

Company research paper

De optimale waarde van serviced offices



*"The valuation is just the amount someone is willing to pay."
Adam Neumann*

Amsterdam School of Real Estate

Auteur: Stefan Suurmond
Studie: MRE 2021-2023
1e beoordelaar: Drs. J. Schrader-van Meel MSRE
2e beoordelaar: Drs. P. Koppels
Datum: Februari 2024

Voorwoord

Deze mastersthesis betreft een onderzoek naar de waardering en optimalisatie van exploitatiemodellen voor serviced offices binnen de vastgoedbeleggingssector. De flexibilisering van de kantorenmarkt is een fenomeen dat de laatste jaren steeds meer aandacht heeft gekregen, niet alleen vanuit de academische wereld maar ook vanuit de praktijk. Dit onderzoek is een poging om licht te werpen op de complexe dynamiek van waardering en exploitatie van serviced offices, een gebied dat nog veel onontgonnen terrein bevat.

Ik wil mijn dankbaarheid uitspreken aan iedereen die heeft bijgedragen aan dit onderzoek. Mijn dank gaat specifiek uit naar alle experts, collega's en begeleiders die met hun inzichten, kritische vragen en constructieve feedback een onmisbare bijdrage hebben geleverd. Ook ben ik mijn gezin dankbaar voor hun steun en geduld gedurende dit proces. Dit onderzoek vormt niet alleen het sluitstuk van de MRE-opleiding, maar is ook een persoonlijke reis geweest, waarbij ik veel heb geleerd over de sector, onderzoeksmethoden en over mijzelf.

Stefan Suurmond
Rotterdam, februari 2024

Samenvatting

Dit onderzoek richt zich op de waardering en optimalisatie van exploitatiemodellen voor serviced offices binnen de vastgoedbeleggingssector, een gebied dat steeds meer aandacht krijgt door de flexibilisering van de kantorenmarkt.

De flexibilisering van de kantorenmarkt is een duidelijke trend waarbij zowel kantorenbeleggers als serviced office operators actief inspelen op de veranderende behoeften binnen de vastgoedmarkt. Deze trend wordt steeds zichtbaarder door significante investeringen van zowel nationale als internationale vastgoedbeleggers in serviced office concepten, zoals Schrodgers, Angelo Gordon, en Blackstone in respectievelijk Frame Offices, New Day, en The Office Group. Deze investeringsbewegingen bevestigen het groeiende vertrouwen in de potentie van serviced office concepten binnen de vastgoedbeleggingswereld. De flexibilisering van de kantorenmarkt heeft in de afgelopen twee decennia een aanzienlijke groei doorgemaakt. Deze groei is mede te danken aan de verschuiving van vastgoed als product naar een dienst, aangedreven door de 'as-a-service' trend, die al langer speelt in sectoren zoals IT, waarbij het draait om het ontzorgen van de gebruiker. De financiële crisis van 2008 en de COVID-19 pandemie hebben de transitie naar Real Estate-as-a-Service (REaaS) verder versneld, waardoor de vraag naar adaptieve huisvestingsoplossingen toeneemt.

De markt voor serviced offices wordt steeds volwassen, wat leidt tot een beter begrip van het verdienmodel en de waardering van deze concepten. Deze ontwikkeling roept vragen op over de impact van nieuwe businessmodellen op traditionele vastgoedbeleggingen en de relevantie van winst- en verliesrekeningen versus balanswaarden. De onzekerheid in de markt, versterkt door faillissementen van grote operators zoals WeWork, Knotel en dochtervennootschappen van IWG, onderschrijft de druk op het traditionele leasemodel en de noodzaak voor vastgoedeigenaren om flexibel te zijn in hun exploitatiemodellen. De markt onderscheidt drie exploitatiemodellen: managementovereenkomsten, conventionele huurovereenkomsten, en een combinatie van eigendom van vastgoed en operatie. Deze diversiteit in modellen biedt zowel kansen als uitdagingen voor de waardering van serviced offices.

De complexiteit van de waardering van serviced offices, die zowel een vastgoed- als bedrijfswaardering omvat, vormt een uitdaging binnen de Nederlandse kantorenmarkt. Er bestaat namelijk nog geen consensus over een uniforme waarderingmethode. Dit onderzoek streeft ernaar bij te dragen aan het inzicht in de waardering van serviced offices en de optimale structurering van exploitatiemodellen binnen vastgoedbeleggingsfondsen. Door te verkennen wat de invloed is van gebruikerstrends en de voor- en nadelen van verschillende exploitatiemodellen en internationale waarderingpraktijken in kaart te brengen, beoogt dit onderzoek een antwoord te geven op de centrale vraag wat het optimale exploitatiemodel is voor de maximale waarde van een serviced office. De relevantie van dit onderzoek wordt verder benadrukt door eerdere studies die de financiële impact van flexibele kantooruimte op de kapitalisatiefactor hebben onderzocht, maar geen onderscheid hebben gemaakt tussen de exploitatiemodellen. Dit onderzoek biedt nieuwe inzichten in de selectie van een exploitatiemodel van een serviced office en draagt bij aan de kennis over de waardering van serviced offices in deze evoluerende kantorenmarkt. Geconcludeerd kan worden dat de DCF-methode van de operatie in combinatie met de BAR/NAR-methode van het vastgoed de meest geschikte waarderingmethode is. Op basis van de casestudy wordt de maximale waarde verkregen door toepassing van het managementmodel of het PropCo/OpCo model. Het leasemodel resulteert in de laagste overall waardering en lijkt daarnaast het minst bestand tegen rente- en prijschommelingen.

Inhoudsopgave

Samenvatting	4
1. Inleiding.....	7
1.1 Aanleiding.....	7
1.2 Probleemstelling.....	8
1.3 Doelstelling.....	8
1.4 Onderzoeksvraag.....	8
1.5 Relevantie.....	8
1.6 Onderzoeksmethode en leeswijzer	9
1.7 Afbakening.....	10
2. Definitie serviced offices versus hotels	12
2.1 Serviced office concepten	12
2.2 Trends en contractvormen serviced offices	13
2.3 Hotels	16
2.4 Trends en contractvormen hotels	17
2.5 Deelconclusie	18
3. Waardering serviced offices en hotels	19
3.1 Vastgoed- en bedrijfswaardering	19
3.2 Waarderingsmethoden	20
3.3 Accountancy waardering.....	23
3.4 Waarderingsmethoden hotels.....	24
3.4 Overeenkomsten en verschillen	25
3.5 Deelconclusie	25
4. Methodologie.....	27
4.1 Onderzoeksmethodiek	27
4.2 Bedrijfsanalyse	27
4.3 Interviews.....	28
4.4 Casestudy	30
4.5 Beperkingen onderzoek	30
5. Bedrijfsanalyse	31
5.1 Parameters serviced office operators	31
5.2 Parameters hotel operators	36
5.3 Parameters PropCo/OpCo's:	38
5.4 Deelconclusie	41
6. Uitwerking interviews.....	43

6.1 Uitkomsten interviews	43
6.2 Deelconclusie	45
7. Casestudy	48
7.1 Begrippenkader inputparameters	50
7.2 Resultaten en benchmark	53
7.3 Voorlopige conclusie	55
8. Conclusie	56
8.1 Beperkingen onderzoek	57
8.2 Aanbevelingen	57
8.3 Reflectie.....	57
Literatuurlijst.....	59
Bijlagen	65
Bijlage 1 - Waardering verschillende scenario's	66

1. Inleiding

“Buildings with the new model have lower sales prices and cap rates, suggesting investor concern over the issues which we have identified” (Wheaton, 2019).

1.1 Aanleiding

De flexibilisering van de kantorenmarkt is al jaren een trend en zowel kantorenbeleggers als serviced office operators spelen hierop in. In Nederland hebben onder andere vastgoedbeleggers Schroders en Angelo Gordon een belang in een serviced office operator verworven, zijnde respectievelijk Frame Offices (2018) en New Day (2019) en NSI is al sinds 2012 eigenaar van het HNK. Meer internationaal heeft Blackstone sinds 2017 een belang in The Office Group, waarmee de representativiteit van serviced office concepten onder vastgoedbeleggers wordt onderschreven. Steeds meer vastgoedbeleggers en maar ook internationale vastgoedadviseurs spreken vertrouwen uit in deze sector door zelf een concept op te starten, of een strategische samenwerking aan te gaan met een gevestigd merk.

In de afgelopen decennia hebben zich diverse flexibele kantooroplossingen ontwikkeld. Flexibel verwijst in dit geval naar zowel fysieke als financiële flexibiliteit in termen van huurprijzen en -termijnen, de schaalbaarheid van de gehuurde ruimte, en het gebruik van aanvullende diensten (Gibson & Lizieri, 2010). Het merendeel van deze ondernemingen heeft in de laatste twee decennia een aanzienlijke groei doorgemaakt (Harris 2015, Stec Groep, 2018). Dit is mede dankzij veranderend gebruik van vastgoed als product naar een dienst, in lijn met de sector overstijgende ‘as-a-service’ trend. Deze trend speelt al langer speelt in bijvoorbeeld de IT wereld, waarbij het draait om het ‘ontzorgen’ van de gebruiker. Mede door financiële crisis van 2008 en COVID-19 is Real Estate-as-a-service (REaas) in een stroomversnelling gekomen. Er was immers een toenemende behoefte aan adaptief huisvestingsbeleid, voor zowel MKB als corporates (Appel-Meulenbroek, 2019). Met serviced office concepten wordt steeds meer ingezet op een business model met ‘on-demand’ services en voorzieningen, welke kunnen worden gedefinieerd als serviced offices. Het doel voor de eigenaar is een hogere bezettingsgraad op lange termijn en/of meer huurinkomsten per vierkante meter. Huurders dienen daarbij bereid zijn om een hogere (part time) huur te betalen, om uiteindelijk goedkoper uit te zijn dan bij conventionele huur met tenminste een gelijkwaardige- of zelfs hogere arbeidsproductiviteit (Wheaton, 2019).

Als gevolg van deze snelle groei wordt de markt langzaam volwassen en wordt steeds meer bekend over het verdienmodel en de waardering. Serviced offices worden regelmatig gezien en beoordeeld als onderdeel van de beleggingscategorie vastgoed. De REaas trend leidt tot de vraag of nieuwe business modellen het traditionele beleggen gaan veranderen. Komt er meer aandacht voor de P&L in plaats van alleen de balans zoals Martijn Roordink, oprichter van Spaces zich hardop afvraagt. Mede als gevolg van faillissementen bij de drie grootste operators IWG, WeWork en Knotel, heerst in de markt onzekerheid over het business model en de waardering (CoStar, 2020, Forbes, 2020,). In het verleden werden locaties door partijen als IWG en WeWork vooral gehuurd van vastgoedeigenaren, maar veel huurcontracten worden geherstructureerd naar managementovereenkomsten of vroegtijdig beëindigd. Hierdoor leeft de opvatting dat het huurmodel onder druk staat en zijn eigenaren soms genoodzaakt om hierin mee te gaan. In de markt van serviced offices worden drie verschillende exploitatiemodellen onderscheiden (Cushman & Wakefield, 2020):

- Managementovereenkomst (met franchise als subvariant); ofwel een managementmodel waarbij een managementcontract wordt gesloten tussen de operator en de vastgoedeigenaar;

- Conventionele huurovereenkomst; het leasemodel waarbij een traditionele huurovereenkomst wordt gesloten tussen de operator en de vastgoedeigenaar;
- Eigendom van zowel het vastgoed (property company = PropCo), als de operatie (operating company = OpCo), binnen dezelfde entiteit of door middel van gescheiden entiteiten tussen het vastgoed en de operatie.

Ook voor nieuwe locaties is in de markt een verschuiving waarneembaar van huur naar management. Het is daarom te kort door de bocht om te stellen dat de verdien capaciteit van een operatie enkel locatie afhankelijk is. Zowel operators als uiteindelijk ook eigenaren hebben baat bij een houdbaar exploitatiemodel. De vraag rijst welke vorm van de bovengenoemde drie exploitatiemodellen tot de optimale waardering leidt, bij de som van de waarde van het vastgoed en de operatie (bedrijfswaarde).

1.2 Probleemstelling

De waarde bepaling van de serviced offices is geen eenvoudig vraagstuk doordat er sprake is van vastgoed- als bedrijfswaardering. Binnen Nederland lijkt nog geen volledige consensus te bestaan over hoe dit als geheel gewaardeerd moet worden. Dat blijkt onder andere uit het feit dat de grote internationale taxateurs hiervoor niet altijd dezelfde waarderingmethodiek hanteren. Door de verweving van het vastgoed en de operatie in de verdien capaciteit van een locatie, dient rekening te worden gehouden met kruislingse beïnvloeding in de waarde van beide onderdelen. De mate van beïnvloeding hangt mede samen met het gekozen exploitatiemodel, gezien dit bepalend is voor wijze waarop kasstromen toe te rekenen zijn aan respectievelijk de OpCo en de PropCo. Deze kasstromen vormen samen met de input- en outputparameters de basis voor de waardering. Door de beperkte transparantie en het korte bestaan van de serviced office markt zijn vergelijkbare transacties nauwelijks voorhanden. Dit maakt het niet eenvoudig om te bepalen welk exploitatiemodel leidt tot de hoogste waardering en de doeltreffendheid daarvan.

1.3 Doelstelling

Het doel van dit onderzoek is bijdragen aan inzicht over de waardering van een serviced office en consensus over hoe dit door toepassing van een bepaald exploitatiemodel zo optimaal mogelijk gestructureerd kan worden binnen een vastgoedbeleggingsfonds. Dit onderzoek is een aanvulling op de aanwezige kennis over de waardering van serviced offices en de implicaties van het toegepaste exploitatiemodel.

1.4 Onderzoeksvraag

De centrale onderzoeksvraag luidt:

Wat is het optimale exploitatiemodel voor de maximale waarde van een serviced office?

Deze vraag wordt beantwoord aan de hand van de volgende deelvragen:

- Wat verstaat de theorie onder serviced offices en welke diensten biedt een operator in deze sector?
- Wat is de invloed van de gebruikerstrends op het business model?
- Wat zijn de voor- en nadelen van de verschillende exploitatiemodellen van een service office?
- Hoe worden serviced offices internationaal gewaardeerd?
- Hoe worden andere 'real estate as-a-service' concepten zoals hotels gewaardeerd?
- Op welke wijze kan binnen de verschillende exploitatiemodellen onderscheid worden gemaakt tussen de vastgoedwaardering en bedrijfswaardering?

