , 7-11.
- KPMG. (2019). *Cost of Capital Study 2019*. KPMG.
- Landman, P. (2020, Oktober 20). *Top Hospitality & Hotel Trends in 2021*. Opgehaald van Xotels: <https://www.xotels.com/en/hotel-management/hotel-trends/>
- Landman, P. (2020b, April 13). *RevPAR Index*. Opgehaald van Xotels: <https://www.xotels.com/en/glossary/revpar-index/>
- LeanSixSigmaGroep. (z.d.). *Ishikawa Diagram*. Opgehaald van LeanSixSigmaGroep: <https://leansixsigmagroep.nl/lean-agile-en-six-sigma/ishikawa-diagram/>
- Levitt, T. (1965). Exploit the Product Life Cycle. *Harvard Business Review*. Opgehaald van Harvard Business Review.
- Linchpin. (2021, Maart 13). *Trends Transforming The Hospitality Outlook For 2021*. Opgehaald van Linchpin: <https://linchpinseo.com/trends-hospitality-industry/>
- LYNX. (2018, December 10). *Betekenis EBITDA*. Opgehaald van Lynx: <https://www.lynx.nl/kennis/artikelen/ebit-ebitda-berekenen-uitgelegd/#:~:text=EBITDA%20staat%20voor%20Earnings%20Before%20Interest%2C%20Taxes%2C%20Depreciation%20and%20Amortization.>
- Mergermarket. (z.d.). *Homepage*. Opgehaald van Mergermarket: <https://www.mergermarket.com/homepage>
- Mills, R. (1998). *The Dynamics of Shareholder Value*. UK: Mars Business Associates Ltd.
- Mkb-Bedrijfsovername. (z.d.). *Alles wat je moet weten over de Discounted Cash Flow (DCF)*. Opgehaald van MKB-Bedrijfsovername: <https://mkb-bedrijfsovername.nl/waardebepaling/discounted-cash-flow/>
- Moskowitz, J. (1988). What is Your Business Worth? *Management Accounting* 66(9), 30-34.
- Nationale Beroepengids. (z.d. (b)). *Bedrijfskundige: Salaris, Vacatures, Opleiding, Taken, Toekomst & Skills*. Opgehaald van Nationale Beroepengids: <https://www.nationaleberoepengids.nl/bedrijfskundige>
- Nationale Beroepengids. (z.d.). *Business Consultant: Salaris, Vacatures, Opleiding, Taken*. Opgehaald van Nationale Beroepengids: <https://www.nationaleberoepengids.nl/business-consultant>

- Nilsson, M., Harris, P., & Kett, R. (2001). Towards a valuation framework for hotels as business entities. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*.
- NiRV. (z.d.). *Over NiRV*. Opgehaald van NiRV: <https://nirv.nl/over-nirv/>
- Novikova, O. (2019). *A Reexamination of Current Hotel Valuation Techniques - Which Approach is More Realistic?*
- OMCBase. (2020). *DESTeP-analyse: krijg inzicht in niet beheersbare omgevingsfactoren*. Opgehaald van OMCBase: <https://www.omcbase.nl/destep-analyse/>
- O'Neill, J., & Xiao, Q. (2006). The Role of Brand Affiliation in Hotel Market Value. *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly Volume 47, Issue 3*, 1-14.
- Rauch, B. (2020, December 2). *Top Ten Trends in Hospitality 2021*. Opgehaald van Hospitality Net: <https://www.hospitalitynet.org/opinion/4101888.html>
- Revenue-Hub. (z.d.). *Contribution of hotel rooms revenue to total revenue*. Opgehaald van Revenue-Hub: <https://revenue-hub.com/hotel-rooms-revenue-total-revenue/>
- Roubi, S., & Littelljohn, D. (2004). What makes hotel values in the UK? A hedonic valuation model. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 175-181.
- STR. (z.d.). *About STR*. Opgehaald van STR: <https://str.com/about>
- STR(b). (z.d.). *How to use the STAR report*. Opgehaald van STR: https://higherlogicdownload.s3.amazonaws.com/HSMAI/1e8cd6e8-21bf-476f-bc30-b600b33c652d/UploadedFiles/7pER55exS7zc1Qx5iSaK_HowTo%20Use%20the%20STAR%20Report%20-%20STR.pdf
- STR(c). (z.d.). *Sample RPM*. Opgehaald van STR: https://str.com/sites/default/files/sample_rpm_mm.pdf
- STR(d). (z.d.). *STR Corporate Reports*. Opgehaald van STR: <https://str.com/data-solutions/corporate-reports>
- Sullivan, P. (2000). *Profiting from Intellectual Capital: Extracting Value from Innovation*. Brisbane: Wiley.
- Suozzo, P., Cooper, S., Sutherland, G., & Deng, Z. (2001). Valuation multiples: A primer. *UBS Warburg: Valuation and accounting*, 1-47.
- Sustainable Hospitality Alliance. (z.d.). *Homepage*. Opgehaald van Sustainable Hospitality Alliance: <https://sustainablehospitalityalliance.org/>
- Turner, R. (1998). Projects for Shareholder Value: The Influence of Project Performance Parameters at different Financial Ratios. *Project Management* 4(1), 70-73.
- United Nations Climate Change. (2018). *UN Works with Global Hotel Industry to Reduce Emissions*. Opgehaald van UNFCCC: <https://unfccc.int/news/un-works-with-global-hotel-industry-to-reduce-emissions>
- UNWTO. (2020). *Tourism and Covid-19 Unprecedented Economic Impacts*. Opgehaald van UNWTO: <https://www.unwto.org/tourism-and-covid-19-unprecedented-economic-impacts>
- van der Graaf, S. (2019, September 10). *Meest duurzame hotel staat in Leeuwarden*. Opgehaald van ABN-AMRO: <https://insights.abnamro.nl/2019/09/meest-duurzame-hotel-staat-in-leeuwarden/>
- van Hoogdalem, L. (z.d.). *Kansen en bedreigingen in de huidige overnamemarkt*. Opgehaald van BrightOrange: <https://www.brightorange.nl/kansen-en-bedreigingen-in-de-huidige-overnamemarkt/>

Vandemaele, S., & Janssen, E. (2017). Conservatisme en het conceptual framework van de IASB. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 91, 14.

Vastgoed Business School. (z.d.). *Hoe overleef je als horeca onderneming de coronacrisis?* Opgehaald van Vastgoed Business School: <https://www.vastgoedbs.nl/nieuws/creatief-beleid-coronatijd-houden-horeca-ondernemers-hoofd-water/>

White & Case. (2021, Januari 27). *Global M&A in Q4 2020 reaches highest quarterly total in five years*. Opgehaald van White & Case: <https://mergers.whitecase.com/highlights/global-ma-in-q4-2020-reaches-highest-quarterly-total-in-five-years>

Wich, S. (2019). *Is 2020 the Year of Sustainable Business in Hospitality?* Opgehaald van EHL Insights: <https://hospitalityinsights.ehl.edu/sustainable-business-in-hospitality>

A close-up photograph of a hand holding a black and gold pen, writing on a white document. The background is blurred, showing another person's hand. The image has a dark, moody overlay.

VERANTWOORDINGS DOCUMENT

Inhoudsopgave

1 Wijzigingen versnelde herkansing.....	53
2 Inleiding.....	54
3 Vraag van de opdrachtgever.....	55
4 Oplossingsstrategieën.....	56
5 Gebruik van kennis.....	58
5.1 Benodigde kennis.....	58
5.1.1. Onderdelen van een bedrijfswaardering.....	58
5.1.2 Trends & ontwikkelingen in de hospitality sector.....	58
5.1.3 Bedrijfswaardering in de hospitality sector.....	58
5.1.4 Overeenkomsten en verschillen tussen bedrijfswaarderingen.....	58
5.2 Kennisverzameling.....	59
5.3 Bevindingen.....	60
5.4 Gebruik bevindingen.....	62
5.5 Discussie.....	63
6 Stakeholders.....	64
7 Financiën.....	66
Bijlage A – AAOCC-matrix.....	68
Bijlage B – Verklaring eigen werk.....	71

1 Wijzigingen versnelde herkansing

Ten eerste, alle wijzigingen in dit document zijn in het rood aangegeven. Daarnaast zou het kunnen voorkomen dat er enkele (werk)woorden zijn verwijderd bij het aanpassen van zinnen.

Ten tweede, hieronder zijn alle wijzigingen per onderdeel beschreven:

- **Quickscan taal:**
Het gehele document is gecontroleerd op spelling en grammatica. Daarnaast zijn de aantekeningen van de beoordelaars voor blz. 6, 15 en 55 verwerkt en aangepast. Verder zijn afkortingen (bij eerste keer gebruik) toegelicht. Vervolgens is de zinsopbouw van sommige zinnen aangepast/verbeterd. Tot slot is het lettertype Arial nu consistent in het gehele document.
- **Quickscan rapporteren:**
De inhoudsopgave is aangepast volgens de richtlijnen rapporteren. Daarnaast is elk hoofdstuk/paragraaf/kopje genummerd en hebben bijlages een titel gekregen. Verder is tussen twee tussenkopjes een inleidende tekst geschreven. Tot slot zijn de titels met een vraag anders geformuleerd.
- **APA:**
Ten eerste, de mondelinge communicatie is nu gespecificeerd naar de bron. Ten tweede, voorletters en voornamen bij verwijzingen zijn weggehaald. Ten derde, het &-teken is vervangen voor "en" in de lopende tekst (bij verwijzing van een bron met meerdere auteurs). Tot slot zijn er extra bronnen toegevoegd in het document en literatuurlijst.
- **Financiën**
In het hoofdstuk Financiën is een extra onderdeel beschreven, namelijk de kantoorkosten. Deze kantoorkosten zijn toegelicht (met een bron) en vervolgens berekend voor dit advies. De kosten zijn meegenomen in het uiteindelijke overzicht.
- **Verklaring eigen werk**
Er is nu een verklaring eigen werk opgenomen in het document.
- **Maatschappelijk effect**
Er is geprobeerd het maatschappelijke effect niet alleen na afloop te behandelen, maar ook mee te nemen in de totstandkoming van het advies. Zo is dit terug te vinden op blz. 19 en 42.
- **Trends op het gebied van bedrijfswaarderingen in de horeca**
De student heeft geprobeerd de trends met betrekking tot bedrijfswaarderingen in de horeca te beschrijven op blz. 25. Later zijn er in de conclusie ook enkele zinnen toegevoegd om deze trends (en de gevolgen hiervan) te beschrijven.
- **Paragraaf "2.2.2 Overeenkomsten en verschillen"**
De student kwam erachter dat deze paragraaf wel was opgenomen bij de definitie "Bedrijfswaardering", maar niet bij de definitie "Hospitality bedrijven". Daarom heeft de student deze paragraaf toegevoegd in dit document.

