

VREDNOST HOTELOV V KRIZNIH RAZMERAH

Ljubljana, GZS, Zbornica za poslovanje z
nepremičninami

februar 2021

Milan Torkar

1

KAZALO-VSEBINA

1. Splošno o hotelih
2. Razumevanje narave vrednosti hotelov
3. Kaj ustvarja vrednost hotelu ?
4. Krizne razmere in vrednost hotela
5. Načini merjenja vrednosti hotelov

2

nadaljevanje, ..

6. Preliminarne ocene vrednosti
7. Problemi in težave v stroki – teorija in praksa !
8. Praktičen primer – hotel Morje Slo obala
9. Praktičen primer – hotel Jalovec Slo gore
11. Viri, literatura

1.SPLOŠNO O HOTELIH

- Kaj je hotel ?
- Delitev hotelov
- Hotelska soba
- Sestava prihodkov
- Vrednost zemljišč v kompleksu hotela
- Primerjava-hotel nepremičnina in/ali podjetje

1a. PODATKI O HOTELIH

- tip, lokacija
- Starost
- m2, zemljišča, koristne površine
- Sob
- nočitve, gosti, bivanje
- prodaja skupaj, sobe,..
- RevPar,ADR, NOI, NOI/sobo,..
- sestava prihodkov
- * Problemi s podatki

M. Torkar

5

5

1b. KLJUČNI POJMI, IZRAZI, ...

- NOI- operativni dobiček pred davki, obrestmi, vključena amortizacija, EBITDA
- Različice izrazov,..
- RevPar – prodaja sobe/vse sobe
- ADR – prodaja sobe/prodane sobe
- RRM- sobni mnogokratnik
- Ro, Yo – kapitalizacijska oz.diskontna mera
- Različice RevPar, ADR, NOI,..

M. Torkar

6

6

nadaljevanje, ..

- Mejne nočitve
- Standardi Usuali
- Klasično merjenje uspešnosti, poslovne in finančne
- Uporaba kazalcev v praksi

2. RAZUMEVANJE NARAVE VREDNOSTI HOTELA

- Logika pravic na nepremičnini, hotelu
- Svobodno lastništvo
- Koncept vrednost, cena, strošek
- Razumevanje sestavin hotela, trgovalno premoženje
- Logika investiranja

nadaljevanje,...

Razumevanje sestavine v hotelu in posamično

Vrednost krožnokabinske žičnice ali bazena,..

Razmejitev stroškov

Stroškovna mesta v hotelskem kompleksu

Dileme prevrednotovanja

3. KAJ USTVARJA VREDNOST HOTELU

- Merjenje uspešnosti hotela
- Izkoriščenost
- RevPar
- ADR
- Dobiček na sobo
- Mejne kategorije v poslovanju hotela, mejne nočitve
- Razmerje izkorišč., RevPar,ADR,NOI/sobo

nadaljevanje,...

- Fiksni in variabilni stroški
- Neprodana soba
- Izkoriščenost hotelov v Sloveniji
- Novi hoteli, vlaganja v hotel
- Vlaganja v krizi ($ROC - WACC * I_0$)
- ** teorija in (predvsem) praksa !

3a. NAČINI MERJENJA VREDNOSTI

- Merjenje uspešnosti hotela ($V = f(\text{objekt} + \text{oprema} + \text{korist} + \text{dobro ime}, \dots)$)
- Izkoriščenost (sobe, ležišča)
- Merjenje vrednosti hotela, metode (načini)
- Način primerjanja
- Način stroška
- Način donosa
- Preliminarne metode, omejenost uporabe
- Uporaba metod v krizi

4. KRIZNE RAZMERE IN VREDNOST HOTELA

- Pojem krize
- Napovedi - optimistične, pesimistične
- Tveganje v pogojih krize
- Katere metode ne izbiramo ?
- Razumevanje „biti“ poslovanja hotela, zahteva celostne obravnave, ne zgolj klasičnega, modelskega pristopa

M. Torkar

13

13

nadaljevanje, ...