1.5 Relevantie

Er is eerder onderzoek gedaan naar de waardering van serviced offices in het algemeen, wat tot verschillende inzichten heeft geleid. Een van de onderzoeken op basis van transacties in Amsterdam

toont aan dat de aanwezigheid van flexibele kantoorruimte – binnen de bandbreedte 10-35% van het vvo – leidt tot een hogere kapitalisatiefactor (De Heus, 2019). Wheaton (2019), heeft op basis van Amerikaanse transacties in de periode 2016-2018 daarentegen vastgesteld dat naarmate het aandeel wat een OpCo huurt groter wordt, de kapitalisatiefactor bij verkopen lager ligt. Internationaal vastgoedadviseur JLL heeft in 2023 onderzocht dat in eerdere ‘downcycles’ het omslagpunt lag op gemiddeld 19%, waarbij een hoger aandeel leidde tot een lagere verkoopopbrengst maar ook andersom. Het resultaat uit een analyse van CBRE uit 2023 gaf een vergelijkbaar beeld gezien zij een omslagpunt zagen op 20%. In deze onderzoeken wordt echter geen onderscheid gemaakt in het exploitatiemodel. Eerder onderzoek van Zhai (2017) naar sec de waarde van de operator stelt dat het huurmodel voor de operator relatief de laagste waardering oplevert en het managementmodel leidt tot de hoogste waardering.

Wanneer gekeken wordt naar de waarderingmethode, zijn hierover nog verschillende opvattingen. Eén van de gebruikelijke taxatiemethoden om het vastgoed en de operatie separaat te waarderen betreft een split-yield taxatie op basis van een BAR/NAR-methode. Een alternatief is dat het vastgoed wordt gewaardeerd op basis van de kapitalisatiemethode in combinatie met ter controle de Discounted cashflow methode (DCF) en de exploitatie (bedrijfswaardering) met behulp van een DCF. Het eerder genoemde onderzoek van De Heus (2019) heeft de BAR-methode aangehouden in plaats van de DCF, omdat hiervoor minder inputvariabelen benodigd zijn, welke zoals eerder aangegeven schaars zijn. Daarnaast stelt De Heus (2019) dat vanwege het feit dat serviced offices in tegenstelling tot hotels een alternatieve aanwendbaarheid kennen, deze minder goed gekwalificeerd kunnen worden als exploitatiegebonden (bedrijfsmatig) vastgoed. Serviced offices kunnen tegen een vaak beperkte investering weer worden omgezet tot conventionele kantoren waar dit voor hotels lastiger is. Exploitatiegebonden vastgoed wordt gekenmerkt door het feit dat het gebouw volledig dienstbaar moet zijn aan de bedrijfsvoering, op basis van de aard of ligging (Van Arnhem et al., 2013). Hiervoor is de DCF de meest voor de hand liggende methode (Harris, 2001). Onderzoek van Heuving (2019) merkt de serviced office wel degelijk aan als exploitatiegebonden vastgoed, omdat deze met uitzondering van de alternatieve aanwendbaarheid voldoet aan de definitie van de literatuur. Dit onderzoek van Heuving, over de betrouwbaarheid van de DCF methode voor serviced offices als exploitatiegebonden vastgoed, leidt tot de conclusie dat er weinig vertrouwen aan deze methode ontleend kan worden door het gebrek aan data van serviced offices.

In dit onderzoek wordt getracht om nieuwe inzichten te bieden die bijdragen aan de selectie van een exploitatiemodel door de eigenaar van zowel het kantoorvastgoed als (een deel van) de operatie. Dit onderzoek kan daarbij waardevolle informatie opleveren over welke elementen daarbij van belang zijn. Door toepassing van de meest voor de hand liggende waarderingmethode(n), zonder daarbij te veel beperkt te worden door het ontbreken van voldoende data, wordt getracht een antwoord te geven op de centrale onderzoeksvraag. De hiervoor benodigde data worden binnen dit onderzoek handmatig (systematisch) verzameld. In de volgende paragraaf wordt hier verder op ingegaan.

1.6 Onderzoeksmethode en leeswijzer

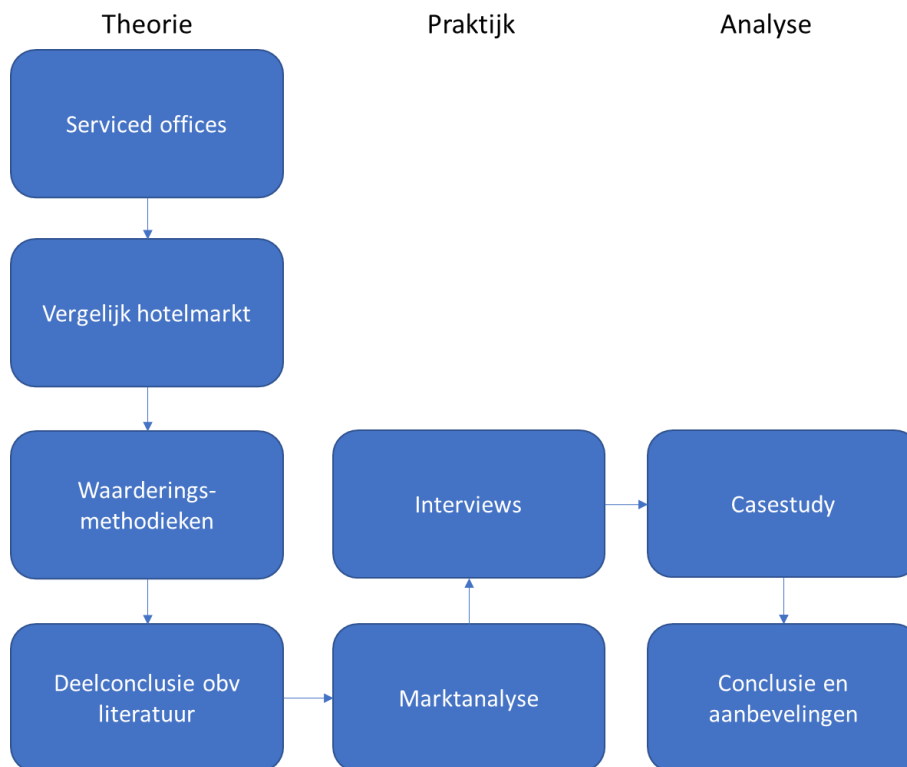
Over het onderwerp van dit onderzoek is relatief weinig literatuur beschikbaar en de data zijn beperkt. De centrale onderzoeksvraag is daarmee exploratief van aard en heeft de gehanteerde onderzoeksmethodiek een kwalitatief karakter. Dit type onderzoek kenmerkt zich door een klein aantal onderzoekseenheden (cases), waardoor meer diepte dan breedte wordt bereikt (Baarda et al., 2013). Er wordt een casestudy uitgevoerd op basis van een bedrijfsanalyse en interviews onder stakeholders. De stakeholders van een waardering zijn de eigenaar en de taxateur zelf en vaak is er ook een derde stakeholder, namelijk de financier (Verginis & Taylor, 2004). Daarom zijn vertegenwoordigers van alle drie de stakeholders geïnterviewd. Het gebruik van meerdere methoden draagt bij aan de

betrouwbaarheid van dit onderzoek (Verschuren & Doorewaard, 2015). Voor de empirische toetsing is zowel kwalitatieve informatie als (kwantitatieve) openbare data gebruikt.

Onderzoeksonwerp

Het onderzoek kent een TPA-structuur met de volgorde theorie, praktijk (Van Hoek-Gerritsen, 2015) en analyse en schematisch ziet het onderzoeksonwerp er als volgt uit:

Figuur 1



Eerst wordt aan de hand van de theorie in hoofdstuk 2 gespecificeerd wat men verstaat onder serviced offices en hoe de gebruikersmarkt kan worden gekenmerkt. In hoofdstuk 3 wordt ingegaan op de waarderingsmethoden van serviced offices en hoe deze zich verhouden tot de goed vergelijkbare hotelmarkt. Vervolgens worden in hoofdstuk 4 de onderzoeksmethoden nader toegelicht en worden de te onderzoeken variabelen geoperationaliseerd. Daarna volgt het empirische deel van het onderzoek, te weten de casestudy, waarin aan de hand van een bedrijfsanalyse wordt gekeken naar referenties voor de drie verschillende exploitatiemethoden (hoofdstuk 5). Voor een kruisvalidatie worden op basis van de resultaten uit de bedrijfsanalyse en de bevindingen uit het theoretisch kader interviews gehouden onder respondenten welke in de dagelijkse praktijk betrokken zijn bij dit onderwerp (hoofdstuk 6). In hoofdstuk 7 wordt de casestudy uitgewerkt en in het laatste hoofdstuk volgt de beantwoording van de centrale onderzoeksvraag met aanbevelingen en suggesties voor eventueel vervolgonderzoek.

1.7 Afbakening

De scope van dit onderzoek is gericht op de financiële impact van bepaalde exploitatiemodellen. Er wordt niet ingegaan op de juridische en fiscale gevolgen van de verschillende bijbehorende structuren en dit onderzoek beperkt zich derhalve tot de waardebeoordeling van een casus, uitgaande van in de praktijk gebruikelijke zakelijke verhoudingen tussen de PropCo en de Opco. Volgens de literatuur zit er bij waardebeoordeling een verschil in definitie van taxeren en waarderen (Van Arnhem et al., 2013). De International Valuation Standards Council, welke de taxatiestandaarden internationaal voorschrijft gebruikt deze definities door elkaar en daarom wordt in dit onderzoek ook geen onderscheid gemaakt.

Tot slot dient het onderzoek voor een strategische vraagstuk van de werkgever van de auteur en dient er bij de interpretatie rekening te worden gehouden dat het 'in-house' gericht is.

2. Definitie serviced offices versus hotels

“Real Estate-as-a-Service: From ‘product and space to ‘system and service’ (Deloitte, 2021)

Inleiding

Om de eerste onderzoeksvragen ‘Wat verstaat de theorie onder serviced offices en welke diensten biedt een operator in deze sector?’, ‘Wat is de invloed van de gebruikerstrends op het business model?’ en ‘Wat zijn de voor- en nadelen van de verschillende exploitatiemodellen?’ te beantwoorden, wordt in dit hoofdstuk ingegaan op de bestaande kennis en wetenschappelijk onderzoek van serviced offices, de relatie met de beleggingscategorie kantoorvastgoed en de andere service gerichte hotelmarkt. Er wordt eerst ingegaan op hoe de service gerichte concepten zijn ontstaan en waarom dit onderdeel uitmaakt van het business model ‘Real Estate as-a-Service’ (REaaS).

In de afgelopen decennia heeft de manier waarop mensen werken en bedrijven opereren aanzienlijke veranderingen ondergaan. Een opvallende ontwikkeling is de opkomst van flexibele kantoren, waar individuen en organisaties de mogelijkheid krijgen om werkruimtes te huren op basis van hun behoeften. Deze verschuiving heeft geleid tot een groeiende belangstelling voor flexibele kantoren, waarbij het begrijpen van de percepties en ervaringen van gebruikers essentieel is voor het optimaliseren van deze moderne werkruimtes. De COVID-19 pandemie is door de overheid opgelegde lockdowns in 2020 en 2021 een katalysator geweest voor de huidige ‘work from home’ trend (WFH), oftewel (digitaal) werken op afstand. Omdat de hotelmarkt bij uitstek kan worden gekwalificeerd als een ‘REaaS’ markt, wordt bij serviced offices, waar de verschuiving van een product- naar een dienstenbenadering pas van de laatste decennia is, regelmatig gesproken over de hotellisering van de kantorenmarkt. In dit hoofdstuk wordt daarom ook ingegaan op de overeenkomsten en verschillen in de exploitatiemodellen van deze twee sectoren.

2.1 Serviced office concepten

Oprichter Mark Dixon van IWG heeft het eerste Real Estate-as-a-Service concept Regus gelanceerd in 1989 voor mensen die veel reisden voor werk en/of regelmatig werkten op afstand. De eerste significante groei werd waargenomen in de jaren '90 (Bröchner, 2004). Door verschillen tussen generaties veranderen de behoeften naar kantoorgebruik door de jaren heen (Joy & Haynes, 2011). Traditioneel wordt vastgoed beschouwd als een fysiek product, opgedeeld in verhuurbare eenheden maar de opkomst van het concept REaaS markeert een verschuiving naar een klantgerichte benadering door eigenaren en bemiddelaars. Dit concept omvat het aanbieden van ruimtes met op maat gemaakte voorzieningen die flexibiliteit, gebruiksgemak, schaalbaarheid en een gevoel van gemeenschap bieden. Het draait hierbij om een fundamentele verandering van de traditionele kijk op vastgoed naar een focus op serviceverlening. De kwaliteit en omvang van deze diensten worden zo een cruciale factor in het realiseren en slagen van een gebruiksovereenkomst, in plaats van alleen het fysieke ruimteaanbod (Appel-Meulenbroek, 2019, Brinko et al., 2015).

Er zijn in de afgelopen jaren veel verschillende kantoorconcepten ontstaan, waarvan velen in de basis gericht op flexibiliteit. Hiermee wordt zowel fysieke als financiële flexibiliteit bedoeld in relatie tot de huurprijs- en termijn, de gehuurde oppervlakte (schaalbaarheid). Daarbij liggen huurprijzen van korte termijn contracten vaak hoger dan bij langere termijnen, waarbij contracten korter dan 3 jaar doorgaans worden gezien als korte termijn flexibel en contracten van 3 jaar en langer als lange termijn ‘conventioneel’. Serviced office concepten bieden daarnaast vaak additionele services en voorzieningen tegen betaling, welke via servicekosten of directe betalingen worden verrekend (Gibson & Lizieri, 2010). Deze additionele inkomsten worden doorgaans net als de inkomsten uit de

kantoorruimte geschaard onder de ‘flexibele huurinkomsten’, gezien hiervoor in de regel korte termijnverplichtingen gelden.