2 Inleiding

In dit hoofdstuk worden de gemaakte keuzes in het beroepsproduct onderbouwd. Er komen diverse onderwerpen aan bod, zo wordt de vraag van de opdrachtgever uitgelicht en worden de wensen en behoeftes van de stakeholders beschreven. Dit hoofdstuk dient als onderbouwing van het beroepsproduct. Aan de hand van het verantwoordingsdocument wordt de lezer duidelijk hoe het beroepsproduct tot stand is gekomen.

Beoordelingscriterium	Relevante informatie in beroepsproduct	Relevante informatie in verantwoordingsdocument
De professional beantwoordt de vraag van de opdrachtgever met een passend en onderbouwd beroepsproduct.	De vraag van de opdrachtgever is toegelicht in de inleiding van het beroepsproduct. Het beoogde beroepsproduct is beschreven in het hoofdstuk 'onderzoeksmethode'.	De vraag van de opdrachtgever is in het verantwoordingsdocument opgenomen onder het kopje 'vraag van de opdrachtgever'. Dit kan overlappen met de inleiding van het beroepsproduct. Verder is onder het kopje 'oplossingsstrategieën' beschreven hoe het beroepsproduct is opgebouwd en waarom dit passend is voor de vraag van de opdrachtgever.
De professional identificeert de belangrijkste (interne en externe) trends en ontwikkelingen en geeft duiding aan de invloed hiervan op het vraagstuk.	De interne trends zijn in de inleiding van het beroepsproduct beschreven om zo te verduidelijken wat de relevantie en urgentie van de vraag van de opdrachtgever is. De externe trends zijn te vinden in het hoofdstuk 'Wat zijn de trends & ontwikkelingen in de hospitality sector waaraan waarde gehecht kan worden? In dit hoofdstuk is ook duidelijk toegelicht welk effect dit heeft op het vraagstuk.	De trends & ontwikkelingen zijn niet expliciet beschreven in het verantwoordingsdocument.
De professional verzamelt op verantwoorde wijze kennis voor de onderbouwing van een beslissing en schat deze kennis op waarde.	De student heeft in het hoofdstuk 'Onderzoeksmethode' beschreven wat de benodigde kennis is en hoe dit gevonden wordt. In de vergelijking in het hoofdstuk In welk opzicht verschilt de bedrijfswaardering van een hospitality bedrijf ten opzichte van een bedrijf uit een andere sector? wordt de verzamelde kennis vergeleken met elkaar en vervolgens in de alternatieven beoordeeld. Er wordt uiteindelijk gekozen voor het uitwerken van het beste alternatief.	In het verantwoordingsdocument wordt beschreven wat de benodigde kennis was, hoe deze kennis verzameld is en wat de bevindingen zijn. Deze bevindingen worden daarna toegelicht en de kwaliteit van deze bevindingen wordt onderbouwd. Ook bespreekt de student de discussie van de bevindingen en uitkomsten. De kennis wordt ook getoetst aan de hand van een AAOCC-matrix.
De professional verantwoordt hoe de wensen van de stakeholders zijn meegenomen in het eindproduct.	De stakeholders zijn niet expliciet beschreven in het beroepsproduct.	De wensen en behoeftes van de stakeholder zijn beschreven in het verantwoordingsdocument onder het kopje 'stakeholders'.

De professional onderbouwt in hoeverre gemaakte keuzes maatschappelijk verantwoord zijn (zoals ten aanzien van ethische, interculturele en duurzaamheidsaspecten).	De maatschappelijke verantwoording is niet toegelicht in het beroepsproduct.	De maatschappelijke verantwoording van gemaakte keuze zijn beschreven in onder het kopje 'stakeholders'. Hierin is toegelicht wat de maatschappelijk impact van het beroepsproduct is. Daarnaast is er onder het kopje 'discussie' toegelicht hoe er rekening is gehouden met ethische aspecten tijdens het onderzoek.
De professional toont de bedrijfseconomische haalbaarheid van het beroepsproduct aan.	In het beroepsproduct wordt niet expliciet beschreven hoe het advies bedrijfseconomisch haalbaar is. Wel wordt er toegelicht hoe de opdrachtgever het advies moet implementeren waardoor de algemene haalbaarheid wel aangetoond wordt.	Onder het kopje 'Financiën' wordt beschreven wat de bedrijfseconomische consequenties van het beroepsproduct zijn. De kosten en baten worden toegelicht en er worden conclusies getrokken over de bedrijfseconomische haalbaarheid van het beroepsproduct.

Tabel 1 - Beoordelingscriterium

3 Vraag van de opdrachtgever

**De vraag van de opdrachtgever is grotendeels beschreven in de inleiding van het beroepsproduct. Vandaar dat het kan voorkomen dat er onderdelen zijn die elkaar overlappen.*

BrightOrange heeft een groot **en breed** klantenbestand, **alleen** ze wil zich ook richten op nieuwe klanten in specifieke sectoren, **zoals de hospitality sector**. De trends & ontwikkelingen in de markt laten zien dat er veel bedrijfstransacties gaan plaatsvinden in de M&A (**fusies en overnames**) markt. **Met name in** de hospitality sector. Deze verwachting wordt ook **beaamd** door Hendriks (2020) in de Ondernemer. Hendriks (2020) stelt dat er een grote faillissementsgolf in de horecasector op komst is. Daarentegen biedt de crisis ook positieve verwachtingen want er is sprake van "lagere overnamebedragen en aantrekkelijke instapcondities van verhuurders". Ook Minnaar is van mening dat het M&A klimaat gunstig is: "Ondanks de terugval van o.a. de beurs blijft er zeer veel geld beschikbaar voor investeringen vanuit financiële kopers." (Florijnz, z.d.). Dit is een positief bericht, want hoewel de coronapandemie heeft geleid tot een grote dip in de M&A markt, heeft de markt zich in het laatste kwartaal van 2020 ongekend hersteld (White & Case, 2021).

Uit de mondelinge communicatie (**H. Dam, persoonlijke communicatie, 27 mei 2020**) blijkt dat BrightOrange tegen een probleem aanloopt. De organisatie heeft vooralsnog weinig hospitality bedrijven verkocht en daarom is deze sector relatief onbekend voor BrightOrange. In het verleden was er geen wens om de hospitality sector te gaan bedienen, echter de ambitie bestaat nu wel. De trends en ontwikkelingen binnen BrightOrange zijn namelijk dat zij haar diensten **wil** uitbreiden naar meerdere sectoren. Door het opdoen van extra kennis kan BrightOrange haar klanten beter bedienen. Zo **kan** zij zich onderscheiden van andere corporate finance-organisaties en een unieke service leveren aan haar klanten. De coronapandemie gaat waarschijnlijk leiden tot veel bedrijfstransacties in de hospitality sector (Hendriks, 2020). Hierdoor ontstaan er kansen voor BrightOrange. Aan de kant van kopers zijn er zowel kansen als **uitdagingen in de** huidige overnamemarkt. Deze kansen en uitdagingen verschillen per sector en per type bedrijf. Zo kan het voor een koper heel interessant zijn om te investeren in een restaurant welke zich specialiseert in afhaaldiensten, maar is een hostel voor groepsreizen niet zo interessant voor kopers in deze tijd. Er wordt vooral gekeken naar de invloed van corona, en of deze van tijdelijke of structurele aard is (van Hoogdalem, z.d.). Dit is een belangrijk vraagstuk bij hospitality bedrijven, want zij worden belemmerd door de maatregelen. Veel hospitality

bedrijven proberen namelijk het hoofd boven water te houden (Vastgoed Business School, z.d.). En de vraag is hoelang deze situatie aanhoudt.

De hospitality sector levert diensten, in tegenstelling tot bijvoorbeeld productiebedrijven die een product maken. De diensten die geleverd worden in de hospitality sector hebben betrekking op de services die het bedrijf biedt aan haar gasten. De primaire factoren bij een waardebeoordeling, zoals bedrijfsresultaat en vrije geldstromen, zijn uit te drukken in een waarde. Echter, volgens BrightOrange zijn de secundaire factoren, die vooral aanwezig zijn bij dienstverlening zoals hospitality bedrijven, niet één op één te vertalen in waarde. De waarde van de geleverde service is afhankelijk van verschillende factoren. Vandaar dat bij waardering van bedrijven uit de hospitality sector ook rekening gehouden moet worden met de factoren die minder tastbaar/ontastbaar zijn. Hierbij kan bijvoorbeeld gedacht worden aan de naamsbekendheid, ervaringen/reviews, prijs/kwaliteitverhouding **en loyaliteit van gasten. Deze factoren kunnen ook een zekere waarde hebben.**

BrightOrange geeft aan dat zij in het verleden erg veel moeite **heeft** gehad met het opstellen van een waardering voor een hospitality bedrijf omdat zij deze kennis niet in huis **heeft**. Deze kennis heeft vooral betrekking op het bepalen van waarde aan minder tastbare/ontastbare zaken die spelen in de hospitality sector. De vraag van de opdrachtgever is dan ook: **Hoe kan BrightOrange de bedrijfswaardering van hospitality bedrijven inrichten binnen haar organisatie?** Om deze vraag te kunnen beantwoorden, moet er onderzoek gedaan worden naar de factoren die van invloed zijn op de bedrijfswaarde van een hospitality bedrijf. Het onderzoek richt zich op hotels, vandaar dat daar de focus ook op ligt

Het advies kan gebruikt worden in de M&A afdeling en de waarderingsafdeling. De M&A afdeling heeft nu voldoende kennis in huis om haar klanten te kunnen ondersteunen bij het verkooptraject. De waarderingsafdeling kan deze kennis toepassen bij bedrijfswaarderingen, zoals de Quickscan op de website of calculatorische opdrachten van klanten, waardoor de kwaliteit van een bedrijfswaardering nu hoger ligt bij hotels.