- Ključni dejavniki in kreatorji vrednosti v pogojih krize, hotel
- Na katere postavke izračuna kriza najbolj vpliva?
- Kako se obnaša diskontna/kapitalizacij. mera ?
- Kako je s kadri, menedžmentom, stopnja zaupanja v prihodnost ?
- Kaj napoveduje tujina, svet ?
- Kdaj je mogoče okrevanje, v našem realnem okolju ?

M. Torkar

14

14

4a. KRIZA - KLJUČNI VPLIVI, VEZANO NA VREDNOST HOTELA

- Prihodki skupaj, prihodki sobe
- Stroški,.. fiksni, variabilni, sobe ostali
- Nočitve, gosti
- RevPar, ADR, NOI/sobo
- Ro, Yo – kapit. oz. diskontna mera
- Dodatno tveganje v sestavi nadomestila za tveganje
- Kako do Ro ?

M. Torkar

15

15

5. NAČINI MERJENJA VREDNOSTI HOTELOV

- Konvencionalni načini (strošek, donos, tržne primerjave)
- Preliminarni načini izračuna vrednosti (hitre poti)
- * dobiček/sobo
- * ADR
- * RRM
- * Vrednost/prodajo
- * najemnina na sobo

M. Torkar

16

16

nadaljevanje

- Model Rushmore
- Izračun vrednosti zemljišča v hotelskem kompleksu
- Standardni modeli z mnogokratniki
- Napačne, problematične uporabe modelov z ADR, RRM

5a. OCENJEVALNA IZHODIŠČA

- Logika pravic na hotelu, razumevanje parcialnih interesov
- Svobodno lastništvo
- Koncept vrednost, cena strošek
- Sestavine hotela
- Konflikt v glavah – strošek in/ali cena,..!
- Logika celostnega vrednotenja, ne zgolj diskontne mere

5b. HOTEL - NEPREMIČNINA IN/ALI PODJETJE

- Ocenjevalna podlaga
 - Metode, problemi izbire,..
 - Denarni tok, podjetje ali nepremičnina
 - Kapitalizacijska oz.diskontna mera
 - Logika obnove kapitala in spremembe vrednosti
 - Razumevanje (oz. nerazumevanje) Ro pri podjetju in nepremičnini (Gordonov model,...)
- * Pogosti problemi in napake,..

M. Torkar

19

19

6. PRELIMINARNI NAČINI MERJENJA VREDNOSTI

- Kdaj jih uporabimo ?
- Način stroška, primejave, donosa
- Modeli na osnovi prodaj več tisoč hotelov
- Omejitve rabe teh metod
- Nevarnosti ob uporabi teh „quick“ metod
- Pravi izziv za stroko: uporaba Rr metode za tržno ocenjevanje !

M. Torkar

20

20

7. PROBLEMI, TEŽAVE V PRAKSI

- Ocena tveganja
- Skrbni pregledi, pogajanja ob nakupih,..
- Napovedi nerealne, problemi razumevanja sestavin hotela
- Izkušnje z delovanjem poslovnih procesov oz. delovanjem hotelskega procesa,..
- Model ni garant, važno je, kdo in kaj vliva v model !?!
- Nabijanje s teorijo, zameglevanje „biti“ poslovanja, problemi ob vlaganjih v hotel,..

M. Torkar

21

21

nadaljevanje, ...

- Mejne nočitve, prelomna točka (nočitve, gosti, obratovalni dnevi,..)
- Težave ob vlaganjih, kršenje koncepta vrednost, cena, strošek
- Likvidacijska vrednost, kako pridemo do nje,.. ?

M. Torkar

22

22

8-9. PRIMERI IZRAČUNA - HOTEL MORJE, HOTEL JALOVEC

- Podatki
- Preliminarni izračun vrednosti
- Primer izračuna vrednosti
- Način merjenja vrednosti
- Komentar
- Problemi dileme

M. Torkar

23

23

8. PODATKI O HOTELU-HOTEL MORJE

- tip, lokacija – hotel ob morju
- Starost – 35-38 let
- m², zemljišča, koristne površine – 6200, 2700
- Sob - 50
- nočitve, gosti, bivanje – 26000,...
- prodaja skupaj, sobe,..- 1800000 eur, 1600000 eur
- RevPar,ADR, NOI, NOI/sobo – 89,123,12-13000 eur/sobo
- sestava prihodkov – pretežno prihodki sobe,..
- * Problemi s podatki