Het aantal concepten is vooral in de laatste decennia significant gegroeid (Harris, 2015, Stec Groep, 2018). Alleen al in Nederland zijn meer dan 125 verschillende formules (Vastgoedjournaal, 2020) en wereldwijd zijn er meer dan 1.000 (JLL, 2023). Omdat deze markt pas in het afgelopen decennium volwassen is geworden, is er nog relatief weinig wetenschappelijk onderzoek gedaan over dit onderwerp. In de literatuur (Gibson & Lizieri, 2010, Weijs-Perrée et al., 2016;) worden op hoofdlijnen de volgende vier kantoorconcepten onderscheiden, waarbij rekening dient te worden gehouden met het feit dat de verschillende concepten onderling overlappend kunnen zijn, hierdoor is ook een combinatie van de concepten mogelijk:

- Reguliere business centers: vaak relatief kleine kantoorunits met flexibele contracten, gedeelde receptie, vergaderruimte en additionele diensten tegen betaling met in de basis een laag service level.
- Serviced offices: de belangrijkste kenmerken hiervan zijn gedeelde faciliteiten waaronder food & beverage (F&B), een vergadercentrum en professioneel management van slimme technologie in de kantooromgeving. Voorbeelden hiervan zijn sensoren voor klimaatbeheersing en gebruik van smartphone toepassingen voor bijvoorbeeld toegangscontrole en het eenvoudig online boeken van diensten. De serviced office is er vooral op gericht dat de gebruikers zich kunnen focussen op hun ‘core business’ en in mindere mate gericht op samenwerken en netwerken tussen huurders onderling.
- Co-working spaces: Deze concepten hebben veel gemeen met serviced offices, alleen wordt deze meer gekenmerkt door één grote gedeelde (fysieke) werkomgeving die bij uitstek geschikt is voor bijvoorbeeld ZZP’ers en projectteams. Een van de grootste concepten wereldwijd is WeWork. Zij zijn nog meer dan de gemiddelde serviced office gericht op ontmoeten en vaak wordt er daarom ook extra aandacht besteed aan het creëren van een ‘community’. De gemiddelde looptijd van huurcontracten, vaak ‘memberships’ genoemd, is hierbij doorgaans korter dan bij serviced offices.
- Incubators: Deze concepten zijn vooral gericht op start-ups waarbij een specifiek netwerk wordt geboden om bij te dragen aan groei. Een goed voorbeeld hiervan is B. Amsterdam.

Dit onderzoek richt zich op de serviced offices en de daaraan verwante co-working spaces en daarom wordt de term ‘serviced offices’ aangehouden.

2.2 Trends en contractvormen serviced offices

Het traditionele business model van vastgoed in het algemeen ondergaat een fundamentele verandering. Na decennia van massaproductie en digitalisering, bevindt de mensheid zich met de opkomst van technologieën zoals apps, big-data, Internet of Things (IOT) en cloud computing aan de voorkant van de vierde industriële revolutie (World Economic Forum, 2016). Veel vastgoed is op dit moment alleen nog voorzien van nutsvoorzieningen met daarbij behorende systemen. In steeds meer gebouwen is door gebruik van sensoren als IOT toepassing, automatische verlichting en klimaatbeheersing mogelijk (Appel-Meulenbroek, 2019). Deze sensoren leveren tegelijk enorme hoeveelheden data over het gebruik en bezetting van kantoren. Mede door machine learning is meer dan 90% van de wereldwijd beschikbare data in de afgelopen jaren gegenereerd (PropTech, 2020). Daardoor zijn ook steeds meer big-data beschikbaar over vastgoed, die bijdragen aan de disruptie van de relatief intransparante vastgoedmarkt.

In combinatie met veranderende gedragingen en behoeften van gebruikers worden zowel vastgoedeigenaren als gebruikers gedwongen tot het heruitvinden van business modellen. Het veelgebruikte mantra ‘locatie, locatie, locatie’ verandert langzaam maar zeker naar ‘locatie, inspiratie en ervaringen’ (Deloitte, 2021). Door de opkomst van de deeleconomie is de behoefte ontstaan aan een werkomgeving met flexibiliteit en daaraan ondersteunende technologie. Owyang (2013) omschrijft

dit als volgt: “an economic model where ownership and access are shared between corporations, startups, and people”. Vastgoed is daardoor steeds meer een dienst in plaats van een product, waardoor beleggen in vastgoed en het leveren van diensten steeds dichterbij elkaar komen. In de literatuur wordt deze nieuwe vorm van dienstverlening vaak vergeleken met een hoteloperatie (Wheaton, 2019). Anno 2023 is het aandeel serviced offices ‘slechts’ 2% van de totale kantorenvorraad (CBRE, 2023). Diverse internationale vastgoedadviseurs verwachten een significante toename hiervan tot wel 30% (JLL, 2023, CBRE, 2023).

Veranderend gebruik

In de afgelopen jaren – en al helemaal sinds de Covid-19 pandemie – is de kantorenmarkt onderhevig aan de nodige trends, waarbij bedrijven vooral worstelen met de gevolgen van het hybride werken. Een mooi voorbeeld hiervan is dat het bedrijf Zoom Video Communications, groot geworden met videoconferentie diensten dankzij de WFH trend in deze pandemie, haar medewerkers post-Covid heeft aangespoord om vaker naar kantoor te komen (Financiële Dagblad, 2023). IWG en WeWork, twee van de drie grootste spelers wereldwijd, geven in hun jaarverslag van 2022 aan dat de pandemie heeft geleid tot meer behoefte aan flexibel werken en bedrijven meer vraag hebben naar kortlopende contracten. De trend van meer flexibel werken blijkt ook uit onderzoeken van internationale vastgoedadviseurs als JLL (2022) en CBRE (2022). In het onderzoek van JLL in 2022 onder ruim 1.000 respondenten wereldwijd gaf 44% aan dat werken op afstand een blijvende consequentie is van Covid, waar dit in 2020 aan het begin van de pandemie nog 29% betrof. In het onderzoek van CBRE onder ruim 100 corporate bedrijven in Europa is dit aandeel 63% en verwachten gebruikers dat binnen 2 jaar tenminste 10% van hun portfolio zal bestaan uit flexibele kantoorruimte. Afgezet tegen het flexibele aandeel van de huidige kantorenvorraad van 2% lijkt dit aanzienlijk.

Omdat medewerkers als gevolg van de WFH trend significant minder naar kantoor komen zijn bedrijven genoodzaakt om de huisvestingsstrategie te herzien. Veel bedrijven hebben zowel voor- als tijdens de pandemie ontdekt dat in onzekere tijden, flexibiliteit in de door hen gehuurde kantoren cruciaal kan zijn. Dit zorgt er mede voor dat bedrijven naast een langjarig contract steeds vaker voor een hybride vorm kiezen met flexibele kantoorruimte als een zogenaamde flexibele schil, om zo te kunnen opschalen en afschalen (Dabson & McAllister, 2014, JLL, 2023). Deze ruimte wordt bijvoorbeeld gebruikt voor (tijdelijke) projectteams, voor dagelijkse ‘overflow’ ruimte of om geleidelijk nieuwe regiokantoren te openen. Door het uitbesteden van diensten van gebruikers aan serviced office operators worden risico’s gedeeltelijk verlegd naar de operator en zijn bedrijven bereid om daarvoor een variabele- in plaats van een vaste prijs te betalen (Dabson & McAllister, 2014).

Impact accountancy

De vraag naar kortlopende contracten wordt beïnvloed door sinds 1 januari 2019 ingevoerde IFRS 16 regelgeving, waarbij alle huurverplichtingen groter dan vijfduizend euro en termijnen langer dan twaalf maanden verplicht moeten worden opgenomen op de balans (IFRS, 2023a, PWC, 2016). De IFRS (International Financial Reporting Standards) Foundation biedt een wereldwijde standaard voor verslaggeving van bedrijven. Veel internationale, beursgenoteerde maar ook niet-beursgenoteerde bedrijven rapporteren conform de IFRS regelgeving, waardoor dit de vraag naar kortere contracten zou kunnen versterken. Daarnaast hebben gebruikers bij de investering in de inrichting van het kantoor te maken met de benodigde afschrijving van deze investering. Omdat dit in een relatief korte periode niet aantrekkelijk is, kiezen bedrijven in dat geval vaker voor turn-key opties van serviced offices (JLL, 2023).

Deze veranderende behoeften van gebruikers zorgen ervoor dat er is geen ‘one-size-fits-all’ oplossing is. Dit verklaart mede de grote verscheidenheid aan serviced office operators, operator modellen/contractvormen en verschillende segmenten daarbinnen, op een vergelijkbare manier zoals in de hotelmarkt met een ranking van basic tot en met vijfsterrenhotels.

Exploitatiemodel

Er zijn verschillende exploitatiemodellen en daarmee gepaarde gaan structuren mogelijk. De drie meest voorkomende modellen zijn (Cushman & Wakefield, 2020):

- Managementovereenkomst (met franchise als subvariant);
- Conventionele huurovereenkomst ofwel het leasemodel;
- Volledig eigendom van PropCo en OpCo, al dan niet binnen één entiteit,

De verschillende kenmerken op het gebied van onder andere de structuur, inkomsten, vereiste investeringen en de mate invloed op bedrijfsvoering worden hieronder weergegeven.

Tabel 1

Exploitatiemodel	Managementovereenkomst	Huurovereenkomst	PropCo/OpCo
Structuur	Management- of franchise contract tussen OpCo en PropCo	Huurcontract tussen OpCo en PropCo	Opco/PropCo één entiteit of onder dezelfde moedermaatschappij
Contracttermijn	10 jaar met breakopties PropCo	10-20 jaar	N.v.t.
Aard van inkomsten	Basis: huur uit kantoor-, parkeren, opslag etc. Additioneel: Vergoeding voor vergaderen, F&B, co-working, events, ICT en andere diensten.	Idem	Idem
Inkomstenverdeling	5-10% management fee over huurinkomsten + premium (meestal basis fee i.c.m. performance fee), restant PropCo	OpCo betaalt enkel conventionele huurprijs aan PropCo en OpCo krijgt 100% inkomsten uit operatie.	Conventionele huurprijs + premium voor de eigenaar
Inkomstenzekerheid	Volatiel, groot aandeel upside voor PropCo	Stabiel, geen upside PropCo. Default risico OpCo; vaak een special- purpose vehicle (SVP), soms gedekt door concerngarantie	Volatiel, volledige upside voor eigenaar
Investering FF&E	Grotendeels voor PropCo en klein deel OpCo vaak m.b.v. lening van PropCo	Grotendeels voor OpCo, vaak klein deel bijdrage PropCo	Volledig voor eigenaar
Incentives	Geen. Eventueel terugbetaling lening OpCo aan PropCo	Lange huurvrije perioden bij aanvang gebruikelijk.	N.v.t.
Waarde vastgoed	Doorgaans een premium bij aandeel flex in gebouw van max. 20-30%	Gelijk aan contract met reguliere huurder (uitgaande van vergelijkbare solvabiliteit etc.)	Doorgaans een premium bij aandeel flex in gebouw van max. 20-30%

Transparantie	Open inkomsten/uitgaven, maar verschillende belangen	Beperkt transparant	Volledig transparant
Invloed service/kwaliteit	Beperkte invloed	Geen invloed	Volledige controle
Branding	Investering voor OpCo. Kans profiteren van bestaand merk, beperkte branding nodig vanuit PropCo	Investering voor OpCo. Kans profiteren van bestaand merk, geen branding vereist voor PropCo	Investering voor eigenaar
Benodigde ervaring met operatie	Expertise van operator	Expertise van operator	Interne expertise benodigd en vereist ander DNA/cultuur dan PropCo

Bron: Cushman & Wakefield, 2020 | JLL, 2023 | CBRE, 2023 (eigen bewerking auteur)

De verschillende structuren en contractvormen kennen diverse voor- en nadelen voor zowel de PropCo als de operator. Iedere vorm kent eigen consequenties voor de investerings- en exploitatierisico's en het kapitaalbeslag. In de laatste jaren is een verschuiving waarneembaar van traditionele huurcontracten naar managementovereenkomsten (CBRE, 2023). Een van de voornaamste redenen is de discrepantie tussen langjarige huurverplichtingen van de OpCo aan PropCo in relatie tot korte termijn inkomsten van flexibele huurcontracten. Mede hierdoor zijn operators in het verleden in liquiditeitsproblemen gekomen of failliet gegaan. Een bekend voorbeeld hiervan WeWork, de op één na grootste OpCo van de wereld welke surseance van betaling heeft aangevraagd voor de locaties in Amerika. Het gevolg is dat zij genoodzaakt zijn om huurcontracten vroegtijdig te beëindigen of deze om te zetten in managementovereenkomsten. Een ander voorbeeld is de grootste operator IWG, waarvan twee vestigingen in Utrecht (Spaces) en Eindhoven (Regus) in 2020 failliet zijn verklaard en voor alle vestigingen in Amerika werd faillissementbescherming aangevraagd, onder andere door de gevolgen voor de kantoorbezetting van COVID-19 (Costar, 2020). In 2003 heeft Regus al eerder faillissementbescherming aan moeten vragen voor al haar Amerikaanse vestigingen, als gevolg van de economische downturn van de internetbubbel (SEC, 2003). Als reactie hierop heeft Regus de organisatie en huurcontracten geherstructureerd (BBC, 2003). Desondanks heeft dit de liquiditeitsproblemen bij de downturn in 2020 niet kunnen voorkomen.

Mede hierdoor zijn PropCo's de laatste jaren eerder geneigd om te kijken naar andere structuren met managementcontracten zoals al decennia gebruikelijk is bij hotels (JLL, 2023) of het zelf te doen door een eigen concept op te richten of een belang te nemen in een bestaande operator. Interessant is om te bekijken of hotels in het verleden een vergelijkbare wending hebben gekend en welke contractvorm bij hotels het meeste voorkomt, gezien deze markt langer als volwassen kan worden beschouwd en meer up- en downcycles heeft doorlopen.

2.3 Hotels

Om een goede vergelijking te kunnen maken met de serviced office markt wordt kort ingegaan op de aard en het ontstaan van de hotelmarkt. Dit om een verklaring te vinden voor het feit dat de hotelmarkt op het gebied van dienstverlening veel meer als een gevestigde sector wordt gezien en waarom men regelmatig spreekt over de 'hotellisering' van de kantorenmarkt.

Ontstaan van hotels

De huidige hotels en motels zijn de door de eeuwen heen geëvolueerde versies van eenpersoons logeerkamers, wat is ontstaan in reguliere woningen circa 1.000 jaar voor Christus. Het voert voor dit onderzoek te ver om in te gaan op de volledige historie van de hotelmarkt. De grootste hedendaagse hotelketens kennen hun oorsprong voornamelijk uit Amerika en Europa. In Amerika heeft de economische voorspoed in de jaren '20 van de vorige eeuw ervoor gezorgd dat de hotelmarkt floreerde en veel nieuwe hotels werden bijgebouwd. Onder andere twee van de wereldwijd meest bekende hotelimperiums, Hilton en Marriott International, zijn in die tijd ontstaan, waarbij naast hotelkamers ook al diverse faciliteiten werden geboden. De eerste moderne hotels in Europa zijn opgericht na de tweede wereldoorlog in de jaren 50, waarbij in eerste instantie woningen werden getransformeerd naar hotels (Rushmore et al., 2012). Het Spaanse Meliá hotels, één van de huidige top 10 hotelketens wereldwijd, is in die tijd ook opgericht. De sterke toename van het toerisme in de jaren '80 en '90 heeft bijgedragen aan de groei van nationale en internationale hotelketens, mede dankzij veel overnames en fusies. Sindsdien zijn de hotelketens ook gaan diversifiëren van laag tot hoog segment met bijbehorende merken, om beter in te kunnen spelen op specifieke behoeften van gebruikers. Door de hiermee gepaard gaande herallocatie van kapitaal en meer omvangrijke transacties zijn sindsdien meer hotel gerichte taxatiemethoden ontstaan (Harris, 2001).