4 Oplossingsstrategieën

De opdrachtgever vraagt zich af hoe BrightOrange een bedrijfswaardering voor een hospitality bedrijf moet uitvoeren. De student heeft ervoor gekozen een advies op te stellen voor de opdrachtgever. Om dit advies op te kunnen stellen (en ook de vraag van de opdrachtgever te kunnen beantwoorden), moet er onderzoek gedaan worden naar de factoren welke invloed hebben op een bedrijfswaardering van een hospitality bedrijf en welke benaderingen er zijn. Het gekozen beroepsproduct is erg geschikt voor de vraag van de opdrachtgever omdat BrightOrange aan de hand van het geschreven advies haar bedrijfsvoering zo kan aanpassen dat ze (kwalitatieve) bedrijfswaarderingen voor hospitality bedrijven **kan** uitvoeren. Het beroepsproduct bestaat uit een analyse/onderzoek en een advies.

Deze twee onderdelen vormen samen één geheel. Het gekozen beroepsproduct sluit aan bij de vraag van de opdrachtgever. De analyse zal zorgdragen dat de juiste factoren (intern en extern) gewaardeerd kunnen worden. Het advies zal vooral helpen om de potentiële klanten te kunnen bedienen. Want met enkel een analyse krijgt BrightOrange geen antwoord op de vraag hoe de hospitality sector bediend moet worden.

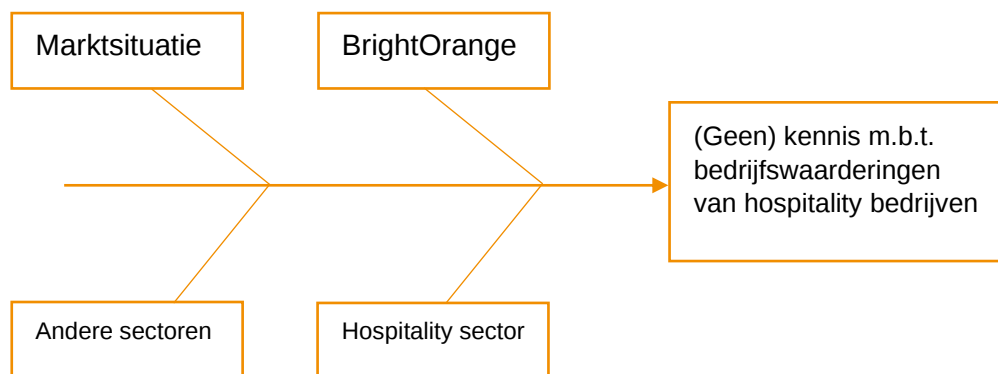
Voor het advies worden verschillende benaderingen toegelicht en gewogen. Deze alternatieve benaderingen komen voort uit het onderzoek. In het onderzoek worden de volgende onderdelen geanalyseerd:

- BrightOrange
In dit onderdeel wordt geanalyseerd hoe BrightOrange momenteel bedrijfswaarderingen uitvoert. Dit deel van het onderzoek richt zich voornamelijk op waarderingsmethodes, databases en uitgangspunten die BrightOrange neemt bij het opstellen van bedrijfswaarderingen.
- Hospitality sector
In dit deel van het onderzoek wordt de hospitality sector geanalyseerd. BrightOrange heeft beperkte ervaring en kennis in deze sector. Met behulp van het DESTEP-model (OMCBase,

2020) wordt de macro-omgeving van de sector in kaart gebracht. Deze kennis is erg waardevol voor de opdrachtgever omdat BrightOrange zodoende op de hoogte is van de laatste trends en ontwikkelingen binnen de sector. Hierdoor kan er in de prognose van een bedrijfswaardering rekening gehouden worden met deze trends en ontwikkelingen.

- Marktsituatie
Dit deel richt zich voornamelijk op de bedrijfswaarderingen die in de markt zijn gedaan. Hierbij wordt er gezocht naar literatuurbronnen over de 'value drivers' van hotels. Welke factoren zorgen voor meer bedrijfswaarde van een hotel? Daarnaast wordt onderzocht welke EBITDA-multiple representatief is voor de hospitality sector.
- Andere sectoren
In het laatste onderdeel van het onderzoek worden de overeenkomsten en verschillen tussen de verschillende benaderingen tot **bedrijfswaarderingen** in verschillende sectoren geanalyseerd. Hierdoor kan de opdrachtgever duidelijk zien wat de verschillen en overeenkomsten zijn tussen **verscheidene** benaderingen om zo een juiste afweging te maken welk **alternatief gekozen kan worden**.

In figuur 1 is een Ishikawa (visgraat) diagram opgesteld voor dit onderzoek.



Figuur 9 - Ishikawa (visgraat) diagram (LeanSixSigmaGroep, z.d.)

De gemaakte keuze bij het ontwikkelen bij het beroepsproduct kent voor- en nadelen. Deze voor- en nadelen worden duidelijk gemaakt door het vergelijken met een alternatieve aanpak. Deze alternatieve aanpak is het voeren van onderzoek door middel van field-research. Denk hierbij aan het voeren van één of meerdere interviews met waarderingsdeskundigen over bedrijfswaarderingen van hospitality bedrijven. De resultaten uit deze interviews zouden dan de basis vormen voor het advies. Beide aanpakken leiden tot een advies voor de opdrachtgever, alleen het advies zal waarschijnlijk wel verschillen qua inhoud. Het voeren van interviews heeft als voordeel dat de resultaten uit de interviews erg waardevol zijn omdat er gesproken wordt met waarderingsdeskundigen. Deze deskundigen zijn up-to-date over de laatste trends en ontwikkelingen binnen de corporate finance sector en hebben veel expertise met betrekking tot bedrijfswaarderingen. Het nadeel van deze alternatieve aanpak is dat het voeren van interviews veel onzekerheden met zich meebrengt. Een probleem zou kunnen zijn dat er geen/weinig beschikbare waarderingsdeskundigen gevonden kunnen worden. Daarnaast kost het verwerken van interviews relatief veel tijd, waardoor dit ervoor kan zorgen dat andere onderdelen minder aandacht krijgen. Daarnaast is het nadeel van deze alternatieve aanpak dat de waarderingsdeskundigen veel invloed hebben op het advies. De mening van één of meerdere waarderingsdeskundigen kan ervoor zorgen dat uit het advies blijkt dat BrightOrange een geheel andere benadering tot bedrijfswaarde moet toepassen, waardoor de medewerkers van BrightOrange zich moeten aanpassen. Het voordeel van de gemaakte keuzes is dat de werkwijze van BrightOrange ook centraal staat. Daarnaast wordt in de literatuur onderzocht welke benadering tot bedrijfswaarde geschikt is voor hospitality bedrijven (hotels). De benadering van BrightOrange en de benadering die blijkt uit de literatuur wordt vervolgens met elkaar vergeleken. Dit leidt ertoe dat het advies erg specifiek voor BrightOrange is geschreven. De student heeft dankzij de gemaakte keuzes een specifiek advies voor zijn opdrachtgever geschreven. Een nadeel van de gemaakte keuzes is dat de gevonden literatuurbronnen wellicht niet (allemaal) waardevol/geschikt zijn.

5 Gebruik van kennis

Bij de ontwikkeling van het beroepsproduct is kennis verzameld. Hieronder wordt besproken welke kennis benodigd is voor het beroepsproduct, hoe deze kennis verzameld is, wat de resultaten zijn, hoe de verzamelde kennis gebruikt is en wat de kwaliteit van de verzamelde kennis is.

5.1 Benodigde kennis

**De benodigde kennis is grotendeels beschreven in het hoofdstuk 'Onderzoeksmethode' van het beroepsproduct. Vandaar dat het kan voorkomen dat er onderdelen zijn die elkaar overlappen.*

Om tot de beantwoording van de hoofd-onderzoeksvraag te komen, is het noodzakelijk diverse kennis te vergaren. De hoofdvraag van het onderzoek luidt: **Welke factoren zijn van invloed op de bedrijfswaarde van een hospitality bedrijf?** De benodigde kennis om deze hoofdvraag te kunnen beantwoorden is als volgt onder te verdelen:

5.1.1 Onderdelen van een bedrijfswaardering

Het is belangrijk om de werkwijze van BrightOrange te verduidelijken. Het advies is gericht op de werkwijze van BrightOrange, vandaar dat ten eerste duidelijk moet worden welke werkwijze BrightOrange toepast bij het waarderen van bedrijven. Dit is de fundering waar eventuele nieuwe inzichten op toegepast kunnen worden. De deel-onderzoeksvraag die hierbij past:

Hoe waardeert BrightOrange een bedrijf?

5.1.2 Trends & ontwikkelingen in de hospitality sector

Om te bepalen welke factoren invloed hebben op de waarde van een hospitality bedrijf, moet er onderzocht worden welke trends en ontwikkelingen spelen in de sector. Bij een bedrijfswaardering wordt er vaak gekeken naar de toekomst. De trends en ontwikkelingen bepalen het beeld voor de toekomst. Aan deze trends en ontwikkelingen kan waarde gehecht worden. Sommige trends hebben als gevolg een stijging van de bedrijfswaarde, terwijl andere trends zorgen voor een lagere bedrijfswaarde. De deel-onderzoeksvraag die hierbij past:

Wat zijn de trends en ontwikkelingen binnen de hospitality sector waaraan waarde gehecht kan worden?

5.1.3 Bedrijfswaarderingen in de hospitality sector

Om te kunnen adviseren hoe BrightOrange hospitality bedrijven kan waarderen, moet er eerst kennis vergaard worden over hoe de markt een hospitality bedrijf waardeert. Welke factoren worden hierbij meegenomen? Het is van belang om inzichten op te doen over hoe anderen een hospitality bedrijf, zoals een hotel, waarderen. Aan de hand van deze uitkomsten kan wellicht een alternatieve benadering voor BrightOrange worden opgesteld. De deel-onderzoeksvraag die hierbij past:

Op basis van welke factoren wordt een hospitality bedrijf gewaardeerd?