M. Torkar

24

24

h.morje * eur, %,...	POSLOVNA USPEŠNOST HOTELA				povpreč 3 leta
	2.017	2.018	2.019		
zaposleni	15	14	15	15	
sob	50	51	49	50	
nočitve	24.832	25.703	26.158	25.564	
prodaja skupaj	1.690.000	1.850.000	1.793.230	1.777.743	
prodaja sobe	1.549.000	1.498.000	1.802.000	1.616.333	
prodaja na nočitev	68	72	69	70	
operativni dobiček NOI	650.000	698.000	730.000	692.667	
izkoriščenost	71	73	72	72	
RevPar	85	80	101	89	
ADR	120	110	140	123	
prihod/zaposl	112.667	132.143	119.549	121.453	
prih/sobo	33.800	36.275	36.597	35.557	
NOI/prodaji	0,38	0,38	0,41	0,39	
NOI/sobo	13.000	13.686	14.898	13.861	

M. Torkar

25

25

8a. PRELIMINARNI IZRAČUN VREDNOSTI

V hotela (sobe) = $ADR * 1100$ (v praksi od 600 – 1100, zelo odvisno od deleža EBITDA/prihodkih)

V hotela = $prodaja\ hotela * 2,7$ (v praksi od 1,5-3,5, zelo odvisno od ROC in EBITDA/prih)

M. Torkar

26

26

PRELIMINARNI IZRAČUN VREDNOSTI, nadaljev.

V hotelske sobe = EBITDA/sobo * 10 =

Mnogokratnik se v praksi giblje md 9 – 12, zlasti odvisno od ROC, EBITDA/prih ter potrebnih bodočih vlaganj

Mnogokratnik je vzdržen, cca 3000 hotelov
ZDA, Kanada

Pazljivost pri razumevanju pojma hotel Evropa,
ZDA

Razumevanje EVA modela !?!

M. Torkar

27

27

IZRAČUN PRELIMINARNI		
h.morje		
RevPar = prod.sobe/sobe*365		89
ADR = RevPar/izk		123
NOI =		693.000
NOI / sobo		13.860
sob =		50
		-43.000
NOI/sobo		13.860
NOI/sobo	6	77.616
ADR		123
adr	615	75.645
sob		50
sob	34	1.685
izkoriščenost		72
izk	235	16.920
		128.866
Vrednost/sobo		128.866
Vrednost hotela,..	50	6.443.300
*minus finančne obveznosti		1
vrednost lastniškega kapitala		6.443.299

M. Torkar

28

28

	Ocena vrednosti		hotela
h.morje			
	operat.		ponder.
leto	dobiček	ponder	dobiček
2.016	450	0,30	135
2.017	460	0,30	138
2.018	480	0,20	96
2.019	430	0,20	86
		1,00	455
	normaliziran dobiček =		377
	kapit.mera =		0,07
	stopnja rasti =		0,01
	kapit.stopnja =		0,06
	Vrednost hotela =		6.288

29

8b.PRIMER IZRAČUNA VREDNOSTI

$V \text{ hotela} = \text{stabiliziran dobiček} / R_o$

Stabil.dobiček osnujemo na preteklem in bodočem poslovanju, v Gordonu nikoli ne upoštevamo rasti !?!

Vedno izdelamo dva scenarija, zgornja in spodnja meja

Stabiliziran dobiček ni seštevek treh let, deljeno s tri !

30

PRIMER IZRAČUNA VREDNOSTI, nadaljev.

V hotela je = Rr/sobo * fiz*fuz*fez

Vedno je v primeru stroškovne zasnove koristno
preveriti izračun z drugimi metodami !! Tako pri
metodi čiste vrednosti sredstev kot klasični
stroškovni metodi