Hotelbranchering

Hotels genereren in de basis opbrengsten door de verhuur van hotelkamers, food and beverages (F&B) en 'on-site' services zoals spa-gerelateerde zaken (Routledge, 2016). Er zijn verschillende soorten hotels, waaronder vijfsterrenhotels, landelijke hotels, midden-markthotels, stadshotels, vliegveldhotels, budgethotels en appartementenhotels (Harper, 2007). De sterren classificatie is niet overall in de wereld exact gelijk maar de Koninklijke Horeca Nederland houdt bijvoorbeeld rekening met de Europese Hotel Classificatie (Koninklijke Horeca Nederland, 2023) en daarbij moet aan bepaalde basiseisen worden voldaan. Een hotel met uitgangspunt vanaf drie sterren biedt naast hotelkamers, ten minste een lounge, receptie en F&B. Voor dit onderzoek worden deze midden-markthotels vanaf drie tot vijf sterren aangehouden als vergelijk met serviced offices, waarbinnen ook diverse segmenten worden geboden en er vrijwel altijd sprake is van vergelijkbare diensten en voorzieningen. Zo is de algemene ruimte van een service office vergelijkbaar met de lounge van een hotel met receptie ('bemenst' of digitaal) en een F&B voorziening zoals een koffiebar en/of restaurant. Hotels bieden net als serviced offices regelmatig vergaderruimten tegen betaling aan.

2.4 Trends en contractvormen hotels

In de hotelmarkt zijn dezelfde exploitatiemodellen gebruikelijk als bij serviced offices, waaronder managementovereenkomsten, met franchise als variant hierop, het huurmodel of volledig eigendom van zowel de operatie als het vastgoed. In de management contracten wordt vastgelegd dat hotelketens verantwoordelijk zijn voor de dagelijkse operatie in ruil voor een management fee. In geval van franchise ligt de operatie bij een derde partij en krijgt de hotelketen een vooraf afgesproken percentage van de omzet (Routledge, 2016). Het (financieel) management en de merkidentiteit worden daarbij geleverd door het franchisemerk. Bij huur is het vastgoedeigendom gescheiden van de entiteit die verantwoordelijk is voor de dagelijkse hoteloperatie. De eigenaar van het vastgoed verhuurt in dat geval het hotelgebouw aan de exploitant van het hotel waarbij langjarige vaste contracten van 20 tot 30 jaar gebruikelijk zijn (Bakker, 2020).

In de afgelopen decennia is een trend waarneembaar waarbij steeds meer institutionele investeerders en private equity beleggen in hotelvastgoed (HVS, 2023). In Nederland waren in het eerste halfjaar van 2023 in totaal 12 hoteltransacties, bestaande uit enkel vastgoedtransacties en zonder de exploitatie (Colliers, 2023). Omdat beleggers investeren in verschillende beleggingscategorieën, waarbij het van belang is om een zo nauwkeurig mogelijk inschatting te hebben van de bijbehorende risicoprofielen,

streven dergelijke investeerders ernaar om het vastgoedeigendom te scheiden van de operatie (CBS, 2023). Dit wordt in de hotelmarkt ook wel separate ownership genoemd en betekent dat verschillende entiteiten eigenaar zijn van verschillende delen of functies van hetzelfde hotel, zoals het vastgoed, de hotelmanagementdiensten en soms zelfs de separate exploitatie waardoor er sprake is van driepartijen overeenkomsten. Als gevolg van deze trend hebben vastgoedeigenaren ook meer kennis ontwikkeld over de hotelexploitatie en zijn zij selectiever geworden bij de keuze van de exploitant alsook in de onderhandeling van de contractvoorwaarden (HVS, 2023). Het concept van separate ownership wordt ook vaak gebruikt om de expertise en verantwoordelijkheden van verschillende spelers in de hotelmarkt te optimaliseren. In de hotelmarkt heeft men gezien dat dit model van twee of drie partijen voordelen kan bieden. In de hotelmarkt heeft men in al die jaren geleerd dat partijen in een dergelijke situatie duidelijke afspraken moeten maken om een soepele samenwerking te waarborgen en vooral om ervoor te zorgen dat de belangen van alle partijen worden gerespecteerd (Rushmore et al., 2012).

Een andere strategie, welke veel door Marriott wordt toegepast, is om het vastgoed van een hotel te ontwikkelen of aan te kopen, vervolgens het management model te implementeren en uiteindelijk het vastgoed te verkopen aan een investeerder of een joint venture. Zij behouden daarbij de controle door middel van een langjarig managementcontract (Rushmore et al., 2012) en reduceren hiermee het kapitaalbeslag en creëren hiermee schaalvoordelen. Tijdens de economische recessie van 1990 zijn zowel de franchise- als managementcontracten in een stroomversnelling gekomen omdat hotelketens in hun groei werden beperkt vanwege het kapitaalintensieve karakter van vastgoed, waarbij financiers door de hoge rentestand van dat moment relatief ongunstig was. Daarnaast hadden hotels moeite om het eigendom van de hand te doen in een illiquide markt. Ketens zoals Marriott hebben in die tijd kunnen profiteren doordat zij relatief gemakkelijker konden groeien. Zij waren met het managementmodel minder van kapitaal afhankelijk (JLL, 2020). In de hotelmarkt was in 2016 meer dan 50% onderdeel van een merk (Routledge, 2016).

2.5 Deelconclusie

De hotelmarkt in de huidige vorm bestaat al circa 70 jaar en heeft ten opzichte van de relatief jonge serviced office markt al meer economische downturns meegemaakt, met diverse marktverschuivingen als gevolg. Naast de discrepantie tussen langjarige huurverplichtingen van de OpCo aan PropCo in relatie tot korte termijn inkomsten van flexibele huurcontracten zijn, gebaseerd op voorbeelden uit de hotelmarkt, ook andere verklaringen te vinden voor strategische wendingen in de serviced office markt. De huidige relatief hoge rentestand (ten opzichte van afgelopen jaren), de wereldwijd beperkte economische groei en recente faillissement verklaren onder andere waarom er binnen de serviced office markt een vergelijkbare (kapitaalgedreven) verschuiving waarneembaar is van huurcontracten naar managementovereenkomsten. Hiermee verschuift een deel van de investering in de inrichting van de OpCo naar de PropCo en wordt het exploitatierisico meer gedeeld. Tot slot spelen factoren als de mate van invloed op de kwaliteit van dienstverlening, duurzaamheid en merkbeleving een grote rol in de structuur. Niettemin kunnen deze factoren doorslaggevend zijn in het succes van een concept om in te spelen op de hedendaagse behoeften van kantoorgebruikers.

De verschuivingen in contractvormen hebben veel invloed op de kapitaalvereisten en de verdien capaciteit van de onderneming, welke belangrijke factoren zijn in de (bedrijfs)waardering. In het gebruik – en daarmee de voornaamste inkomstenbronnen – zijn veel gemeenschappelijke kenmerken waarneembaar tussen de twee sectoren, wat zich ook heeft vertaald in de vergelijkbare wijze waarop deze bedrijven doorgaans zijn gestructureerd. Er kan voorlopig geconcludeerd worden dat de serviced office markt steeds meer naar de hotelmarkt toe beweegt. In het volgende hoofdstuk wordt bekeken of serviced offices en achterliggende bedrijven ook op vergelijkbare wijze worden gewaardeerd als hotels, in termen van vastgoedtaxaties en/of bedrijfswaardering en welke rol de structurering hierin speelt.

3. Waardering serviced offices en hotels

Inleiding

Omdat een aantal significante serviced office eigenaren beursgenoteerd zijn en daardoor verplicht zijn openbaar informatie te verschaffen over waarderingen, wordt in dit hoofdstuk gekeken naar de waarderingmethoden van deze beursgenoteerde bedrijven en welke rol accountancy regelgeving hierin speelt. Van de niet-beursgenoteerde bedrijven is nauwelijks informatie openbaar, wat aansluit bij het algemene beeld van de beperkt transparante vastgoedmarkt (Van Gool et al., 2020). In het vorige hoofdstuk zijn de drie meest gangbare exploitatiemodellen binnen serviced offices en hotels behandeld. Om te kunnen analyseren welke structuur de hoogste waarde oplevert worden in dit hoofdstuk de meest gangbare waarderingmethoden van serviced offices behandeld. Om te bekijken of hotels naast vergelijkbare karakteristieken ook op vergelijkbare wijze worden gewaardeerd, wordt in de laatste paragraaf ingegaan op de waardering van de hotelmarkt. Zoals in het vorige hoofdstuk naar voren komt zijn in de jaren '80 en '90 ten opzichte van traditionele vastgoedtaxaties, de meer hotel specifieke taxatiemethoden ontstaan, omdat er op dat moment veel verschuiving van kapitaal plaatsvond binnen de hotelmarkt. Daarom is het interessant om te bekijken hoe serviced office operators worden gewaardeerd, te meer omdat hier ook een verschuiving waarneembaar lijkt van het traditionele leasemodel naar het management- of PropCo/OpCo-model.

3.1 Vastgoed- en bedrijfswaardering

In deze paragraaf wordt ingegaan op de waardering van kantorenvastgoed en de samenhang met bedrijfswaardering van de eigenaar van het vastgoed, vaak aangeduid als business valuation. De separate waardering van de operatie van een serviced office – mits hierin onderscheid in is te maken – valt sec onder bedrijfswaardering.

Allereerst wordt gekeken naar vastgoedwaardering, waarbinnen de categorie kantorenvastgoed valt en welke vervolgens is onder te verdelen in de subcategorieën kantoren – met enkel conventionele huurovereenkomsten – en kantoren waarvan een significant deel van de inkomsten komt uit flexibele contracten en services; tenminste 10% van het verhuurbaar vloer oppervlak (vvo). Bij de waardering van sec een serviced office operator is sprake van een bedrijfswaardering.

Vastgoedbeleggen

Er zijn veel typen beleggers en beleggingsproducten te onderscheiden. Een van de redenen om te kiezen voor vastgoed is omdat het wordt gekenmerkt door een relatief goed voorspelbaar rendement, ten opzichte van andere producten zoals aandelen en obligaties welke sterk onderhevig zijn aan koersschommelingen. Daarnaast is een bekend kenmerk van vastgoed dat het minder liquide is, omdat een kooptransactie relatief complex is. De invloed van financiering op het rendement wordt daarbij vaak onderschat (Van Gool et al., 2020). Een alternatief hiervoor is beleggen in indirect vastgoed, via zowel beursgenoteerde als niet beursgenoteerde fondsen. Daarbij is beursgenoteerd vastgoed relatief het meest toegankelijk doordat betrekkelijk eenvoudig in- en uit kan worden gestapt. Bij niet beursgenoteerd vastgoed is men voor de kapitaalruygave bijvoorbeeld mede afhankelijk van de beleggingshorizon van het fonds (Berkhout et al., 2018).

Voor de waardering van zowel vastgoed als bedrijven is het rendement en resultaat leidend. Dit is doorgaans te herleiden uit de jaarrekening, waarbij de waarde van de activa (bezittingen) en passiva (schulden en eigen vermogen) op de balans, de basis vormen waarover rendementen worden berekend (Van Gool et al., 2020). Het grootste deel van de bezittingen van een vastgoedbelegger bestaat uit de marktwaarde van het vastgoed. Deze wordt als volgt gedefinieerd:

“Het geschatte bedrag waartegen een object of recht c.q. verplichting zou worden overgedragen op de waardepeildatum tussen een bereidwillige koper en een bereidwillige verkoper in een zakelijke transactie, na behoorlijke marketing en waarbij de partijen zouden hebben gehandeld met kennis van zaken, prudent en niet onder dwang” (RICS, 2019).

In geval van beursgenoteerd vastgoed is de marktwaarde van het vastgoed in de portefeuille leidend voor de bepaling van de bedrijfswaarde. Deze wordt ook wel de Gross Asset Value (GAV) genoemd. Het verschil tussen de bezittingen en de schulden wordt het eigen vermogen genoemd, ofwel de Net Asset Value (NAV). Op deze wijze vormt de vastgoedwaarde om tot de NAV te komen, de basis voor de waardering van een (beursgenoteerd) bedrijf. Daarmee bestaat er een direct verband tussen vastgoed- en bedrijfswaardering.

Prijs versus waarde

De literatuur beschrijft een verschil tussen de begrippen prijs en waarde, namelijk de prijs verwijst naar het concrete bedrag dat wordt betaald, terwijl waarde het belang van een asset aanduidt zowel in bezit als in ruilwaarde. Alleen in een markt gekenmerkt door volledige mededinging zal de prijs overeenkomen met de werkelijke waarde van een asset (Van Arnhem et al., 2013). De vastgoedmarkt wordt over het algemeen echter gezien als een imperfecte markt, waarbij geen sprake is van volledige concurrentie, en de prijs die investeerders bereid zijn om te betalen is grotendeels afhankelijk van de huidige verdien capaciteit van de asset en de (subjectieve) winstverwachting uit toekomstige investeringen (Brealey, 2019).

Value versus worth

Vervolgens is het in de waardebepaling van vastgoed- en bedrijven van belang om onderscheid te maken tussen de begrippen ‘worth’ en ‘value’ (Van Arnhem et al., 2013). De worth is de waarde die de eigenaar er op dat moment zelf aan toekent en wordt waarden genoemd. De value betreft de marktwaarde, zijnde zoals eerder toegelicht de prijs die op een zeker moment in de markt zou worden betaald, en het bepalen van deze marktwaarde wordt taxeren wordt genoemd (Vis, 2013). De ‘worth’ ook wel de beleggingswaarde genoemd, is afhankelijk van de rendementsvereisten van die specifieke investeerder. Doorgaans zijn deze wel gebaseerd op in de markt gangbare rendementen, maar door het subjectieve element kan deze afwijken van de marktwaarde (Van Gool et al., 2020). Binnen dit onderzoek wordt gekeken naar de waarderingsmethoden om te komen tot de ‘worth’ oftewel de beleggingswaarde, omdat de nadruk van dit onderzoek meer ligt op beleggingswaarde van de exploitatie van de serviced office dan op de value oftewel de marktwaarde bij verkoop.