5.1.4 Overeenkomsten en verschillen tussen bedrijfswaarderingen

Als onderzocht is welke werkwijze BrightOrange toepast, en hoe een hospitality bedrijf wordt gewaardeerd, kan er gekeken worden naar de verschillen en overeenkomsten tussen beide waarderingen. Wanneer er grote verschillen tussen beide waarderingen zijn, kan in het advies een alternatieve benadering worden opgesteld zodat BrightOrange zich kan specialiseren in de hospitality sector. De deel-onderzoeksvraag die hierbij past:

In welk opzicht verschilt de bedrijfswaardering van een hospitality bedrijf ten opzichte van een bedrijf uit een andere sector?

5.2 Kennisverzameling

**De kennisverzameling is grotendeels beschreven in het hoofdstuk 'Onderzoeksmethode' van het beroepsproduct. Vandaar dat het kan voorkomen dat er onderdelen zijn die elkaar overlappen.*

Hieronder wordt per onderzoeksvraag beschreven hoe de kennis is verzameld.

Hoe waardeert BrightOrange een bedrijf?

Voor beantwoording van bovenstaande onderzoeksvraag staat zowel primair als secundair onderzoek centraal. Er zijn zes bedrijfswaarderingen, die BrightOrange uitgevoerd heeft, onderzocht. Bij deze waarderingen komen de twee voornaamste waarderingsmethodes aan bod, worden verschillende databases gebruikt en komen de belangrijkste uitgangspunten naar voren. De student heeft ervoor gekozen om zich te verdiepen in afgeronde opdrachten van BrightOrange om zo te onderzoeken hoe BrightOrange een bedrijf waardeert. Verder zijn er twee cursussen gehouden aan de student om de DCF-methode verder te verduidelijken. Bij deze cursus moest de student zelf ook een casusopdracht maken. Daarnaast heeft de student bij twee waarderingsopdrachten van klanten meegelopen om zo een beter beeld te krijgen bij de concrete stappen binnen een bedrijfswaardering. Het meelopen bij lopende opdrachten is een bewuste keuze, om zo te ervaren welke stappen er genomen worden bij een bedrijfswaardering, van begin tot einde. **Gedurende het meelopen met opdrachten** heeft de student zelf ook de stappen van een bedrijfswaardering uitgevoerd, om daar vervolgens feedback over te krijgen. Hierdoor weet de student erg goed welke onderdelen van belang zijn bij een bedrijfswaardering.

Wat zijn de trends en ontwikkelingen binnen de hospitality sector waaraan waarde gehecht kan worden?

Bij deze onderzoeksvraag wordt er in de literatuur gezocht naar trends & ontwikkelingen binnen de hospitality sector. De zoekmachine die bij beantwoording van deze onderzoeksvraag centraal stond is Google.com. Daarbij behorende zoektermen: "Trends & Ontwikkelingen Hospitality Sector 2021", "DESTEP Hospitality Sector 2021", "Macro Trends Hospitality Sector 2021". Daarnaast is er informatie gezocht in trendrapporten van HospitalityNet, HospitalityManagement, Xotels, EHL Insights. Er is gekozen voor deze trendrapporten omdat ze internationaal gericht zijn en meer diepgaander zijn dan bijvoorbeeld een trendrapport van de Rabobank. De zoektermen zijn gericht op trends en ontwikkelingen van 2021, omdat de beschreven trends en ontwikkelingen zo recent mogen behoren te zijn. De relevantie van het beroepsproduct worden hierdoor vergroot. De bronnen zijn geciteerd en geparafraseerd. De bronnen zijn beoordeeld op relevantie. Zo is er bijvoorbeeld gekeken naar de auteur/organisatie. Zijn er al meerdere trendrapporten gepubliceerd? Hiermee heeft de student zelf de kwaliteit van deze bronnen beoordeeld.

Op basis van welke factoren wordt een hospitality bedrijf gewaardeerd?

Dit secundaire onderzoek zal op verschillende bronnen gebaseerd zijn. Ten eerste, BrightOrange maakt gebruik van databases. Deze databases zijn een verzamelpaats voor alle wereldwijde transacties die enige omvang hebben. Op basis van deze informatie is een EBITDA-multiple onderzocht. Er is gekozen voor deze databases omdat ze de bedrijfstransacties van bedrijven van verschillende omvang registreren. Daarnaast zijn deze databases toegankelijk via BrightOrange. Het zijn namelijk betaalde platformen. Ten tweede, wetenschappelijk onderzoek heeft geleid tot inzichten in waarderingen in de hospitality branche. De zoekmachine die gebruikt is: Google Scholar. De zoektermen zijn: "Firm Value Hospitality Industry", "Merger and Acquisition Hospitality Industry", "Value Drivers Hospitality Industry", "Valuation Framework Hospitality Industry", "DCF Method Hospitality Industry" en "Multiple Valuation Hospitality Industry". Ook deze zoektermen zijn Engels, waardoor de kans voor goede wetenschappelijke onderzoeken groter is. Van de belangrijkste wetenschappelijke bronnen is een AAOCC-matrix opgenomen. Deze is te vinden in Bijlage A.

In welk opzicht verschilt de bedrijfswaardering van een hospitality bedrijf ten opzichte van een bedrijf uit een andere sector?

Voor beantwoording van deze onderzoeksvraag staat de vergelijking tussen verschillende bedrijven uit verschillende sectoren centraal. De resultaten van onderzoeksvragen A, B en C zullen tegen elkaar afgewogen worden. Dit proces van primair onderzoek houdt in dat er een vergelijking opgesteld wordt. Volgens Harvard University (z.d.) bestaat uit vergelijkingsanalyse uit vijf stappen:

- 1) Referentiekader: In welke context worden de dingen geplaatst die vergeleken worden?
De context is: het bepalen van de bedrijfswaarde van een onderneming
- 2) Gronden voor vergelijking: Waarom is er gekozen om deze twee dingen te vergelijken?
Om duidelijk te maken wat de overeenkomsten en verschillen zijn tussen bedrijven uit verschillende sectoren.
- 3) Scriptie: Wat is de precieze relatie tussen de twee dingen die vergeleken moeten worden?
Het zijn allebei bedrijven waarvan de bedrijfswaarde bepaald moet worden.
- 4) Organisatorisch schema: Punt-voor-punt:
De verschillende onderdelen van een bedrijfswaardering worden punt-voor-punt behandeld om zo duidelijk te vergelijken.
- 5) Koppeling van A en B: Terugkoppeling aan de analyse zodat er samenhang ontstaat en verbanden worden getoond.
Voor alle onderdelen wordt er geconcludeerd wat de overeenkomsten/verschillen zijn.

5.3 Bevindingen

De resultaten van de kennisverzameling zijn onder te verdelen in de vier onderzoeksvragen. Hieronder worden de resultaten per onderzoeksvraag beschreven.

Hoe waardeert BrightOrange een bedrijf?

Het analyseren van de werkwijze van BrightOrange heeft geleid tot een duidelijke beschrijving op de vraag "Hoe waardeert BrightOrange een bedrijf?". Aan de hand van de afgeronde en lopende opdrachten heeft de student ontdekt dat er verschillende stappen te nemen zijn bij het bepalen van de bedrijfswaarde van een onderneming. De student heeft in de afgeronde opdrachten ontdekt dat er een algemeen stappenplan is voor het bepalen van een bedrijfswaarde. Alleen er wordt wel rekening gehouden met bedrijfsspecifieke kenmerken. Zo blijkt dat de rendementseis hoger is bij bedrijven die zeer afhankelijk zijn van één leverancier/klant. Deze afgeronde opdrachten stamde uit 2019 en 2020. Er kan daarom opgemerkt worden dat de uitgangspunten van de opdrachten uit 2019 niet geheel relevant meer zijn voor 2021. Om de kennisverzameling meer diepte te geven, heeft de student ook meegelopen met twee lopende opdrachten. Hieruit bleek dat er tussen BrightOrange en de klant veel contact is over de uitgangspunten die genomen worden. Dit is ook logisch, want de bedrijfsleiding van de onderhavige onderneming heeft een beter beeld van de toekomst dan BrightOrange. BrightOrange is daarentegen wel kritisch op de prognose die opgesteld wordt door de klant. BrightOrange dient er namelijk voor te zorgen dat de prognose niet te rooskleurig is. Dit zou een onjuiste bedrijfswaarde vertegenwoordigen. De student heeft de bedrijfswaardering uitgevoerd voor een klant uit de sector Elektrotechniek en de sector Software. Zo zijn de bedrijven van de afgeronde opdrachten actief in de sectoren Bouw, Vastgoed, Schoonmaakdiensten en Retail. De bevindingen zijn daardoor ook algemeen te noemen, want er wordt naar meerdere sectoren gekeken. Daarnaast dienen de resultaten van de kennisverzameling duidelijk en eenvoudig beschreven te worden, omdat het om een complex onderwerp gaat. Het is de bedoeling dat de werkwijze van BrightOrange ook voor non-financiële te begrijpen is. Daarom is het ook van belang geweest dat de student een cursus heeft gevolgd. Want je kan een onderwerp pas goed toelichten, als je dit onderwerp zelf ook goed beheerst.

Wat zijn de trends en ontwikkelingen binnen de hospitality sector waaraan waarde gehecht kan worden?

De trends en ontwikkelingen die naar voren komen bij dit hoofdstuk zijn ingedeeld in het DESTEP-model, waar Demografische, Economische, Sociaal-Culturele, Technologische, Ecologische en Politiek-Juridische trends worden beschreven. De demografische trends waren erg moeilijk te vinden. De trend met betrekking tot de wensen en behoefte van de generaties is erg voor de hand liggend,

omdat elke generatie verschilt van zijn voorganger. Dit is geen revolutionaire trend, alleen het maakt duidelijk dat de hotels zich ook moeten richten op de nieuwe generatie om zo meer gasten binnen te halen. De economische trends zijn voornamelijk beïnvloed door de coronapandemie. Dit is ook begrijpelijk, omdat de hospitality sector veel nadelige effecten ondervindt door de coronapandemie. Het is aan hotels (en andere hospitality bedrijven) om zich staande te houden door middel van kostenbesparing, alternatieve inkomsten en behouden van cashflow. Deze trends zijn nu erg relevant, maar het zou kunnen zijn dat deze trends over enkele jaren nog steeds invloed hebben op de hospitality sector. Daarom kan er ondanks de invloed van corona alsnog gesteld worden dat de trends geschikt en relevant zijn. De sociaal-culturele trends zijn enerzijds beïnvloed door de coronapandemie, en anderzijds beïnvloed door een trend die al jarenlang relevant is. De werkgelegenheid in de hospitality sector heeft veel te leiden door de coronapandemie. De trend met betrekking tot het optimaliseren van de gastervaring is al jaren een van de belangrijkste trends. Een van de basisprincipes is dat de gast centraal staat. Een hospitality bedrijf moet er dan ook alles aan doen om een goede gastervaring te leveren. Dit is niks nieuws, echter de invloed van big data is wel vernieuwend. Op het gebied van technologie zijn er veel vernieuwende trends. De opkomst van AR, robots en interactieve systemen gaan veel veranderingen teweegbrengen in de hospitality sector. Dit blijkt uit meerdere bronnen. Verder zijn er strikte richtlijnen opgesteld op het gebied van duurzaamheid. De CO₂-afdruk moet drastisch verlaagd worden, waardoor elk hotel hiermee te maken krijgt. Dit is een betekenisvolle trend voor hotels. Deze trend valt ook onder politiek-juridisch omdat deze verlaging van de CO₂-afdruk is opgenomen in het Klimaatakkoord van Parijs, waardoor het noodzakelijk wordt om te investeren in duurzaamheid.