M. Torkar

31

31

OSNOVNI PODATKI O POSLOVANJU HOTELA					
*eur	2021	2022	2023	2024	2025
število sob	50	50	50	50	50
zasedenost	67	67	68	68	70
prodaja skupaj	1.800.000	1.836.000	1.872.720	1.910.174	1.948.378
	1,00	1,02	1,02	1,02	1,02
prodaja sc	0,86	1.548.000	1.578.960	1.610.539	1.642.750
razpoložljive sobe	18.250	18.250	18.250	18.250	18.250
zasedene sobe	12.228	12.228	12.410	12.410	12.775
RevPar (prodaja sobe)	85	87	88	90	92
ADR(RevPar/izk)	127	129	130	132	131
normaliziran sestav prihodkov					
sestava prihodkov		optim			
*nočitve	0,23	1.610.539	370.424		
*hrana,pij	0,15	170.000	25.500		
*ostalo	0,20	20.000	4.000		
		1.800.539	399.924		
najemnina/mesec/sobo		667			
IZRAČUN VREDNOSTI					
		hotel			
NEPREMIČNINA:					
sob	50				
najemnina	667				
mesecev:	12				
čas toka:	5 let				
vrednost: tok + rezidual					
Diskontna	0,07				
* načrtovanje operativnega dobička iz poslovanja					
rast prihodkov	1,00	1,04	1,04	1,04	1,04
izkoriščenost, neizter	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
operativni stroški	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
nadom.rezerva	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03

32

*izračun vrednosti, celoten kapital					
	2021	2022	2023	2024	2025
a. izkaz uspeha	1. leto	2. leto	3. leto	4. leto	5. leto
PGI =	399.924	413.921	428.409	443.403	458.922
rast	1,00	1,04	1,04	1,04	1,04
PGI rast	399.924	428.409	443.403	458.922	474.984
neizk.neizterij,, -	3.999	4.139	4.284	4.434	4.589
EGI =	395.925	409.782	424.125	438.969	454.333
oper. stroški OE -	11.878	12.293	12.724	13.169	13.630
nadom.rezerva	11.878	12.293	12.724	13.169	13.630
NOI =	372.169	385.195	398.677	412.631	427.073
b. izračun čiste vrednosti nepremičnine, konec obdobja					
NOI peto leto	427.073				
Ro:	0,07				
prodajna c	6.101.040				
prodajna €	3.661	0,0006			
čista pc:	6.097.380				
c. denarni tok - izračun vrednosti (tok + iztržek ob prodaji)					
NOI	372.169	385.195	398.677	412.631	427.073
čista prodajna cena, konec obdobja					6.097.380
Diskontna stopnja/mera	0,0700	0,0700	0,0700	0,0700	0,0700
Diskontna mera/100+1	1,0700	1,0700	1,0700	1,0700	1,0700
diskontni faktor	0,9346	0,8734	0,8163	0,7629	0,7130
vrednost iz tokov	347.822	336.444	325.439	314.794	304.497
vrednost iz prodaje, iztržka					4.347.347
Vrednost celotne nepremičnine	5.976.344 eur				
	119.527 eur/sobo				

33

8c. IZRAČUN VREDNOSTI, komentar

Ključno:

- Hotel rabi bodoča vlaganja, prenova sob
- Koristno je izdelati skrben pregled, ki naj pomeni celosten vpogled v poslovanje, ne zgolj presoja ožje finančnih podatkov – lahko hudo zavede sliko
- Kriza odnesla cca 25 % prihodkov, v letu 2020
- Ocena je, da bo 2021 kot 2020, dokončni povratek v 2023

M. Torkar

34

34

8d.PROBLEMI, DILEME

Kako ga oceniti danes, so izhodišča ustrezna ?

Tveganje, kje je zgornja meja ?

Napoved prodaje, kdaj se vrne leto 2019 ?

Kader, menedžment – ali imamo prave ljudi ?

Vlaganje, realna možnost bodočega pokrivanja

Zakaj Rr metoda ni ustrezna oz. kdaj je mogoča,..?

Zakaj je MPP metoda lahko zelo problematična ?

PROBLEMI, DILEME, nadaljev.

Ali je lokacija hotela pomembna ?

Ali obstoji lokacijski goodwill pri hotelu ?

Zakaj večer konflikt med računov in ocenjevalnim
pojmovanjem dobrega imena ?

Kdaj so upanja lažna, o neki prihodnji, odloženi
koristi ?

Ali je pritisk na ustvarjanje lastnega denarnega toka
koristen, ali je egalitaren pristop k pomoči
učinkovit ?