3.2 Waarderingsmethoden

In de literatuur (McAllister, 2001, Egan, 1996) komt naar voren dat in zowel de serviced office als hotelsector, ervan uitgaande dat het eigendom van vastgoed en de exploitatie van dezelfde eigenaar zijn, over twee primaire activa beschikken: het fysieke vastgoed (materieel) en de niet-fysieke (immateriële) bedrijfsactiva, die ondanks dat deze met elkaar verbonden zijn, toch afzonderlijk zijn. Voor een accurate beoordeling van deze belangen dienen taxateurs separate bedrijfs- en vastgoedwaarderingen uit te voeren, gezien de inkomsten uit dienstverlening andere factoren en risicoprofielen kennen in vergelijking tot de traditionele inkomsten uit vastgoed. Egan (1996) heeft op basis van onderzoek in de hotelmarkt vastgesteld dat wanneer dit niet gebeurt, een ‘underperforming’ exploitatie de waarde van het vastgoed negatief kan beïnvloeden of dat in geval van een significante waarde van de exploitatie, deze onterecht worden toegeschreven aan het vastgoed. Het kan echter lastig zijn om de inkomsten, welke enerzijds zijn toe te rekenen aan het vastgoed en anderzijds aan de exploitatie van elkaar te onderscheiden (McAllister, 2001). Naast de immateriële activa waaronder personeel, het merk en het klantenbestand bestaat een significant component van de materiele activa naast vastgoed uit ‘fixtures, furniture & equipment’ (FF&E) oftewel de inrichting en meubilair.

Regelmatig zijn deze materiele activa onmisbaar voor de exploitatie van de operator (RICS, 2019) en dienen deze in de waardering in ogenschouw te worden genomen.

In de taxatieleer van commercieel vastgoed waaronder kantoren, is er over het algemeen (wereldwijd) consensus over de volgende drie verschillende waarderingmethoden:

- inkomstenbenaderingsmethode;
- comperatieve benadering;
- kostenbenadering.

Deze drie benaderingen worden onderschreven in het 'Red Book Global' (2020), een gezamenlijke uitgave van het Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS), waarin de International Valuation Standards (IVS) van de gelijknamige Council (IVSC) zijn geïntegreerd. RICS is een internationale beroepsvereniging die zich richt op het bevorderen en handhaven van normen binnen de vastgoed- en bouwsector en IVSC is een onafhankelijke non-profitorganisatie die internationale normen vaststelt voor waardebeoordelingen van bezittingen en schulden van bedrijven, waaronder deelnemingen, vastgoed, kapitaalgoederen etc. Bij de waardering van aandelen en bedrijven vormen deze drie waarderingmethoden eveneens de basis (IVSC, 2022)

Inkomstenbenadering

De inkomstenbenaderingsmethode wordt internationaal het meest geschikt geacht voor zowel serviced offices (Dreisin et al., 2016) als hotels (Harris, 2001). Deze valt onder te verdelen in de twee volgende meest voorkomende methoden: 1) de DCF-methode, welke in beide sectoren wordt toegepast. 2) De NIY-methode wordt bij vastgoedbeleggingen het meest gebruikt en is vergelijkbaar met de EBITDA-multiple methode bij bedrijfswaardering (Van Gool et al., 2020).

DCF methode

De discounted cashflow methode (DCF) is gebaseerd op het heden, waarbij de waarde van de netto toekomstige kasstromen, rekening houdend met huurniveaus (inclusief inflatie en huurgroei), leegstandperiodes, verhuurkosten, incentives zoals huurvrije periodes en andere niet door de huurder gedekte exploitatiekosten en groot onderhoud. Hierin zit een sterk verwachtingscomponent ingebed, waardoor deze methode perceptie afhankelijk (subjectief) is (Verginis & Taylor, 2004). De rendementseis van de belegger speelt hierin een grote rol, omdat de verwachte netto kasstromen (NCF) worden verdisconteerd met behulp van een voor risico gecorrigeerde disconteringsvoet (RICS, 2019). Dit percentage is geschat op basis van een aantal factoren, waaronder de kwaliteit en locatie van het vastgoed, de kredietwaardigheid van de huurder en huurvoorwaarden. De discontovoet is feitelijk de vergoeding voor het ter beschikking stellen van financiële middelen (Van Gool et al., 2020). De formule hiervoor is als volgt:

$$CW = \sum_{T=1}^N \frac{NCF}{(1+r)^t}$$

Bron: Vlek et al. p. 52 (2020)

Hierbij staat 'N' voor de exploitatieperiode en in dit voorbeeld wordt uitgegaan van T=1 om de contante waarde van een toekomstige netto kasstroom (NCF) vanaf tijdstip 1 te kunnen berekenen. In geval van meerdere perioden wordt de CW van deze individuele perioden bij elkaar opgeteld (\sum). In de noemer wordt de voor risico gecorrigeerde rendementseis vermenigvuldigd met het tijdstip 't'. Een investering is interessant als deze kleiner of gelijk is aan de NCW van kasstromen en een desinvestering zodra de verkoopprijs groter of gelijk is hieraan.

WACC

Om de waardering meer te objectiveren worden de gemiddeld gewogen kosten van kapitaal, ofwel de Weighted Average Cost of Capital (hierna: WACC), vaak gebruikt om de rendementseis te bepalen. Dit omdat deze rekening houdt met de kosten van zowel eigen als vreemd vermogen. De WACC wordt uitgedrukt in een percentage en gaat bij een project uit van een gemiddeld risico, ervan uitgaande dat het risico hiervan aansluit bij het risico van de bestaande portefeuille (Vlek et al., 2020). Doordat de kosten van zowel het eigen als het vreemd vermogen worden meegenomen, wordt zowel het vereiste rendement van de verschaffer van eigen vermogen als de vereiste rente over het vreemd vermogen meegenomen. Verondersteld dat bij vreemd vermogen een marktconforme rente wordt toegepast, is de WACC meer representatief voor de marktomstandigheden dan een algemene discontovoet.

NIY, cap rate en P/E ratio

Bij de Net income yield (NIY) ofwel netto aanvangsrendementmethode (NAR) wordt de netto huuropbrengst, zijnde de bruto huur verminderd met exploitatiekosten, gedeeld door de investering (Harris, 2001). Wanneer de waarde vervolgens wordt gedeeld door de bruto of netto jaarhuur volgt daaruit een factor, zijnde de kapitalisatiefactor, vaak afgekort de cap rate genoemd en is te vergelijken met de in de aandelenwereld bekende price/earnings ratio (P/E ratio), zijnde de aandelenprijs gedeeld door de inkomsten per aandeel (Van Gool et al. 2020, Brealey et al., 2013).

Een kanttekening bij de P/E ratio is dat hierin ook non-cash zaken worden meegenomen zoals afschrijvingen en herwaarderingen wat bij de EBITDA dus niet gebeurt. De NIY of cap rate van vergelijkbare transacties kan worden gebruikt voor een waardebeoordeling, waarbij correcties moeten worden opgenomen voor verschillen in kwaliteit, locatie, bezettingsgraad etc. (RICS, 2019). Het nadeel van deze methode is dat er alleen wordt gekeken naar een bepaald jaar van de exploitatie en dus niet naar de ontwikkeling van toekomstige kasstromen na dat jaar (Van Gool et al., 2020). Daarnaast geldt dat het in de regel lastig is om goed vergelijkbare transacties te vinden omdat transactiedata vaak als vertrouwelijk worden beschouwd. Naarmate de verschillen tussen referenties groter zijn, moeten er ook meer correcties worden gedaan, wat ten koste gaat van de betrouwbaarheid (Harris et al., 2001).

Vergelijk DCF versus NIY

De DCF-methode biedt de mogelijkheid om verwachtingen voor veranderende marktomstandigheden door de jaren heen op te nemen (Harris, 2001). De kanttekening hierbij is wel dat er veel kennis benodigd is van de betreffende industrie en dat de aannames onzekerheid met zich mee kunnen brengen, aangezien subtiele aanpassingen van parameters tot significante verschillen in de waardering kunnen leiden (Verginis & Taylor, 2004). Zo stelt Rushmore et al. (2012) dat deze invoervariabelen onder druk van de belanghebbenden kunnen worden gemanipuleerd. Door gebruikmaking van parameters uit de markt en adequate procedures, kan de kwaliteit meer worden gewaarborgd (Willison, 1999). Volgens experts is de NAR geschikt in stabiele marktomstandigheden en biedt de DCF-methode meer uitkomst in een volatiele markt, maar ook dan blijft het maken van een prognose ingewikkeld (Verginis & Taylor, 2004). Volgens Harris et al. (2001) is de NIY meer 'quick and dirty' en prefereren internationale investeerders, taxateurs en financiers vaak een combinatie van deze methoden omdat hiermee zowel de toekomstige inkomsten als werkelijke marktevidence worden meegewogen.

Comperatieve benadering

Deze methode is meer gebaseerd op recent gerealiseerde transacties van vergelijkbare assets, zonder rekening te houden met eventuele toekomstige inkomstenoptimalisatie of kosten voor vervanging (Van Gool et al., 2020). Vanwege de vaak verschillende afmetingen, kwaliteit, marktpositionering en faciliteiten in vastgoed, zijn gebouwen zelden volledig vergelijkbaar. In het geval er hierdoor veel correcties moeten worden gedaan is deze methode minder geschikt. Daarnaast is de comperatieve methode sterk afhankelijk van de marktomstandigheden van dat moment. In Europa zijn betrouwbare

referenties vaak lastig te verkrijgen. Desalniettemin biedt de methode inzicht in wat kopers daadwerkelijk bereid zijn om te betalen en is deze goed geschikt als benchmark (Harris et al, 2001).

Kostenbenadering

Ook wel bekend als de vervangingskostenbenadering gaat deze methode uit van de kosten om een asset te herbouwen of te vervangen voor een vergelijkbare asset (RICS, 2019). Bij immateriële activa moet daarnaast gecorrigeerd worden voor veroudering, zijnde afschrijving. Deze methode houdt geen rekening met hetgeen de markt bereid is te betalen (Harris et al, 2001) en is geschikt in het geval het object zodanig specifiek is dat er feitelijk geen markt voor is (Van Gool et al., 2020).

EBITDA multiple methode

Een veelvoorkomende maatstaf voor de waardebeoordeling en financiering van bedrijven is de EBITDA, 'earnings before interest, tax, depreciation and amortization', oftewel het resultaat vóór rente, belasting, waardevermindering en afschrijving. In tegenstelling tot de P/E ratio wordt hier dus geen rekening gehouden met waardevermindering en afschrijving. De EBITDA weergeeft de verdien capaciteit en zegt daarmee iets over de gezondheid van de onderneming (Geltner et al., 2013). Deze methode wordt ook veel toegepast bij de waardering van hotels (Stan, 2016, Rushmore et al., 2012) en werkt technisch gezien hetzelfde als de cap rate, waarbij de multiples van vergelijkbare transacties worden gebruikt om tot een bandbreedte te komen, eveneens gecorrigeerd voor verschillen in locatie, kwaliteit, track record etc.

3.3 Accountancy waardering

De IFRS zijn reeds in hoofdstuk 2 genoemd en zijn internationaal bepalend voor de verslaggeving van de waarde van activa waaronder vastgoed- en bedrijfswaarderingen (IFRS 13) en huurverplichtingen (IFRS 16). Vanwege de mogelijke invloed van deze rapportagestandaarden op de waardering worden deze hieronder kort toegelicht.

IFRS 13 Fair Value Measurement

Deze standaard is van toepassing sinds 1 januari 2013 en biedt een kader voor het meten van de reële waarde (fair value) en vereist specifieke informatie te verstrekken in de financiële verslaggeving over reële waarde metingen. De IFRS 13 (2012) omschrijft de reële waarde als volgt:

“Een op de markt gebaseerde waardering... Het doel van een waardering tegen reële waarde is het schatten van de prijs waartegen een regelmatige transactie om een actief te verkopen of een verplichting over te dragen zou plaatsvinden tussen marktdeelnemers op de waardingsdatum in de huidige marktomstandigheden... Als er geen prijs voor een identiek actief waarneembaar is, moet een entiteit de reële waarde bepalen met behulp van andere waarderingstechniek die zoveel mogelijk gebruik maakt van relevante waarneembare inputs.”

Het doel is om consistentie en vergelijkbaarheid te verzekeren door de reële waarde te definiëren. De IFRS onderscheidt eveneens de drie eerdergenoemde methoden: de marktbenadering (vergelijkbaar met de comperatieve benadering), de kostenbenadering en de inkomstenbenadering en hanteert hierbij een hiërarchie van input variabelen (IFRS 13, 2012):

Niveau 1: Input van genoteerde prijzen (niet gecorrigeerd) in actieve markten voor identieke activa.

Niveau 2: Andere dan onder niveau 1 genoemde prijzen die direct (als prijzen) of indirect (afgeleid van prijzen) observeerbaar zijn voor het actief of door de markt onderbouwde input variabelen. Eventuele aanpassingen aan de input variabelen ten opzichte van het gewaardeerde kunnen zijn aan de hand van de staat of locatie van het actief en de mate waarin input variabelen verband houden met onderdelen die vergelijkbaar zijn met het actief.

Niveau 3: Niet-observeerbare invoerwaarden voor de activa, gebaseerd op veronderstellingen welke door de marktdeelnemers bij het waarderen van een actief met inbegrip van risico's

zouden worden aangehouden. De risico's zijn inherent aan de waarderingstechniek die gebruikt wordt, zoals een waarderingsmodel. Wanneer niet voor risico's zou worden gecorrigeerd, waar de markt dit in de regel wel zou doen, representeert de waardering geen reële waarde.

De IFRS noemt als voorbeelden van markten waarin relevante inputs waarneembaar kunnen zijn de beurzen en makelaarsmarkten. Van serviced office operators zijn op basis van de literatuur conform IFRS 13 niveau 1 nauwelijks transacties beschikbaar, waardoor eerder dient te worden uitgegaan van niveau 2 of 3. De hierna volgende blik op waarderingmethoden van de hotelmarkt en de bedrijfsanalyse in hoofdstuk 5 zullen uitwijzen of er conform niveau 2 voldoende door de markt onderbouwde inputs waarneembaar zijn of dat waardering volgens niveau 3 plaats moet vinden.