Op basis van welke factoren wordt een hospitality bedrijf gewaardeerd?

Voor dit hoofdstuk zijn de bevindingen gebaseerd op wetenschappelijke bronnen. Het wetenschappelijke artikel van Ganchev (2000) is erg specifiek en geschikt voor het verzamelen van de benodigde kennis. Ganchev (2000) beschrijft stapsgewijs hoe een hotel gewaardeerd moet worden en welke factoren invloed hebben op de bedrijfswaarde. Dit is de benadering van Ganchev (2000). Ganchev (2000) maakt ook gebruik van de DCF-waarderingsmethode en beschrijft welke uitgangspunten hij neemt bij het bepalen van de bedrijfswaarde. Het nadeel van deze bron is dat Ganchev (2000) niet spreekt over hoe de informatie voor de markt- en concurrentieanalyse gevonden moeten worden. Hier komt de kennis van de student van toepassing. De student kent de rapporten van STR via zijn opleiding. De rendementseis van Ganchev (2000) is verouderd, daarom is er gezocht naar een relevante rendementseis via KPMG (2019) en Duff & Phelps (2018). Daarnaast kan de bron als verouderd gezien worden (dit wordt verder toegelicht in de 'Discussie'). Zo stelt Ganchev (2000) de voorspellingsperiode op 10 jaar, maar in het advies is dit weerlegt en gekozen voor een voorspellingsperiode van 5 jaar, omdat deze geschikter is in deze tijd. De bevindingen met betrekking tot de multiple methode zijn gevonden op drie databases (Mergermarket, Epsilon en Infront Analytics). De resultaten uit deze databases hebben geleid tot enkele representatieve multiples voor hotels en restaurants/bars. Deze databases worden gebruikt door corporate finance bedrijven die actief zijn in M&A (overnames & fusies) markt. De range multiple voor hotels is gebaseerd op 21 bedrijven, waardoor deze range van multiple erg nauwkeurig is. De range van multiple voor restaurants & bars is gebaseerd op 18 bedrijven, waardoor ook deze range van multiple nauwkeurig is. Overigens is er alleen gekeken naar bedrijf transacties in de laatste vijf jaar. Dit vergroot de nauwkeurigheid ook. Verder zijn er bevindingen over de factoren die de waarde van een hospitality bedrijf beïnvloeden. Deze resultaten zijn gevonden in wetenschappelijke artikelen en websites.

In welk opzicht verschilt de bedrijfswaardering van een hospitality bedrijf ten opzichte van een bedrijf uit een andere sector?

Voor beantwoording van de onderzoeksvraag is er geen nieuwe kennis opgedaan. De resultaten uit de voorgaande onderzoeksvragen zijn opgesomd en vergeleken met elkaar. Hieruit blijkt dat er zowel overeenkomsten als verschillen zijn tussen beide benaderingen tot bedrijfswaarde. Deze bevindingen zijn punt-voor-punt beschreven en vervolgens zijn er conclusies getrokken. De bevindingen zijn:

- De omzetgroei wordt verschillend bepaald
- De bedrijfswinst wordt verschillend bepaald
- Het belastingtarief wordt op dezelfde manier bepaald en verwerkt

- Het werkkapitaal wordt verschillend bepaald
- De investeringen worden verschillend bepaald
- De rendementseis wordt verschillend bepaald, maar op dezelfde manier verwerkt
- De duur van de voorspellingsperiode is verschillend
- De (meeste) indirecte factoren gelden voor alle bedrijven

5.4 Gebruik bevindingen

Voordat een advies opstelt kan worden, moet er eerst voldoende, relevante kennis verzameld worden. De verzamelde kennis heeft geleid tot diverse inzichten met betrekking tot het bepalen van de bedrijfswaarde voor een hospitality bedrijf.

In het advies wordt gesproken over drie alternatieve benaderingen tot bedrijfswaarde. Bij elke benadering staan er andere factoren centraal die de bedrijfswaarde beïnvloeden. De drie alternatieve benaderingen zijn gebaseerd op de bevindingen in het onderzoek. Hieronder wordt toegelicht hoe de verzamelde kennis is gebruikt bij het opstellen van het advies.

- Alternatief 1

Deze benadering is gebaseerd op de verzamelde kennis met betrekking tot de werkwijze van BrightOrange. De student heeft twee cursussen gevolgd, meegelopen met lopende opdrachten, afgeronde opdrachten ingezien en vragen mogen stellen om zo te ontdekken wat de werkwijze van BrightOrange is met betrekking tot bedrijfswaarderingen. Deze werkwijze is vervolgens uitgelicht in het hoofdstuk 'Hoe waardeert BrightOrange een bedrijf?'. In het opstellen van het advies en de alternatieve benadering wordt er ook verwezen naar dit hoofdstuk. De voor- en nadelen van deze benadering zijn gebaseerd op de vergelijking tussen de werkwijze van BrightOrange en de bedrijfswaardering die Ganchev (2000) beschrijft. In het hoofdstuk 'In welk opzicht verschilt de bedrijfswaardering van een hospitality bedrijf ten opzichte van een bedrijf uit een andere sector?' worden de aspecten van beide soorten bedrijfswaarderingen toegelicht en punt-voor-punt beschreven. Uit deze bevindingen zijn de voor- en nadelen opgesteld voor de benadering van BrightOrange.

- Alternatief 2

Deze benadering tot bedrijfswaarde is gebaseerd op wetenschappelijke artikelen, onder andere het artikel van Ganchev (2000) en diverse databases. In het hoofdstuk 'Op basis van welke factoren wordt een hospitality bedrijf gewaardeerd?' wordt er kennis beschreven over welke benadering tot bedrijfswaarde relevant is voor hotels, welke factoren zorgen voor meer bedrijfswaarde en welke EBITDA-multiple representatief is voor hospitality bedrijven. Deze verzamelde kennis is vervolgens gebruikt bij het opstellen van alternatief 2. De voor- en nadelen van deze benadering is gebaseerd op de vergelijking in hoofdstuk 'In welk opzicht verschilt de bedrijfswaardering van een hospitality bedrijf ten opzichte van een bedrijf uit een andere sector?'.

- Alternatief 3

Alternatief 3 beschrijft een gecombineerde benadering tot bedrijfswaarde. Dit alternatief wordt vervolgens uitgewerkt tot een advies. De vier onderzoeksvragen hebben geleid tot diverse bevindingen. Deze bevindingen zijn vervolgens gebruikt in het advies. De gecombineerde benadering tot bedrijfswaarde is namelijk gebaseerd op de werkwijze/benadering van BrightOrange en de bedrijfswaardering die Ganchev (2000) beschrijft. Daarnaast wordt er in het advies rekening gehouden met de bevindingen uit het hoofdstuk 'Wat zijn de trends en ontwikkelingen binnen de hospitality sector waaraan waarde gehecht kan worden?'. Het advies is verder ook gebaseerd op de vergelijking in het hoofdstuk 'In welk opzicht verschilt de bedrijfswaardering van een hospitality bedrijf ten opzichte van een bedrijf uit een andere sector?'. De bevindingen uit dit hoofdstuk hebben geleid tot de gecombineerde benadering, waarbij de voordelen van de twee benaderingen tot bedrijfswaarde samengevoegd zijn om zo een nieuwe benadering tot bedrijfswaarde te kunnen beschrijven in het advies.

5.5 Discussie

Uit de AAOCC-matrix (tabel 2) in Bijlage A blijkt dat de kwaliteit van de verzamelde kennis op sommige onderdelen niet optimaal is. Zo kan geconcludeerd worden dat er meerdere gedateerde bronnen worden gebruikt. In de AAOCC-matrix wordt toegelicht waarom deze bronnen alsnog relevant en bruikbaar zijn. Met name de bron in het hoofdstuk 'Op basis van welke factoren wordt een hospitality bedrijf gewaardeerd?' kan eventueel ter discussie gesteld worden. Het wetenschappelijke artikel van Ganchev wordt meermaals gebruikt bij onderdelen van het onderzoek. Ganchev heeft erg veel expertise op het gebied van bedrijfswaarderingen en in de hospitality sector. De bruikbaarheid en relevantie van de verzamelde kennis is over het algemeen goed, waarbij hierboven expliciet wordt toegelicht waarom de gedateerde bronnen nog steeds relevant en bruikbaar zijn.

De bevindingen uit de verzamelde kennis zijn erg diepgaand en zorgen voor een goede onderbouwing van het advies. Echter, de bevindingen zouden nog geverifieerd kunnen worden door een expert in het werkveld. Vervolgonderzoek dient te worden uitgevoerd om te toetsen of de (enigszins gedateerde) bevindingen nog steeds relevant zijn in tijden van verandering. Om ervoor te zorgen dat het advies nog meer diepgang had gekregen, kon de student door middel van interviews zorgen voor meerdere perspectieven. Deze perspectieven hadden dan kunnen leiden tot andere alternatieven in het advies. Er is bewust gekozen voor een literatuuronderzoek als eerste stap. Gezien het feit dat de student een specifieke periode heeft gekregen was het niet mogelijk om vervolgonderzoek uit te voeren. Zodoende heeft de student zijn onderzoek ook gericht op hotels, waarbij bedrijfswaarderingen van restaurants niet specifiek zijn onderzocht.