Ali je Covid stanje stalnica bližnje prihodnosti ?

9. HOTEL JALOVEC

Podatki:

Tip, lokacija: - sredogorje, turistični,..

Starost: 40 let

m2, zemljišča, koristne površine: 8500, 4800

Sob: 90

Nočitve, gosti, bivanje: 40000

Prodaja skupaj, sobe,..2300000 eur, 2100000

RevPar: 61

ADR: 90

NOI/sobo: 7300 eur/sobo

M. Torkar

37

37

h.jalovec	POSLOVNA USPEŠNOST HOTELA				
* eur, %,..					povpreč
	2.017	2.018	2.019		3 leta
zaposleni	35	36	37		36
sob	90	90	90		90
nočitve	42.000	41.000	44.000		42.333
prodaja skupaj	2.300.000	2.450.000	2.500.000		2.416.667
	0,83	0,83	0,84		
prodaja sobe	1.909.000	2.033.500	2.100.000		2.014.167
prodaja na nočitev	55	60	57		57
operativni dobiček NOI	613.688	629.811	732.327		658.609
izkoriščenost	67	68	70		68
RevPar	58	62	64		61
ADR	87	91	91		90
prihod/zaposl	65.714	68.056	67.568		67.112
prih/sobo	25.556	27.222	27.778		26.852
NOI/prodaji	0,27	0,26	0,29		0,27
NOI/sobo	6.819	6.998	8.137		7.318

38

9a. PRELIMINARNI IZRAČUN VREDNOSTI

V hotela = -43000 + 0,...

Kaj vsebuje ta model izračuna iz tržnih prodaj ?

Ka je slaba stran ?

Kaj ključno vpliva na vrednost sobe ?

Koliko je vrednost zemljišča ?

M. Torkar

39

39

h.jalovec			
RevPar = prod.sobe/sobe*365			61
ADR = RevPar/izk			90
NOI =			660.000
NOI / sobo			7.333
sob =			90
			-43.000
NOI/sobo			7.333
NOI/sobo	6		41.067
ADR			90
adr	615		55.350
sob			90
sob	34		3.033
izkoriščenost			68
izk	235		15.980
			72.430
Vrednost/sobo			72.430
Vrednost hotela,..	90	6.518.670	
*minus finančne obveznosti			1
vrednost lastniškega kapitala		6.518.669	

M. Torkar

40

40

	Ocena vrednosti		hotela
h.jalovec			
	operat.		ponder.
leto	dobiček	ponder	dobiček
2.016	480	0,20	96
2.017	465	0,20	93
2.018	490	0,20	98
2.019	580	0,40	232
		1,00	519
	normaliziran dobiček =		431
	kapit.mera =		0,08
	stopnja rasti =		0,01
	kapit.stopnja =		0,07
	Vrednost hotela =		6.154

41

9b. PRIMER IZRAČUNA VREDNOSTI

$V_{\text{hotela}} = V_{\text{iz koristi 5 let}} + V_{\text{reziduala}}$

Ali naj R_o odraža WACC ali tveganja iz trga ?

Ali uporabiti enako R_o v toku in rezidualu ?

Koliko je vzdržna najemna za ta hotel ?

Na čem sloni vrednost reziduala ?

Kakšen delež vrednosti reziduala je dopusten v ceni,
za prakso ?

42

9c. PRIMER IZRAČUNA VREDNOSTI, komentar

Kdaj daje stroškovna zasnova merjenja tržne vrednosti ?

Zakaj so naše cene hotelov nizke, ob visokih vlaganjih ?

Kaj sestavlja našo ceno, zakaj se nam ne pripozna stacionarnih sestavin ?

Ali je pot do vrednosti preko najema realna, je v praksi vzdržna, .. ?