IFRS-16 Leases

De IFRS 16 heeft zoals eerder genoemd sinds 1 januari 2019 gevolgen voor gebruikers van kantoren, maar ook voor serviced office operators welke het leasemodel toepassen. De IFRS 16 gaat specifiek over huurverplichtingen en vereist dat bedrijven huurverplichtingen op de balans erkennen door het creëren van zowel een gebruiksrecht aan de activa zijde als een huurverplichting aan de passiva zijde. De activa wordt initieel gewaardeerd tegen de aanvangswaarde van de leaseverplichting, aangepast met eventuele vooruitbetaalde huurbetalingen en kosten voor het verwijderen van bijvoorbeeld de kantoorinrichting bij einde looptijd. De huurverplichting wordt initieel gewaardeerd op basis van de contante waarde van de huurbetalingen, waarbij gebruik wordt gemaakt van een disconteringsvoet op de ingangsdatum van de lease (PWC, 2016). Het doel van deze regelgeving is om eigen- en vreemd vermogen verschaffers meer inzicht te bieden in de verplichtingen van een onderneming, om onder andere de waarde van bedrijven nauwkeuriger te kunnen bepalen (IFRS, 2023). De reeds in hoofdstuk 2 genoemde uitzondering van contracten korter dan 12 maanden dient hierbij in acht te worden genomen. De IFRS 16 heeft op deze wijze een behoorlijke impact op financiële ratio's en financieringsvoorwaarden, doordat de schuldgraad hiermee kan toenemen en daarmee het eigen vermogen – en de waardering van het bedrijf daalt. Dit zou mede kunnen verklaren waarom het lease model bij operators onder druk staat.

3.4 Waarderingsmethoden hotels

Zoals in hoofdstuk 2 toegelicht is de taxatie van hotels in de jaren '80 en '90 geprofessionaliseerd. Desondanks ontstonden er begin jaren '90 diverse waarderingissues vanwege de zorgen over de onderliggende waarderingmethoden van hotels als bedrijfsgelateerde entiteiten, met stelselmatige afwaarderingen als gevolg (Harris, 2001). Dit resulteerde in de publicatie van diverse specifieke guidelines van de RICS voor dergelijke entiteiten en er ontstonden gespecialiseerde hotel taxateurs.

In het Red Book Global wordt geadviseerd om voor bedrijfs-gelateerde objecten de winstmethode oftewel de inkomstenbenadering aan te houden. Het RICS formuleert een bedrijfsgelateerd object als volgt:

“Elk type vastgoed dat ontworpen of aangepast is voor een specifiek type bedrijf en waarbij de waarde van het object het handelspotentieel voor dat bedrijf weergeeft.”

Van Arnhem et al. (2013) hanteert hiervoor een meer uitgebreide definitie:

“Een exploitatiegebonden vastgoedobject is een vastgoedobject dat dienstbaar is aan de bedrijfsuitoefening en dat door zijn aard en/of ligging zijn waarde ontleent aan het samenstel van de materiële vaste activa en dat, gegeven de waarde van het samenstel van de materiële vaste activa, niet of eenvoudig aangewend kan worden voor andere doeleinden dan waaraan het dienstbaar is.”

Rushmore et al. (2012) onderscheidt net als de IFRS 13 voor hotels- en de bijbehorende operaties dezelfde drie methoden als voor serviced offices: de inkomstenbenadering, kostenbenadering en

comperatieve benadering. Deze zijn reeds toegelicht in de vorige paragraaf. Omdat de waarde van een hotel sterk afhankelijk is van het verdienvermogen, is de inkomstenbenadering hiervoor het meest geschikt (IVSC, 2022). Alleen bij nieuwe hotels zou de kostenbenadering beter aan kunnen sluiten, omdat de waardering niet kan worden gebaseerd op historische resultaten (Harris, 2001). Verginis & Taylor (2004) concludeerde na onderzoek onder de stakeholders van een hoteltaxatie, zijnde hoteleigenaren, taxateurs en financiers, dat er consensus is over het feit dat de DCF-methode als onderdeel van de inkomstenbenadering de meest betrouwbare oplossing biedt. De RICS acht het noodzakelijk om meerdere methoden tegelijk toe te passen om op deze wijze een goede vergelijking te kunnen maken.

3.4 Overeenkomsten en verschillen

In de waardering van zowel serviced offices als hotels dient sterk rekening te worden gehouden met afhankelijkheid van het vermogen om voldoende inkomsten te genereren in de toekomst. Daarbij is de alternatieve aanwendbaarheid van hotelvastgoed doorgaans beperkt, in vergelijking met bijvoorbeeld kantoren. De hotelmarkt is net als de kantorenmarkt sterk afhankelijk van conjunctuur (Van Gool et al., 2020) en kan eveneens worden aangemerkt als (hoog) cyclisch, mede door snel schommelende kamerprijzen. Dit maakt het lastig om toekomstige inkomsten en uitgaven te voorspellen (Harris, 2001). Bij serviced offices is dit vooralsnog minder het geval omdat deze markt minder met dagprijzen werkt en de huurprijzen minder transparant zijn. In de hotels draagt een platform als Booking.com bijvoorbeeld bij aan deze transparantie en onderlinge concurrentie. Er zijn sinds een aantal jaar ook vergelijkbare platforms voor serviced offices zoals het door vastgoedadviseur Savills opgerichte Workthere, die op termijn wellicht ook zullen bijdragen aan meer openheid en daarmee meer referenties.

3.5 Deelconclusie

Omdat de waarde van een serviced office operator net als bij hotels bij de exploitatie sterk afhankelijk is van het verdienvermogen van de locatie en gebruikspecifieke aanwezige voorzieningen, is op basis van de literatuur de inkomstenbenadering hiervoor het meest geschikt. Hierbij geldt als aandachtspunt de kruislingse beïnvloeding van enerzijds de waarde van het vastgoed en anderzijds de waarde van de exploitatie. In het geval de exploitatie en het vastgoed beide separaat worden gewaardeerd, dient duidelijk onderscheid te worden gemaakt wat men tot het vastgoed (materieel) beschouwt en welk deel de exploitatie (immaterieel) toebehoort. Door de onderlinge samenhang van deze zaken is dit niet eenvoudig en er zijn verschillen in deze toebedeling, afhankelijk van het toegepaste exploitatiemodel; management-, lease of volledig eigendom.

Op basis van zowel de RICS voorschriften als de literatuur over de drie belangrijkste stakeholders van een hotelwaardering, kan geconcludeerd worden dat binnen de inkomstenbenadering de DCF-methode de meest geschikte is, bij voorkeur ondersteund door de NAR- of EBITDA multiple-methode. Eerder onderzoek van Heuving (2019) leidde echter tot de conclusie dat er onvoldoende waarde ontleend kon worden aan de resultaten van de DCF-methode, wegens het ontbreken van data.

In vergelijking met de onzekerheid omtrent waarderingen in de hotelmarkt in de jaren '90 is het niet onwaarschijnlijk dat dit ook zou kunnen spelen in de nog relatief jonge serviced office markt. Om deze reden wordt met behulp van de bedrijfsanalyse van hoofdstuk 5 getracht om meer referenties uit zowel de serviced office als de hotelmarkt te verkrijgen, conform de door IFRS 13 voorgeschreven waarderingskaders (niveau 2). De vergelijkbare kenmerken en waarderingsmethoden van de hotelmarkt onderschrijven de aanname dat deze een goede referentie kunnen bieden voor de service office markt. Zoals gesteld dienen referenties te worden gecorrigeerd voor verschillen in kwaliteit, locatie, bezettingsgraad etc. en daarom wordt in de bedrijfsanalyse ook ingegaan op dergelijke factoren, om zodoende deze verschillen te kunnen verklaren.

Voor zover bekend is er nog geen onderzoek gedaan of stakeholders van een serviced office operator deze wijze van referenties verzamelen ook in de praktijk ondersteunen. Daarom wordt door middel van interviews getracht meer inzicht te verkrijgen in de mate waarin stakeholders van serviced office operators momenteel aankijken tegen de DCF methode, en of er draagvlak is om de referenties van serviced offices zowel onderling als met hotel operators te vergelijken.

Op basis van de literatuur worden in dit onderzoek de volgende waarderingsmethoden onderscheiden per exploitatiemodel zoals weergegeven in tabel 2. Deze methoden en de uiteindelijke resultaten uit de bedrijfsanalyse en interviews zullen worden meegenomen in de casestudy van hoofdstuk 7.

Tabel 2

Karakteristieken/ verschillen	Managementmodel	Leasemodel	Volledig eigendom (PropCo/OpCo)
Serviced office OpCo	Basis: DCF Controle: EBITDA multiplier of P/E ratio	Basis: DCF Controle: EBITDA multiplier of P/E ratio	Basis: DCF Controle: EBITDA multiplier of P/E ratio
Vastgoed	Basis: NAR Controle: DCF	Basis: NAR Controle: DCF	Basis: NAR Controle: DCF
Hotel OpCo	Basis: DCF Controle: EBITDA multiplier of P/E ratio	Basis: DCF Controle: EBITDA multiplier of P/E ratio	Basis: DCF Controle: EBITDA multiplier of P/E ratio

4. Methodologie

Inleiding

In dit hoofdstuk wordt ingegaan op welke wijze onderzoek wordt gedaan naar de centrale onderzoeksvraag. De onderzoeksmethode wordt toegelicht, alsmede de welke variabelen worden onderzocht (voortkomend uit het literatuuronderzoek) en hoe de selectie van respondenten tot stand is gekomen. Tot slot worden de interviewvragen toegelicht.

4.1 Onderzoeksmethodiek

Er is gekozen voor een kwalitatief onderzoek, met als doel meer diepgaand inzicht te krijgen in wat de optimale bedrijfsstructuur is voor een maximale taxatiewaarde van een full service kantoorconcept. Kwalitatief onderzoek is geschikt om inzicht te krijgen in een onderwerp waar nog niet veel over bekend is, zoals de serviced office markt. Binnen het kwalitatief onderzoek is gekozen voor de (single) casestudy als onderzoeksmethode. Dit type onderzoek kenmerkt zich door een klein aantal onderzoekseenheden (cases), waardoor meer diepte dan breedte wordt bereikt. Door meer data over een beperkt aantal eenheden te verzamelen is het mogelijk om meer in detail te treden over dit specifieke onderwerp (Baarda et al., 2013). De variabelen in dit onderzoek worden gemeten aan de hand van in de markt waargenomen uitgangspunten en om te komen tot de meest optimale variant voor een maximale taxatiewaarde van een serviced office. Binnen deze casestudy wordt gebruik gemaakt van meerdere dataverzamelmethode, ofwel methodetriangulatie (Baarda et al., 2013). Er wordt eerst een bedrijfsanalyse uitgevoerd en daarna worden er interviews afgenomen bij experts uit de vastgoedmarkt. Het gebruik van meerdere methoden draagt bij aan de betrouwbaarheid van het onderzoek (Verschuren & Doorewaard, 2015).

Dit onderzoek betreft een exploratief onderzoek, ook wel verkennend onderzoek genoemd, in verband met het feit dat de serviced office markt als begrip nog relatief jong is en er relatief weinig bekend is over het onderwerp. Daarnaast zijn er relatief weinig data voorhanden. De probleemstelling tracht in dit geval de 'hoe' vraag te beantwoorden wat aansluit bij beschrijvend onderzoek. Binnen exploratief onderzoek is onderscheid te maken tussen primair en secundair onderzoek (Baarda et al, 2013). Het primaire deel bestaat uit oorspronkelijke informatie die nog niet door anderen is bewerkt en bevordert de betrouwbaarheid van het onderzoek. In dit geval zijn de data die worden gebruikt bij de bedrijfsanalyse primaire bronnen. De secundaire bronnen bestaan uit de eerdere onderzoeken welke zijn gebruikt bij het theoretisch kader in de hoofdstukken 2 en 3. Hieronder wordt nader ingegaan op de opzet van de bedrijfsanalyse en het type interviews dat is afgenomen.

4.2 Bedrijfsanalyse

Om de casestudy te valideren worden de voor vastgoed- en bedrijfswaardering relevante parameters van deze bedrijven gestructureerd verzameld en vervolgens geanalyseerd. Deze parameters zijn bepaald aan de hand van de literatuurstudie in hoofdstuk 3. Deze zijn als volgt:

- Bedrijfswaardering:
 - EBITDA margin
 - EBITDA multiplier
 - P/E ratio
- Vastgoedwaardering
 - EBITDA multiplier
 - P/E Ratio
 - LTV (Loan to value)
 - Enterprise Value (EV)

- Percentage (flexibele) huurcontracten <12 maanden versus WALT (Weighted Average Lease Term)
- GIY/NIY versus cap rate

De bronnen hiervoor bestaan uit publieke jaarverslagen, data van de investeringsplatforms Bloomberg, Morningstar en CoStar en zijn artikelen van de meer gerenommeerde internationale pers zoals Reuters, de Financial Times en het Financieele Dagblad geraadpleegd.

4.3 Interviews

Selectie respondenten

Om de theorie uit de voorgaande hoofdstukken te toetsen bij experts in de markt zijn vier respondenten geselecteerd voor het primaire onderzoek. De experts zijn geselecteerd op basis van de in hoofdstuk 2 genoemde belanghebbenden oftewel stakeholders van een taxatie. Dit zijn de eigenaar, taxateur en de financier. Bij de eigenaar is verondersteld dat deze relatief het meest gekleurde beeld heeft in de waardering van een serviced kantoor. Om meer validiteit te bieden is er daarom voor gekozen om twee verschillende eigenaren te interviewen. Deze eigenaren hebben beiden meer dan 10 locaties in bezit of recent in bezit gehad en mede daarom worden deze als professionele partijen beschouwd. Daarnaast zijn zowel een gerenommeerde internationaal opererende taxateur als internationaal opererende financier geïnterviewd, welke beiden veel ervaring hebben met het waarderen dan wel financieren van zowel hotels- als serviced offices. In totaal zijn daarmee vier expert geïnterviewd. De zogenoemde externe validiteit van de respondenten is daarmee relatief laag. De externe validiteit gaat over de mate waarin de keuze van de respondenten representatief is voor de gehele populatie die wordt onderzocht (Baarda et al., 2013). Het zwaartepunt van het empirisch onderzoek ligt echter bij de bedrijfsanalyse en in de interviews wordt alleen de informatie uit de bedrijfsanalyse te getoetst en geobjectiveerd. De interviews leveren daarmee waardevolle inzichten op over hoe in de praktijk wordt omgegaan met de waardering van serviced offices.