De kwaliteit van de uitkomsten van het onderzoek is goed. De bevindingen zijn namelijk gebaseerd op vele bronnen. Daarnaast zijn de verschillende benaderingen tot bedrijfswaarde onderbouwd. De uitkomsten zijn erg waardevol voor de opdrachtgever. Er is namelijk ook bewust gekozen voor het opstellen van verschillende alternatieven voor de opdrachtgever, om vervolgens het 'beste' alternatief verder uit te werken. Hierdoor kan de opdrachtgever zien dat de student aan meerdere alternatieven heeft gedacht en is duidelijk wat de voor- en nadelen zijn van de alternatieven. Verder is het advies heel specifiek en concreet geschreven voor de opdrachtgever waardoor de waarde van het advies voor de opdrachtgever toeneemt. De representativiteit van het onderzoek is gemiddeld. Zo worden er meerdere bronnen gebruikt, maar worden er voornamelijk inzichten gedaan voor bedrijfswaardering van hotels, waarbij er geen inzichten worden opgedaan voor restaurants en andere hospitality bedrijven. Daarnaast is er geen verificatie gemaakt door middel van een interview met een expert uit het werkveld. De herhaalbaarheid van het onderzoek is goed. Het onderzoek zou, als iemand anders het zou uitvoeren, op enigszins dezelfde uitkomsten komen. Het onderzoek is heel diepgaand, omdat er verschillende benaderingen worden toegelicht. Daarnaast moest het onderzoek duidelijk zijn voor non-financiële, waardoor de bevindingen op een duidelijke manier moesten worden beschreven.

De begripsvaliditeit van het onderzoek is versterkt door de afbakening van de kernbegrippen in het theoretisch kader. Hierdoor is er in het onderzoek duidelijk in welke context er onderzoek gedaan wordt. De interne validiteit van het onderzoek is voldoende. De onderzoeksmethoden zijn duidelijk beschreven, waardoor het bekend is welke kennis verzameld moet worden en hoe dit gedaan is. Daarnaast is veelvuldig bewezen dat de DCF-methode de meest geschikte waarderingsmethode is. Ondanks dat BrightOrange vooraf heeft bepaald dat dit de gebruikte waarderingsmethode is, blijkt dat in de literatuur ook voor de DCF-methode gekozen wordt. Dit versterkt de interne validiteit van het onderzoek en zorgt direct voor een hogere kwaliteit van de conclusies. De externe validiteit is matig, omdat de conclusies alleen toepasbaar zijn voor hotels, waardoor de andere soorten hospitality bedrijven niet behandeld worden. Echter, de conclusies zijn wel toepasbaar voor diverse soorten hotels, waardoor de conclusies enigszins wel gegeneraliseerd kunnen worden. Tot slot, de betrouwbaarheid van het onderzoek is bevorderd door de afbakening van de kernbegrippen, het toelichten van de onderzoeksmethode en de wijze waarop kennis is verzameld. Het opgestelde projectvoorstel en plan van aanpak hebben ervoor gezorgd dat vooraf al is nagedacht over de aspecten die de validiteit en betrouwbaarheid verhogen, waardoor de kwaliteit van het onderzoek beter is.

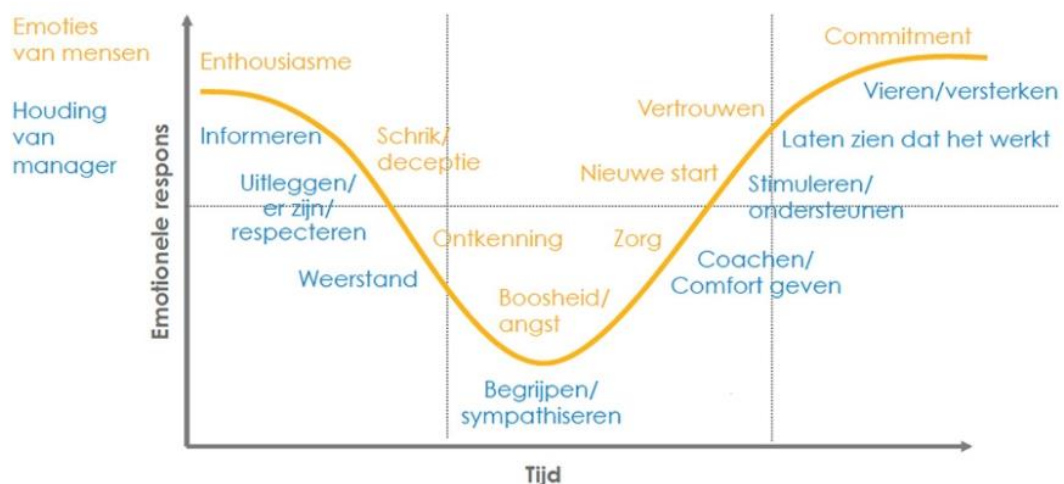
In het onderzoeksproces is er rekening gehouden met ethische aspecten. Zo zijn alle betrokkenen volledig geïnformeerd over het doel en uitkomsten van het onderzoek. De bijdragen van de

medewerkers van BrightOrange hebben ervoor gezorgd dat het onderzoek diepgaander is geworden. De medewerkers zijn op de hoogte van het doel van het onderzoek en hebben tussentijds ruimte gehad om wijzigingen aan te brengen en feedback te geven. De dossiers uit het archief van BrightOrange zijn volledig beschikbaar gesteld, waarbij de vertrouwelijkheid van deze dossiers in acht zijn genomen. Er worden daarom ook geen bedrijfsnamen o.i.d. genoemd.

6 Stakeholders

De volgende stakeholders hebben invloed gehad op het beroepsproduct:

- BrightOrange
BrightOrange is de opdrachtgever van dit onderzoek. Zij beoordelen het beroepsproduct en daarnaast beoordelen zij ook het functioneren van de student. Zij hebben veel belang bij het beroepsproduct omdat ze een specifiek advies willen ontvangen van de student. De opdrachtgever wil met dit beroepsproduct een nieuwe sector bedienen en vandaar dat de kwaliteit van het beroepsproduct gewaarborgd moet worden. De rol van BrightOrange is om de student te ondersteunen bij zijn onderzoek. Dit betekent het verlenen van toegang tot dossiers en databases. Daarnaast dient BrightOrange de student voldoende kennis van de methodes en werkwijze te geven door middel van cursussen en meelopen bij lopende opdrachten. Dit valt tegelijkertijd ook onder de verantwoordelijkheid van BrightOrange. De student moet immers over genoeg expertise beschikken om een onderbouwd beroepsproduct te ontwikkelen. BrightOrange is stakeholder bij zowel de vraag, als bij de totstandkoming en/of uitvoering van het beroepsproduct.
BrightOrange heeft weinig ervaring met bedrijfswaarderingen van hospitality bedrijven. Daardoor heeft BrightOrange weinig kennis over de hospitality sector. De medewerkers van BrightOrange zijn wellicht niet bekend met andere benaderingen tot bedrijfswaarde en willen niet afstappen van de werkwijze van BrightOrange welke toegepast wordt bij bedrijven uit andere sectoren. Om deze weerstand te overwinnen, heeft de student in zijn beroepsproduct duidelijk gemaakt dat er een gecombineerde benadering aangenomen kan worden om zo de bedrijfswaarde van hospitality bedrijven (hotels) te kunnen bepalen. De opdrachtgever kan daarnaast ook haar medewerkers coachen en begeleiden bij het toepassen van de nieuwe gecombineerde benadering tot bedrijfswaarde. Uit onderstaande grafiek van Consultancy.nl (2016) blijkt dat de houding van de manager zo afgesteld moet worden op de emoties van de mensen om het doel te bereiken. Zo kan de manager "laten zien dat het werkt" door deze gecombineerde benadering tot bedrijfswaarde toe te passen bij bedrijfswaardering van hotels.



Figuur 10 - Consultancy.nl (2016)

- Saxion

Hogeschool Saxion wordt vertegenwoordigd door een tutor en een tweede examiner. De tutor begeleidt de student in het gehele proces en beoordeelt het functioneren van de student en het beroepsproduct. Vervolgens wordt het beroepsproduct ook beoordeeld door een tweede examiner. Het belang van Hogeschool Saxion is dat de student een beroepsproduct ontwikkelt wat voldoet aan het HBO-denk/onderzoeksniveau. De tutor begeleidt de student om aan dit niveau te voldoen. De tweede examiner beoordeelt het niveau van het beroepsproduct. De rol van de tutor is om regelmatig te sparren met de student. Het stellen van kritische vragen en opmerkingen zal ervoor zorgdragen dat het niveau van het beroepsproduct verhoogd wordt. De rol van de tweede examiner is om een objectieve beoordeling te doen. De verantwoordelijkheid van de Hogeschool Saxion is om het traject van de student te waarborgen en te begeleiden. De Hogeschool Saxion is onder andere verantwoordelijk voor enkele consultmomenten met diverse docenten om de student extra te ondersteunen.

De kennis met betrekking tot bedrijfswaarderingen is erg complex en dit kan leiden tot weerstand bij Hogeschool Saxion. Het kan namelijk voorkomen dat de tutor of tweede examiner nog nooit heeft gehoord van een DCF-waardering. De student kan met deze weerstand omgaan door ervoor te zorgen dat de waarderingsmethodes et cetera duidelijk worden uitgelegd en beschreven. Hierdoor is het beroepsproduct ook duidelijk voor non-financiële die minder kennis hebben over bedrijfswaarderingen en waarderingsmethodes. Het duidelijk uitleggen en beschrijven van onderdelen valt ook onder verandermanagement (zie figuur 10) (Consultancy.nl, 2016).

- De potentiële klant

Aan de hand van dit onderzoek kan men een nauwkeurige bedrijfswaardering uitvoeren voor bedrijven uit de hospitality sector, met name hotels. **Klanten** hebben het belang dat dit onderzoek goed onderbouwd en relevant is. De klant in namelijk gebaat bij een zo nauwkeurig mogelijke waardering. De klant van BrightOrange wil graag een reële waarde van zijn/haar organisatie omdat hij/zij de wens heeft om de organisatie te verkopen. Als de klant een verkeerde waardering ontvangt, kan dit ervoor zorgen dat de verkoop van de organisatie niet goed loopt of zelfs beëindigd wordt.