M. Torkar

43

43

h.jalovec						
OSNOVNE PODATKI O POSLOVANJU HOTELA						
* eur						
	2021	2022	2023	2024	2025	
število sob	90	90	90	90	90	
zasedenost	63	63	64	64	65	
prodaja skupaj	2.400.000	2.424.000	2.448.240	2.472.722	2.497.450	
	1,00	1,01	1,01	1,01	1,01	
prodaja sc	0,86	2.064.000	2.084.640	2.105.486	2.126.541	2.147.807
razpoložljive sobe	32.850	32.850	32.850	32.850	32.850	
zasedene sobe	20.696	20.696	21.024	21.024	21.353	
RevPar (prodaja sobe/r)	63	63	64	65	65	
ADR(RevPar/izk)	100	101	100	101	101	
normaliziran sestav prihodkov						
sestava prihodkov						
* nočitve	0,20	2.105.486	421.097			
* hrana, pij	0,13	232.000	30.160			
* ostalo	0,15	63.000	9.450			
		2.400.486	460.707			
najemnina/mesec/sobo			427			
IZRAČUN VREDNOSTI						rast
hotel						
NEPREMIČNINA:						
sob	90					
najemnina	427					
mesecev:	12					
čas toka:	5 let					
vrednost: tok + rezidual						
Diskontna	0,08					
* načrtovanje operativnega dobička iz poslovanja						
rast prihodkov	1,00	1,04	1,04	1,04	1,04	
izkoriščenost, neizterljiv	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	
operativni stroški	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	
nadm. rezerva	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	

44

*izračun vrednosti, celoten kapital					
	2021	2022	2023	2024	2025
a. izkaz uspeha	1. leto	2. leto	3. leto	4. leto	5. leto
PGI =	460.707	476.832	493.521	510.794	528.672
rast	1,00	1,04	1,04	1,04	1,04
PGI rast	460.707	493.521	510.794	528.672	547.176
neizk.neizterlj., -	4.607	4.768	4.935	5.108	5.287
EGI =	456.100	472.064	488.586	505.686	523.385
oper. stroški OE -	22.805	23.603	24.429	25.284	26.169
nadom.rezerva	13.683	14.162	14.658	15.171	15.702
NOI =	419.612	434.299	449.499	465.232	481.515
b. izračun čiste vrednosti nepremičnine, konec obdobja					
NOI peto let	481.515				
Ro:	0,07				
prodajna c	6.878.781				
prodajna s	4.815	0,0007			
čista pc:	6.873.965				
c. denarni tok - izračun vrednosti (tok + iztržek ob prodaji)					
NOI	419.612	434.299	449.499	465.232	481.515
čista prodajna cena, konec obdobja					6.873.965
Diskontna stopnja/mera	0,0800	0,0800	0,0800	0,0800	0,0800
Diskontna mera/100+1	1,0800	1,0800	1,0800	1,0800	1,0800
diskontni faktor	0,9259	0,8573	0,7938	0,7350	0,6806
vrednost iz tokov	388.530	372.341	356.827	341.959	327.711
vrednost iz prodaje, iztržka					4.678.305
Vrednost celotne nepremičnine	6.761.400	6.761.400	6.761.400	6.761.400	6.761.400
		71.841	eur/sobo		

45

45

IZRAČUN VREDNOSTI, komentar

Kako se odraža kriza na tem hotelu ?

Kaj pomeni za Ro prvih 5 let ?

Ali se ima smisel ukvarjati z vrednostjo iz tokov ?

Ali ima smisel presojet mejne zadeve poslovanja
(prelomi: obrat.dnevi, nočitve, gosti, snežni
dnevi,..mejna izkoriščenost,...) ?

M. Torkar

46

46

9d.PROBLEMI, DILEME

Ocena hotela kot podjetja in nepremičnine mora dati enak rezultat !?! Kako je v krizi ?

Kaj pomenijo problemi z lastništvom, vezano na vrednost hotela ?

Kako upoštevam ekonomsko izgubo vrednosti ? Kdaj se bo stanje vrnilo na 2019 ? Ali je povratek sploh realen ?

Kako z stroškovno metodo pridem do tržne vrednosti hotela ?

Zakaj je bazen v hotelu lahko vreden več kot njegova nabavna vrednost !?!

Česa pri metodi primerjave prodaj ne vidimo, je pa ključno ?

M. Torkar

47

47

10. VIRI, LITERATURA

- hvs.com
- MSOV 2020
- colliers.com
- Valuation parameters of hotel properties (Tegova)
- Ključni avtorji: Stephen Rushmore, Suzanne Mellen, Helen Zaver,...

M. Torkar

48

48