Om de respondenten discretie te bieden en de ruimte te geven om zo vrij mogelijk te antwoorden, zijn de namen van de experts geanonimiseerd in dit onderzoek. De interviews worden semigestructureerd afgenomen, waarbij de belangrijkste interviewvragen vastliggen, maar er nog voldoende mogelijkheden bestaan om door te vragen op de gegeven antwoorden (Baarda et al., 2013). De interviews worden getranscribeerd en vervolgens geanalyseerd. Voor deze analyse wordt gebruik gemaakt van coderingen. Dat houdt in dat de data uit de interviews aan de hand van de variabelen uit het literatuuronderzoek worden gecodeerd (ofwel gelabeld). Door de codes uit de interviews met elkaar te vergelijken, ontstaat er een duidelijk beeld van waar de gelijkenissen en verschillen zitten tussen de informatie die is verkregen van de respondenten.

respondent 1: Internationaal taxateur met ervaring in hotel- en serviced office markt

respondent 2: Financier van hotel- en kantoorvastgoed

respondent 3: Eigenaar serviced office operator met >10 locaties

respondent 4: Eigenaar PropCo/OpCo met >10 locaties

Definitie variabelen

Hieronder wordt beschreven hoe de variabelen uit de literatuur worden gedefinieerd tot meetbare termen. De centrale onderzoeksvraag “Wat is het optimale exploitatiemodel voor de maximale waarde van een serviced office?” is op te delen in de volgende twee dimensies:

- Bedrijfsstructuur
- Taxatiewaarde

Binnen deze twee dimensies zijn een aantal variabelen te onderscheiden en aan de hand van het literatuuronderzoek zijn de indicatoren bepaald op basis waarvan de variabelen worden gemeten. Om schematisch weer te geven hoeveel experts een vergelijkbare mening hebben zijn de variabelen gemeten met een score van 0 tot 4. Dit leidt tot het volgende schema:

Concept	Variabele	Indicator	Aantal respondenten eens/neutral/oneens (van 0 tot 4)
Bedrijfsstructuur	Huurverplichtingen	Is een lange huurtermijn (>10 jaar) tussen de OpCo en PropCo houdbaar	
	Winstgevendheid	Winstgevend genoeg voor traditioneel (=conventioneel) huurmodel	
Waarderingsmethoden	Representativiteit bestaande waarderingsmethoden	Meest gebruikte methode onderschrijft de waarde	
	Referenties	Zijn waarderings tussen hotel- en office operaties vergelijkbaar	
	Conjunctuurgevoeligheid	Conjunctuurgevoeligheid tussen hotels en serviced office vergelijkbaar	

Vervolgens zijn aan de hand van de gedefinieerde variabelen de volgende zeven interviewvragen opgesteld:

1. Is het traditionele business model van een service office operator, zijnde 10-20 jarige vaste huurcontracten sluiten met een eigenaar/verhuurder en vervolgens flexibel onderverhuren, voor een operator houdbaar?
2. Bij hotels is de bandbreedte van de huur doorgaans 22-24% van de omzet voor een gezonde bedrijfsvoering. Hoeveel is dit idealiter bij serviced kantoren gelet op de verdien capaciteit?
3. Zijn er voor wat betreft de inkomstzekerheid (vraag en aanbod) grote verschillen tussen een serviced office en een hotel operatie?
4. Is het conjunctuurrisico van een hotelexploitatie groter, kleiner of vergelijkbaar met een serviced kantoor?
5. Welke waarderingsmethode van een service office operator is het meest geschikt en waarom?
6. Zijn de marktwaarde taxaties/transacties van exploitaties van serviced offices onderling met elkaar te vergelijken?

7. Bij hotels is de kapitalisatiemethode of de DCF door middel van de NOI/EBITDA het meest gebruikelijk. Is een EBITDA multiplier geschikt als 'sanity check' van deze waarderingmethoden?

Coderen interviews

De interviews zijn met toestemming van de respondenten opgenomen en vervolgens uitgewerkt in transcripten. Deze transcripten zijn vervolgens geanalyseerd aan de hand van een codeerschema. Dat houdt in dat de data uit de interviews aan de hand van de variabelen uit de literatuur zijn gelabeld. Op basis hiervan is getracht de samenhang in de antwoorden en juist ook de verschillen daarbinnen te ontdekken. De uitkomsten hiervan worden uitgewerkt in hoofdstuk 6.

4.4 Casestudy

Het secundair onderzoek is uitgevoerd in de vorm van een casestudy. Dit type onderzoek kenmerkt zich door een klein aantal onderzoekseenheden (cases), waardoor meer diepte dan breedte wordt bereikt. Door meer data over een beperkt aantal eenheden te verzamelen is het mogelijk om meer in detail te treden over dit specifieke onderwerp (Baarda et al., 2013). De variabelen in dit onderzoek worden gemeten aan de hand van in de theorie waargenomen uitgangspunten. Binnen deze single casestudie wordt gebruik gemaakt van methoden triangulatie. Er worden verschillende methoden gebruikt om de betrouwbaarheid van het onderzoek te vergroten en toeval zo veel mogelijk uit te sluiten (Verschuren & Doorewaard, 2015).

Bij de casestudy is sprake van een strategische steekproef en zijn de uitkomsten over de onderzoekseenheden zelf ook relevant. Daardoor neemt de probleemstelling bij het selecteren van onderzoekseenheden de plaats in van het toeval (Baarda et al, 2013). Er worden verschillende, in de praktijk gebruikelijke (bedrijfs)structuren als zijnde scenario's tegen elkaar afgewogen. Omdat er meerdere factoren van toepassing zijn wordt in de case een gevoeligheidsanalyse toegepast. Het doel hiervan is om te kunnen generaliseren naar vergelijkbare gevallen. Omdat er nog weinig bekend is over het onderwerp, worden in de verschillende scenario's zoveel mogelijk dezelfde parameters aangehouden. Bij grote verschillen zou het anders lastig worden om tot algemeen beschrijvende uitspraken te komen.

Door gebruik te maken van meerdere bronnen wordt diepgang aangebracht. Gezien het een praktijkgericht onderzoek betreft, biedt deze onderzoeksmethode de mogelijkheid om een integraal beeld te krijgen van het onderzoeksobject, in dit geval de serviced office operator. Een voordeel van de casestudy is daarnaast dat de resultaten doorgaans eenvoudiger te interpreteren zijn dan bijvoorbeeld statistisch (kwantitatief) onderzoek. Dit vergroot de kans dat er daadwerkelijk een bijdrage wordt geleverd aan een veranderingsproces (Baarda et al, 2013). Het gevaar is dat de externe geldigheid onder druk staat. Echter, de nadruk van dit onderzoek ligt in dit geval meer bij de interne validiteit van de onderzoeksresultaten.

4.5 Beperkingen onderzoek

Een nadeel van deze onderzoeksmethode is dat er geen statistische toetsen kunnen worden uitgevoerd, waardoor bevindingen minder objectief kunnen zijn en er rekening moet worden gehouden met een 'onderzoeks bias' (Verschuren en Doorewaard, 2015). Een kwantitatieve analyse van de verzamelde gegevens is dus niet mogelijk en bij deze casestudy is daarom gebruik gemaakt van een combinatie van inhoudsanalyses, audiovisueel materiaal en interviews.

5. Bedrijfsanalyse

Inleiding

Voor dit onderzoek is gekeken naar de grootste spelers onder zowel serviced offices als hotel operators over de hele wereld waarvan openbare informatie beschikbaar is. De definitie van de serviced office wordt aangehouden zoals in hoofdstuk 2: turn-key managed offices, co-working ruimte, receptie, meeting rooms en F&B. Bij de hotels is het uitgangspunt voor het segment vanaf 3 sterren, wat betekent dat zij in de regel naast verhuur van kamers, ten minste een lounge, receptie en F&B aanbieden. Om de inputparameters voor de casestudy te duiden en daarnaast meer context te geven bij de grotere bedrijven in de serviced office markt wordt naast informatie over de waardering van deze bedrijven, ook achtergrondinformatie gegeven over onder andere het ontstaan en de strategie van deze bedrijven. De strategie heeft namelijk veel samenhang met de structuur en het gekozen model (huur, management of volledig eigendom).

Om uiteindelijk de casestudy te valideren worden de voor de vastgoed- en bedrijfswaardering relevante outparameters in de waardering van deze bedrijven geanalyseerd. Zoals in hoofdstuk 3 naar voren komt bestaan deze voor vastgoed onder andere uit de NIY en cap rate en bij de bedrijfswaardering uit het equivalent EBITDA-multiplier en de P/E ratio.

De bronnen hiervoor bestaan uit publieke jaarverslagen, data van grote investeringsplatforms zoals Bloomberg, Morningstar en CoStar en er zijn artikelen van de meer gerenommeerde internationale pers zoals Reuters, de Financial Times en het Financieele Dagblad geraadpleegd. Er wordt gekeken naar de outparameters welke relevant zijn voor de waardering van de volgende drie exploitatiemodellen, waarbij onderscheid wordt gemaakt tussen bedrijfswaardering en vastgoedwaardering:

1. Serviced office operators: bedrijfswaardering – als referentie voor het management- en leasemodel.
2. Hotel operators: bedrijfswaardering – ter vergelijking met de parameters van de serviced office OpCo's.
3. PropCo/OpCo's kantoren: vastgoedwaardering – als referentie voor het vastgoed separaat, en bedrijfswaardering – gezien de samenhang met de vastgoedwaardering.

Voor parameters van hotel PropCo/OpCo's zijn zowel Bloomberg alsmede jaarverslagen geraadpleegd, maar is over het algemeen weinig informatie te vinden over vastgoedwaarderingen en transacties. Dit wordt ook in de literatuur onder andere ook genoemd door Van Arnhem et al. (2015). Er zijn via Bloomberg wel vastgoedtransacties te vinden waarbij de betaalde prijs per kamer leidend is. Dit is echter geen geschikte referentie voor dit onderzoek. Tot de hoteltransacties van dataplatform MSCI kon voor dit onderzoek helaas geen toegang worden verkregen. Hiervan is daarom geen bruikbare informatie gevonden.

In deze analyse wordt eveneens gekeken welk exploitatiemodel deze operators gebruiken en of er een verband waarneembaar is met het rendement, welke de basis vormt voor de waardering (zoals benoemd in hoofdstuk 3), en of dit verband van invloed is op de huidige strategie voor wat betreft het exploitatiemodel.

5.1 Parameters serviced office operators

Het aantal serviced office aanbieders in enkel Nederland van enige schaal, tenminste tien locaties, is te beperkt voor een goede analyse. Er is gekeken naar operators die tenminste de volgende diensten aanbieden: Flexibele kantoorruimte/co-working ruimte, meeting rooms en diensten zoals gedeelde receptie en F&B. De meer traditionele business centers worden bijvoorbeeld buiten beschouwing

gelaten. Van in totaal vijf nationale en internationale OpCo's is openbare informatie gevonden, hieronder weergegeven om een beeld te geven van de schaal van de markt en het aandeel huurovereenkomsten (H) en management/franchisecontracten (M). De verschillende valuta in deze analyse zijn voor een goede vergelijking en leesbaarheid omgerekend naar US dollars (koers: 18 augustus 2023). Het gaat om de volgende bedrijven:

Tabel 3

OpCo's	# locaties	H of M	% omzet uit H	% omzet uit M fee	Dekking	Eigendom
IWG Plc.	3.345	H+M	98,9%	1,1%	Wereldwijd	Beursgenoteerd
WeWork Inc.	622	H+M	n.b.	n.b.	Wereldwijd	Beursgenoteerd
Knotel Inc.	200	H+M			Europa/US	Privaat (Newmark)
Servcorp Plc.	107	H+M	99,9%	0,1%	Wereldwijd	Beursgenoteerd
The Office Group (Fora)	72	n.b.	n.b.	n.b.	UK/DU	Privaat (Blackstone, Brockton Capital)

Bron: jaarverslagen 2022 van IWG, WeWork, Servcorp en websites: IWG, WeWork, Knotel, Servcorp, Fora.

De drie grootste operators op basis van het aantal locaties zijn IWG, WeWork en Knotel. Drie van de vijf grootste OpCo's zijn daarnaast beursgenoteerd. Daarnaast valt op dat in ieder geval vier van deze vijf partijen overwegend op basis van conventionele huurcontracten werken en de inkomsten uit managementfees van bij de twee OpCo's waarvan het openbaar is (nog) zeer beperkt zijn. Verder valt op dat de grote spelers in de markt een focus hebben op westerse landen. Deze operators zijn ook actief in bijvoorbeeld Azië en Latijns-Amerika maar wel in mindere mate. Over grote (lokale) concurrenten in andere werelddelen is op internet en in de literatuur weinig te vinden.

Van de operators in privaat eigendom is weinig te vinden anders dan het aantal locaties en zeer beknopte jaarcijfers bij de Kamer van Koophandel in Nederland. Omdat deze informatie doorgaans vertrouwelijk is vanwege concurrentiegevoeligheid, wordt hierover nauwelijks iets openbaar gemaakt. Daarom wordt voor de verdere analyse ingegaan op de drie beursgenoteerde bedrijven. Dit zijn achtereenvolgend IWG, WeWork en Servcorp.

IWG Plc.

IWG is opgericht in 1989 onder de naam Regus, door de huidige CEO Mark Dixon. Het is gevestigd in Londen en voornamelijk actief in Amerika en Europa, maar heeft ook vestigingen in Brazilië en Mexico. IWG is de holding van meer dan tien serviced office merken, actief in het hoge en middensegment. Een voorbeeld van een merk in het hoge segment is Signature en het middensegment bedienen zij met concepten als Regus en Spaces. Naast deze tien concepten hebben zij nog zes merken met digitale toepassingen. De jaaromzet van 2022 bedroeg ca. \$ 3,5 miljard, waarvan ca. 1,1% uit (management)fee inkomsten tegenover \$ 7,8 miljard contractwaarde (ultimo 2021: \$ 8,3 miljard). De locaties beslaan in totaal 65,1 miljoen square feet (sq ft) zijnde ruim 6 miljoen m² (Jaarverslag IWG 2022).

In 2021 heeft IWG aangekondigd om het bedrijf op te splitsen in drie delen, om het interessanter te maken voor investeerders, zodat het bedrijf overzichtelijker wordt. Dit zijn respectievelijk het leasebedrijf – het deel wat op basis van conventionele contracten locaties huurt, een desk-booking app en als derde het opzetten van franchise om de groei te laten excelleren (Jaarverslag IWG 2022, www.iwgplc.com). IWG heeft naast het feit dat zij op basis van het aantal locaties en omzet al de grootste speler is, de ambitie uitgesproken om te groeien met 1.000 locaties (Reuters 2022b). Dit doet het bedrijf mede door overnames. In 2022 heeft IWG bijvoorbeeld de Europese concurrent The Instant Group overgenomen voor \$ 354 miljoen, ondanks dat de laatste resultaten negatief waren: 2021 \$ -259 miljoen en in 2020 \$ -613 miljoen (Reuters, 2022a). Dit geldt echter ook voor IWG zelf en lijkt een

verband te hebben met COVID-19, gezien IWG meer dan 5 jaar daarvoor winstgevend was in 2022 ook weer zwarte cijfers heeft geschreven. Ultimo 2022 is de bezettingsgraad, gemeten op basis van fysieke meters 74% (31 december 2021: 68%).