De weerstand van de potentiële klant kan bijvoorbeeld zijn dat zij het niet eens is met diverse uitgangspunten waarmee BrightOrange rekening houdt. Zo kan het voorkomen dat de genoemde trends en ontwikkelingen niet van toepassing zijn voor het bedrijf van de potentiële klant. De opdrachtgever kan deze weerstand overwinnen door in overleg met de potentiële klant de uitgangspunten van de bedrijfswaardering te bepalen. Het is noodzakelijk dat de opdrachtgever elke bedrijfswaardering specifiek afstemt met de potentiële klant om elkaar zo te versterken. Het versterken van elkaar valt ook onder verandermanagement (zie figuur 10) (Consultancy.nl, 2016).

Naast de stakeholders die direct betrokken zijn bij het onderzoek, heeft het onderzoek ook een bredere impact. De impact heeft vooral betrekking op maatschappelijke, ethische en duurzaamheidsaspecten. Zo heeft dit beroepsproduct bijvoorbeeld maatschappelijke impact op de werkgelegenheid van de medewerkers van het desbetreffende bedrijf dat verkocht/gekocht wordt. Als het verkooptraject beëindigd wordt als gevolg van een verkeerde waardering, zal dat kunnen leiden tot faillissement van de organisatie. Hiermee gaat veel werkgelegenheid verloren. Daarnaast worden er ook bedrijfswaarderingen uitgevoerd omdat de eigenaar zijn/haar onderneming wil overdragen aan een kind. Als de eigenaar meerdere kinderen heeft, wil hij/zij weten wat de bedrijfswaarde is van de over te dragen onderneming om zo zijn/haar andere kinderen niet te benadelen. Als deze bedrijfswaardering niet realistisch is, kan dit voor onenigheid zorgen in de familie. Verder staat een bedrijfswaardering vaak aan de basis van een bancaire lening voor overname van een onderneming. Als er in de bedrijfswaardering onrealistische prognoses worden opgesteld, kan dit als gevolg hebben dat de lening niet terugbetaald kan worden.

Daarnaast zijn er ook ethische aspecten aan verbonden. BrightOrange is aangesloten bij het Nederlands Instituut voor Register Valuators. Dit instituut zorgt voor kwaliteitswaarborging van waarderungen (**NiRV, z.d.**). Indien je als corporate finance bedrijf een waardering niet correct uitvoert en niet onderbouwt, is dit niet ethisch verantwoord volgens de NiRV.

7 Financiën

Wanneer BrightOrange een aanvraag krijgt voor een prijsindicatie/waardebepaling, wordt hiervoor een offerte opgesteld. BrightOrange werkt op basis van een uur-maal-tarief basis (H. Dam, persoonlijke communicatie, 7 juni 2021). De tarieven zijn:

- Partner: € 325 exclusief btw per uur
- Consultant: €150 exclusief btw per uur

Over het algemeen ligt de prijs van een bedrijfswaardering tussen de €3.750 en €9.250, afhankelijk van hoe uitgebreid het rapport wordt opgesteld (H. Dam, persoonlijke communicatie, 7 juni 2021). Dit bedrag is gebaseerd op een range van uren welke nodig zijn per functie voor het opstellen van een prijsindicatie/waardebepaling. De declarabele uren bij een basis waardering zijn 2 uur (partner) en 20 uur (consultant). De declarabele uren bij een uitgebreide waardering zijn 10 uur (partner) en 40 uur (consultant).

Functie	Uurtarief	Aantal uren	Totaal
Partner	€325	2 – 10	€750 - € 3.250
Consultant	€150	20 – 40	€3.000 - € 6.000
Totale opbrengsten			€3.750 – €9.250
		Basis waardering	€3.750
		Uitgebreid waardering	€9.250

Tabel 2 - Prijsrange Bedrijfswaardering BrightOrange

Deze tarieven en prijzen zijn vergelijkbaar met andere aanbieders. Een officiële waardering kost volgens de Jong (z.d.) al gauw €5.000 tot €15.000. Daarnaast biedt Jump Corporate Finance (Jump Corporate Finance, z.d.) een compleet waarderingsrapport aan voor €2.950 en een uitgebreid waarderingsrapport voor €5.450. Zij rekenen daarbij met een vast uurtarief van €210.

Het advies leidt hopelijk tot meerdere opdrachten voor BrightOrange, waarbij de bedrijfswaarde van hospitality bedrijven bepaald wordt. De toekomstige opdrachten worden ook geoffreerd op basis van het uur-maal-tarief. De toekomstige opdrachten worden uitgevoerd door het huidige team van BrightOrange, waarbij de (directe) kosten bestaan uit personeelskosten. Het mediaan jaarsalaris van een consultant en partner in de corporate finance is respectievelijk €50.256 en €123.920 (Consultancy.nl, 2017). De Nationale Beroepengids geeft een maandsalaris van gemiddeld €3.800 (=€45.600 per jaar) aan voor Business Consultant (Nationale Beroepengids, z.d.). De functie Partner is te vergelijken met de functie Bedrijfskundige (beide functies vereisen een WO-/MBA-opleiding). Het maandsalaris van een Bedrijfskundige is maximaal €8.000 (=€96.000 per jaar) (Nationale Beroepengids, z.d. (b)). Voor het berekenen van de personeelskosten wordt er een gemiddelde van de hierboven genoemde salarissen genomen.

Functie	Maandsalaris	Jaarsalaris	Gemiddeld jaarsalaris
Consultant	€3.800 - €4.188	€45.600 - €50.256	€47.928
Partner	€8.000 - €10.327	€96.000 - €123.920	€109.960

Tabel 3 - Gemiddeld salaris consultant & partner

Daarnaast dient er rekening gehouden te worden met de indirecte personeelskosten zoals sociale lasten, pensioen en vakantiegeld. Met behulp van de rekenmodule van BerekenHet.nl (z.d. (b)) zijn de extra loonkosten 27,5% t.o.v. het gemiddeld brutoloon van een consultant. Voor een partner bedragen de extra loonkosten 17,6% t.o.v. het gemiddeld brutoloon (BerekenHet.nl, z.d. (b)). De medewerkers van BrightOrange werken op voltijdsbasis 40 uur in de week (H. Dam, persoonlijke communicatie, 7 juni 2021). Met behulp van een rekenmodule van BerekenHet.nl (BerekenHet.nl, z.d. (c)) is het aantal werkbare dagen per jaar 256 na aftrek van de normale vrije dagen en feestdagen. Daarnaast hanteert BrightOrange 20 vakantiedagen per jaar (H. Dam, persoonlijke communicatie, 7 juni 2021). Dit resulteert in 236 werkbare dagen à 8 uur per dag (= 1.888 uur) in 2021. Hiermee kunnen de personeelskosten per uur berekend worden op basis van een voltijdscontract van 40 uur per week.

Functie	Jaarsalaris	Extra loonkosten	Loonsom	Beschikbaar	Kosten per uur
Consultant	€47.928	€13.180 (27,5%)	€61.108	1.888 uur	€32,37 p/uur
Partner	€109.960	€19.353 (17,6%)	€129.313	1.888 uur	€68,49 p/uur

Tabel 4 - Personeelskosten per uur

In het advies wordt ook vermeld dat er gebruik gemaakt wordt van een STR-rapport. Dit STR-rapport dient aangeleverd te worden door de klant (en bijbehorende kosten zijn voor de klant). Verder zijn er eventuele indirecte kosten, zoals kantoorkosten. Uit de *Occupier Cost Index 2020 (Inside Information, 2021)* blijkt dat de gemiddelde kantoorkosten (om een fulltime werknemer één jaar te laten werken op kantoor) €9.469 zijn in Nederland. Deze kantoorkosten bevatten onder andere gebouw & infrastructuur, mens & organisatie, ICT en management (Inside Information, 2021). Deze kantoorkosten zijn vaste, indirecte kosten voor BrightOrange. Alleen de kantoorkosten kunnen ook per medewerker, per uur berekend worden. Hieronder is dat uitgewerkt.

Gemiddelde kantoorkosten	Beschikbare uren	Kosten per uur
€9.469	1.888 uur	€5,02 p/uur

Tabel 5 - Kantoorkosten per medewerker per uur

Verder zullen de nieuwe klanten uit de hospitality sector geworven worden door gebruik te maken van het grote netwerk van de partners. BrightOrange werkt samen met Fiscount (z.d.). Fiscount stuurt klanten met een vraagstuk over bedrijfswaarde door naar BrightOrange. Fiscount en BrightOrange werken in hetzelfde pand in Zwolle. Tot slot heeft BrightOrange ook een website waar contactformulieren en intakegesprekken gepland kunnen worden. Voordat een opdrachtbevestiging getekend is, voert BrightOrange een intakegesprek en stellen zij een offerte op. Het intakegesprek wordt bijgezet door een partner en een consultant en duurt ongeveer 1 uur (H. Dam, persoonlijke communicatie, 7 juni 2021). De offerte wordt gemaakt door een consultant en kost 1 uur aan werk (H. Dam, persoonlijke communicatie, 7 juni 2021). Hierdoor dient er ook een post meegenomen te worden met betrekking tot voorbereidingskosten.

Uit de hierboven genoemde feiten, kan de volgende exploitatiebegroting opgesteld worden.

	Basis bedrijfswaardering	Uitgebreide bedrijfswaardering
Declarabele uren Consultant	€3.000	€6.000
Declarabele uren Partner	€750	€3.250
Omzet	€3.750	€9.250
Personeelskosten Consultant	€647,40	€1.294,80
	€32,37 * 20 uur	€32,37 * 40 uur
Personeelskosten Partner	€136,98	€684,90
	€68,49 * 2 uur	€68,49 * 10 uur
Vorbereidingskosten	€133,23	€133,23
	€32,37 * 2 uur + €68,49 * 1 uur	€32,37 * 2 uur + €68,49 * 1 uur
Kantoorkosten	€110,44	€251,00
	€5,02 * 20 + €5,02 * 2	€5,02 * 40 + €5,02 * 10
Totale kosten	€1.028	€2.364
Brutowinst	€2.722	€6.886
Brutowinst-%	73%	74%

Tabel 6 - Exploitatiebegroting

Hieruit kan geconcludeerd worden dat de financiële consequenties van het beroepsproduct winstgevend zijn voor de opdrachtgever. Het advies is gericht op het aantrekken van nieuwe opdrachten uit de hospitality sector. Deze nieuwe opdrachten zullen worden uitgevoerd door de huidige medewerkers van BrightOrange. Als er in de toekomst behoefte is aan extra personeel (doordat er veel werkzaamheden bij zijn gekomen), dan kan BrightOrange ervoor kiezen iemand aan te nemen. De personeelskosten zullen dan eventueel veranderen, afhankelijk van het salaris van deze nieuwe werknemer. Het positieve gevolg (op korte termijn) van de nieuwe, potentiële opdrachten is dat de medewerkers van BrightOrange meer declarabele uren kunnen maken, waardoor BrightOrange meer omzet kan generen met de huidige medewerkers.

Bijlage A – AAOCC-matrix

	Autoriteit	Accuraatheid	Objectiviteit	Recentheid	Dekking
Koller, Goedhart & Wessels (2005)	De drie heren hebben meerdere boeken en artikelen geschreven over bedrijfswaarderingen. Daarnaast is het artikel verschenen in McKinsey on Finance. Dit is een vaktijdschrift op het gebied van corporate finance. Goedhart is een senior expert bij McKinsey's kantoor in Amsterdam. Wessels is een professor in Pennsylvania. Koller is een partner bij McKinsey's in Stamford.	Het artikel is gebaseerd op de expertise van de drie auteurs. Verder zijn er ook bronnen gebruikt in het artikel. Dit zorgt voor een hogere accuraatheid.	De objectiviteit van de bron is gemiddeld. Het artikel is geschreven door drie auteurs, dit verhoogt de autoriteit. Alleen twee van de drie auteurs is werkzaam bij McKinsey, waardoor de meningen van de auteurs wel gebaseerd zijn op hoe de bedrijfswaardering bij McKinsey worden gedaan.	De bron is al iets verouderd. De bron is afkomstig van 2005. Alleen de stelling over de DCF-methode die in de bron wordt gegeven, wordt in 2015 door Hazelhorst ook erkend. Er kan dus gezegd worden dat de bron nog relevant is.	De bron spreekt over de diverse waarderingmethode voor bedrijfswaarderingen. De dekking is dus erg goed.
Hazelhorst (2015)	Hazelhorst is student bij de Universiteit van Twente. Studie: Bachelor International Business Administration. Zijn autoriteit is relatief laag, maar dat betekent niet dat hij geen kennis over het onderwerp heeft.	De bron is een scriptie en er worden veel bronnen gebruikt ter onderbouwing. De accuraatheid van deze bron is dan ook hoog.	De objectiviteit is ook hoog. De auteur is niet gebonden aan een organisatie. Hij studeert nog en heeft een open blik richting de DCF-methode.	De bron is zes jaar oud en nog steeds relevant. De literatuur over de DCF-methode gaat erg lang terug. Vandaar dat gezien wordt dat er telkens weer over de DCF-methode wordt geschreven de afgelopen decennia.	De bron onderzoekt welke voorspellingsperiode juist is. De dekking is goed, want dat is juist waarvoor deze bron is gebruikt in dit onderzoek.
Kirchner (2009)	Evelien Kirchner is ook een student bij de Universiteit van Twente. Studie: Master Business Administration, Track Financial Management. Haar autoriteit is laag, maar ze heeft wel expertise. Ze volgt namelijk een master in dit onderwerp.	De bron is een scriptie en er worden veel bronnen gebruikt ter onderbouwing. De accuraatheid van deze bron is dan ook hoog.	De objectiviteit is ook gemiddeld. De auteur is niet gebonden aan een organisatie. Zij studeert nog en heeft een open blik richting de rendementseisen. Alleen ze heeft haar scriptie in opdracht van BonsenReuling geschreven. Wellicht is dit van invloed geweest.	De bron is afkomstig van 2009. De rendementseisen die benoemd worden zijn verouderd, alleen de definitie van het kernbegrip is nog steeds relevant.	De bron bespreekt de rendementseis op eigen vermogen bij MKB-overnames. De bron is gebruikt voor een definitie van een kernbegrip. De dekking is gemiddeld. Want rendementseis is een onderdeel van bedrijfswaarderingen in het geheel.

Iuliana, Carmen Maria & Alexandrina (2016)	Alle drie de auteurs zijn werkzaam bij een Universiteit in Roemenië. Gezamenlijk hebben ze meer dan 10 artikelen gepubliceerd met betrekking tot de hospitality sector. Autoriteit is hoog.	De accuraatheid van deze bron is hoog. Er wordt veel gebruik gemaakt van bronnen ter onderbouwing.	De bron is relatief objectief. De auteurs zijn werkzaam bij een universiteit en hebben geen invloed van externe partijen. Helaas zijn de auteurs niet van verschillende universiteiten, dat zou zorgen voor nog hogere objectiviteit.	De bron is afkomstig uit 2016. Nog relatief nieuw en zeker nog relevant. De bron beschrijft ondernemerschap in de hospitality sector. De sector is aan het ontwikkelen, maar de gegeven definitie van hospitality bedrijven is nog steeds op zijn plaats.	De bron beschrijft het ondernemerschap in de hospitality sector. Daarbij wordt een definitie over hospitality bedrijven gegeven om vervolgens verder in te gaan op ondernemerschap. De dekking is goed.
Suozzo, Cooper, Sutherland & Deng (2001)	Alle vier de auteurs zijn werkzaam bij UBS Warburg. UBS is een bank. De auteurs hebben genoeg expertise in het werkveld. Autoriteit is relatief hoog.	De bron is slecht onderbouwd met bronnen. Alle gegevens zijn gebaseerd op de auteurs en UBS Warburg. Over de accuraatheid kan gediscussieerd worden.	De bron is matig objectief. Alle auteurs zijn werkzaam bij dezelfde organisatie en zijn hierdoor wellicht niet helemaal objectief.	De bron is afkomstig uit 2001. Dit zou verouderd lijken, echter de multiple methode die besproken wordt geldt tegenwoordig nog steeds. De bron is gebruikt ter onderbouwing van de multiple methode (voor- en nadelen) en deze zijn niet gebonden aan tijd.	De dekking van de bron is erg goed. De auteurs beschrijven de multiple-methode in meer dan 40 pagina's. Daarbij worden alle voor- en nadelen benoemd.
Nilsson, Harris & Kett (2001)	De drie auteurs zijn allemaal werkzaam in een ander werkveld. Nilsson werkt in de hotelbranche. Harris is professor bij Oxford University. Kett is werkzaam bij HVS International (consultant in hospitality sector). De gecombineerde kennis van deze drie auteurs is erg hoog. Autoriteit is hoog.	De bron is erg goed onderbouwd met bronnen. Dit versterkt de accuraatheid.	De bron is erg objectief. Alle auteurs hebben een andere achtergrond en hierdoor is er geen opdrachtgever die invloed uitoefent.	De bron is afkomstig uit 2001. De bron is helaas wat minder relevant tegenwoordig. Alleen de uitkomsten uit deze bron hebben nog steeds enige waarde voor dit onderzoek. Want de bedrijfswaarderingen blijven in de kern gelijk.	De bron onderzocht de waarderingsmethodes voor hotels. Dit is erg relevant en daardoor is de dekking erg hoog.
Camilleri (2015)	Camilleri is een onafhankelijke onderzoeker in Malta. Hij heeft al meer dan 70 publicaties. Daarnaast is dit artikel geplaatst in de Journal of Property Investment & Finance. De autoriteit is hoog.	De bron is erg onderbouwd met bronnen waardoor de accuraatheid hoog is.	Camilleri is een onafhankelijke onderzoeker. Hij is niet gebonden aan een organisatie en dit verhoogt de objectiviteit erg.	De bron is afkomstig uit 2015. De goodwill value die hij beschrijft is nog steeds relevant tegenwoordig. Daarom is de recentheid van de bron relatief hoog.	De bron onderzoekt de bedrijfswaarderingen van hotels in Malta. De bron is gebaseerd op 5 bedrijfswaarderingen. De dekking van de bron is hoog.

Ganchev (2000)	Oggie Ganchev is werkzaam bij real-estate investment banking group Credit Suisse First Boston. Hij is afgestudeerd bij Cornell University School of Hotel Administration. Verder heeft hij gewerkt bij development group Starwood Hotels & Resorts en de financiële afdeling van InterContinental Hotel Group. Hij heeft veel expertise over corporate finance in combinatie met de hotel-branche.	De bron is niet onderbouwd met bronnen. Dit zorgt voor minder accuraatheid, maar gezien zijn werkzame ervaringen heeft de auteur wel kennis over de beschreven zaken.	De objectiviteit van deze bron is gemiddeld. Hij is werkzaam geweest voor verschillende organisaties, maar in 2000 was hij werkzaam bij Credit Suisse. Hierdoor kan de objectiviteit van de auteur beïnvloed zijn.	De bron is enigszins verouderd. De bron is 20 jaar oud. Alleen de bron is nog steeds relevant omdat de beschreven methode een handleiding is voor bedrijfswaarderingen. De vraag is of deze werkwijze van Ganchev nog gebruikt wordt tegenwoordig. Daarentegen zijn de uitgangspunten van Ganchev gericht op een DCF-methode en deze methode wordt tegenwoordig nog altijd gebruikt.	De dekking van de bron is erg hoog. De bron beschrijft namelijk welke onderdelen zorgen voor waarde bij een hotel. Alle onderdelen worden nauwkeurig beschreven en toegelicht. Deze bron is van veel waarde voor dit onderzoek omdat er over een soortgelijk onderwerp gesproken wordt.
-----------------------	--	---	--	--	---

Tabel 7 - AAOCC Matrix

Bijlage B – Verklaring eigen werk



Verklaring eigen werk

Ik verklaar hierbij dat ik:

- volledig op de hoogte ben van de beoordelingscriteria van de toets Beroepsproduct PF;
- alle Beroepsproduct PF gerelateerde inspanning die nodig is om te voldoen aan deze criteria individueel heb verricht;
- geen hulp heb gehad van een tweede persoon, anders dan de door HBS aangeboden begeleiding.

Naam: Stefan Koelewijn
Datum: 01-07-2021

Handtekening:

A handwritten signature in blue ink, consisting of a stylized 'S' and 'K' intertwined.

saxion.nl