WeWork Inc.

WeWork is in 2010 opgericht door Adam Neumann en zowel de bedrijfsvoering als de waardering van het bedrijf kent een roerige periode sinds de beursgang in 2019. WeWork biedt onder één merknaam vaste fysieke werkplekken en co-working memberships waarmee op alle locaties wereldwijd gewerkt kan worden. Daarnaast hebben zij net als IWG digitale producten zoals Workplace waarmee naast het boeken van zowel WeWork locaties, ook andere kantoorlocaties geboekt kunnen worden met real-time gebruiksdata. Van de 779 locaties wereldwijd, is van 622 locaties de operatie in eigendom en de rest op basis van niet op de balans geconsolideerde joint-ventures en franchise (jaarverslag WeWork 2020). Een verdere uitsplitsing hiervan is niet bekend. De jaaromzet lag in 2022 met \$ 3,3 miljoen niet veel lager dan IWG. Er wordt geen melding gemaakt over de totale omvang van de vestigingen op dat moment, maar volgens Bloomberg (2019) was dat in 2019 ca. 45 miljoen sq ft ofwel 4,2 miljoen m². Uit het jaarverslag van 2022 blijkt dat WeWork 60 sq ft (5,7 m²) per werkplek aanhoudt en ca. 731.000 werkplekken heeft, zijnde omgerekend ca. 44 miljoen sq ft, zijnde ca. 2% minder dan in 2019.

Het bedrijf werd op het hoogtepunt van begin 2019 gewaardeerd op ca. \$ 47 miljard, doordat grootaandeelhouder Softbank op dat moment extra aandelen had verworven in WeWork. Later in 2019 is het naar de beurs gegaan tegen een significant lagere koers van \$ 9 miljard omdat er twijfels ontstonden over de waardering en over de kundigheid van de toenmalige CEO Adam Neumann. Het bedrijf had op dat moment \$ 47 miljard aan contractwaarde van huurverplichtingen uitstaan tegenover slechts \$ 4 miljard aan gecontracteerde huurinkomsten. Na een uitgestelde beursgang is Neumann onder druk van de aandeelhouders opgestapt en vervolgens is het bedrijf kort na de beursgang gestart met het herstructureren van deze huurverplichtingen door lagere huurprijfsafspraken, aanpassing naar managementcontracten of zelfs vroegtijdige beëindiging (NRC, 2019, Financial Times, 2021). Over 2022 was de contractwaarde van de huurverplichting afgebouwd tot \$ 14,2 miljard, waarvan jaarlijks \$ 880 miljoen versus \$ 3,3 miljard omzet. Per 30 juni 2023 hebben zij nog \$ 13,3 miljard aan huurverplichtingen openstaan. WeWork realiseert op dat moment jaarlijks \$ 3,8 miljard omzet, met ca. 1 miljoen members (CoStar, 2023). Ondanks een verdubbeling van het aantal members ten opzichte van 2019, zijn de kosten op dat moment nog steeds hoger dan de inkomsten. Dit is mede de aanleiding voor grote twijfel over de continuïteit van WeWork en dit negatieve sentiment heeft ertoe geleid dat de beurswaarde medio 2023 hard is gedaald tot ca. \$ 350 miljoen op 18 augustus 2023 (Morningstar, 2023). WeWork vermeldt in het jaarverslag 2022 per ultimo 2022 een fysieke bezettingsgraad van 75% (31 december 2021: 63%), vrijwel gelijk aan IWG, maar maakte sinds de oprichting nog geen winst.

Servcorp Inc.

Opggericht in 1978 door de huidige CEO Alf Moufarrige, is gevestigd in Sydney, één van de grootste serviced office operators in Australië en is onder één merk actief in 20 verschillende landen, 107 locaties, met het zwaartepunt in Oceanië, Azië, Amerika en in Europa onder andere in de UK. Servcorp heeft ca. 50.000 huurders en is volledig eigenaar van de locaties en heeft in enkele locaties een 49% belang. Servcorp biedt vergelijkbare diensten als IWG en bijvoorbeeld ook virtuele diensten en had in 2022 een omzet van \$ 177 miljoen. Vrijwel alle locaties zijn gehuurd en in 2019 zijn zij gestart met het managementmodel door middel van franchise, waarvan de fee inkomsten minder dan 0,1% van de omzet bedragen. De focus ligt op prestigieuze kantoorlocaties die zij aanmerken als vijf-sterren locaties, waarvan de 85^e verdieping in het One World Trade Center in New York één van hun 'flagship' locaties is. Servcorp rapporteert op 30 juni 2022 een fysieke bezettingsgraad van 73% (30 juni 2021: 73%) en is tenminste de afgelopen 5 jaar winstgevend.

Outputparameters waardering

Op basis van de beschikbare data zijn de waarderingen en outputparameters van deze drie bedrijven in onderstaande tabel weergegeven. Zoals in hoofdstuk 3 toegelicht is de P/E ratio (price/earnings ratio) vergelijkbaar met de NAR methode en in dit geval is de 5-jaars genormaliseerde (gemiddelde) ratio weergegeven, om de kans op uitschieters te verkleinen en een meer representatief beeld te geven. De enterprise value is de marktwaarde van het eigen vermogen gecorrigeerd voor liquide middelen en schulden. In de laatste kolom is de multiplier van de EBITDA genormaliseerd over 2016 t/m 2019 en 2022 (totaal 5 jaar). De cijfers van de jaren 2020 en 2021 ontbreken in veel van de gebruikte bronnen of waren negatief, zeer waarschijnlijk als gevolg van de COVID-19 pandemie.

Tabel 4 - Koersdatum 18/08/2023

EUR/USD =	1,09
GBP/USD =	1,27
AUD/USD =	0,65

Bron: Google Finance, 2023

Tabel 5 – Bedragen in miljoenen \$

Outputparameters							
Office OpCo's	Jaarlijkse inkomsten	EBITDA	EBITDA margin	Enterprise value (EV) Q3 2023	P/E ratio 5Y Norm.	Multiplier EBITDA 2022	5-Y normalised EBITDA (ex. 2020/2021)
IWG Plc.	3.494	1.718	49,2%	11.278	28,5	7,4	7,7
WeWork Inc.	3.245	-404	-	1.800	nb	-	nb
ServCorp Ltd.	177	89	50,4%	349	28,9	3,8	5,9

Bron: Morningstar, Yahoo Finance, jaarverslag 2022 IWG, WeWork en Servcorp, (eigen bewerking auteur).

Analyse

Uit het voorbeeld van WeWork blijkt dat de markt moeite heeft om een operator te waarderen. In de waarde van 2019 leek men nog van een grote groeipotentie uit te gaan. Maar door de grote discrepantie in het huurmodel tussen de gegarandeerde huurinkomsten en de uitstaande huurverplichtingen, wordt er weinig vertrouwen ontleend aan de waardering van WeWork; op 31 maart 2023 had WeWork gemiddeld 11 jaar aan huurverplichtingen en IWG 10 jaar, met daartegenover 3,3 jaar WALT (Weighted Average Lease Term), zijnde gegarandeerde huurinkomsten. WeWork meldt niets over de WALT in haar jaarverslag, maar vermoedelijk ligt dit gezien de aard van het bedrijf met voornamelijk memberships veel lager dan bij IWG. Naast deze disbalans blijkt het voor WeWork – ondanks de vergelijkbare bezettingsgraad als IWG – lastig om winstgevend te worden, gezien na de grote herstructurering sinds 2019 de kosten nog altijd hoger liggen dan de inkomsten.

De EBITDA marge van WeWork was over december 2022 voor het eerst positief, maar is daarvoor altijd negatief geweest en daarom is de EBITDA marge over 2022 ook negatief. In tegenstelling tot WeWork zijn IWG en Servcorp met uitzondering van de pandemie jaren 2020-2021, structureel winstgevend. Wat verder opvalt is dat de P/E ratio en EBITDA yield van IWG en Servcorp dicht bij elkaar liggen, ondanks het verschil in schaalgrootte. De EBITDA wordt door IWG en Servcorp gerapporteerd vóór aftrek van huurlasten, oftewel als de EBITDAR(ent) en zegt daarmee iets over de resterende capaciteit om huur te kunnen betalen. Gezien zij overwegend gebruik maken van het huurmodel is dit een belangrijke parameter.

De 5-jaars genormaliseerde EBITDA multiplier (inclusief 2022) ligt ook relatief dicht bij elkaar en ligt in beide gevallen hoger dan over het boekjaar 2022, wat erop kan duiden dat de winstgevendheid onder druk staat en/of dat er sprake was van een herstelperiode na de pandemie jaren 2020 en 2021. Dat het resultaat achterblijft, voedt wel de opvatting dat het huurmodel onder druk staat en daarom is dit een relevante parameter. De belangrijkste drie parameters voor de casestudy zijn voor het overzicht dikgedrukt.

Tot slot is in onderstaande grafiek de koersontwikkeling weergegeven van deze drie bedrijven:

Figuur 2



Bron: Morningstar 2023

Wat opvalt is dat de koers van IWG en Servcorp in de afgelopen 5 jaar min of meer dezelfde schommelingen hebben ondergaan. Ook bij de intrede van de COVID-19 pandemie, waarvan de gevolgen in de markt zichtbaar werden vanaf begin 2020, vanwege grote twijfel over de impact op de economie en de gevolgen van de work from home trend. Dit leidde in relatie tot de overwegend korte termijn huurcontracten van de huurders van deze OpCo's tot negatief sentiment in de markt over (flexibele) kantoorruimte.

In 5 jaar tijd ligt de koersdaling van beide bedrijven niet heel ver uit elkaar en liggen de koersen nog steeds ver onder het niveau van vóór COVID-19. Dit is toch opvallend te noemen gezien in hoofdstuk 2 naar voren komt dat deze pandemie voor een katalysator heeft gezorgd in de richting van serviced offices.

5.2 Parameters hotel operators

Zoals eerder gesteld wordt gekeken naar wat meer achtergrond informatie om de hotelmarkt te duiden en wordt in deze paragraaf ingegaan op de parameters van hotel operators, om te kunnen beoordelen of deze een referentie kunnen bieden voor serviced office operators. Om een beeld te schetsen van de omvang van de hotelketens in relatie tot de office operators, is onderstaand een ranglijst weergegeven van de 10 grootste hotelketens wereldwijd (ranking 2021):

Figuur 3



Bron: Statista 2023, via Hotel Management, 2021, eigen bewerking auteur

Onderstaand is een overzicht weergegeven van de verhouding tussen het aantal locaties met managementcontracten, franchise en eigendom/huur weergegeven van 2016, gezien een meer recent overzicht ontbreekt. De lijst is gerangschikt op basis van het aantal managementovereenkomsten.

Tabel 6

2013 rank	Hotel company	Country	Network breakdown by contract type		
			Number of hotels under management contract % of total hotels	Number of franchised hotels % of total hotels	Number of owned or leased hotels % of total hotels
1	Marriott International	USA	1,018 26%	2,672 68%	44 1%
2	Accor	FRA	787 22%	1,402 39%	1,387 39%
3	InterContinental Hotels Group	GB	711 14%	3,977 85%	9 1%
4	Starwood Hotels & Resorts Worldwide	USA	563 46%	551 47%	47 4%
5	Hilton Worldwide	USA	498 12%	3,420 83%	197 5%
6	Louvre Hotels Group	FRA	299 26%	584 52%	252 22%
7	Hyatt Hotels Corp.	USA	239 44%	185 34%	97 18%
8	Carlson Rezidor Hotel Group	USA	235 22%	760 71%	75 7%
9	New Century Hotels & Resorts	CHI	148 100%	0	0
10	Meliá Hotels International	SPA	133 44%	28 9%	144 47%

Bron: The Routledge, 2016 (via Hotels 325, 2014).

Wat opvalt is dat het aantal locaties bij ketens als Marriott en IHC in 2016 nog aanzienlijk lager lag, wat kenmerkend is voor de zeer concurrerende hotelmarkt en waarbij regelmatig grote overnames voorkomen (Hotel Management, 2021). Naast het feit dat Marriott veruit de meeste locaties onder management heeft, valt op dat zij net als andere grote ketens relatief veel franchise locaties hebben en weinig eigendom of huur. De enige uitzonderingen hierop in de top 10 zijn het Franse Accor en het Spaanse Meliá Hotels met resp. 39% en 47% eigendom/huur, maar ook zij hebben relatief veel managementcontracten. In de meest recente jaarverslagen van bedrijven met relatief veel locaties in eigendom, wordt maar heel beperkt toelichting gegeven over de waardering van het vastgoed. Hieruit kan geconcludeerd worden dat de focus van zowel het bedrijf zelf als de aandeelhouders sterk op de operatie ligt.

Steeds meer individuele hotelexploitanten kiezen ervoor om zich aan te sluiten bij een grote naam, met een eigen 'brand' en bijbehorend imago. De merkbeleving en reputatie gekoppeld aan gestandaardiseerde services kunnen een voorsprong bieden ten opzichte van de concurrentie.

Outputparameters waardering

Net als bij de serviced office operators wordt gekeken naar de bedrijfswaardering van beursgenoteerde hotel OpCo's. Omdat voor dit onderzoek van de hotelmarkt vooral de waarderingsratio's relevant zijn voor de outputparameters, wordt verder niet ingegaan op de individuele achtergrond en de enterprise value van deze bedrijven. Er is in de data van dit onderscheid geen onderscheid gevonden tussen eigendom versus huur van de hotels en daarom is een selectie gemaakt van hotels waarvan bekend is dat het aandeel eigendom (of huur) $\leq 5\%$ is, zodat in de waardering de nadruk op de operatie ligt

(managementcontracten of franchise). Dit heeft geresulteerd in het volgende overzicht met de ketens Hilton, Marriott en InterContinental Hotels Group (IGH). Om een goede vergelijking te kunnen maken met de serviced office OpCo's is eveneens een 5-jaars genormaliseerde EBITDA multiplier vastgesteld met uitzondering van de COVID-19 pandemie jaren 2020 en 2021.

Tabel 7

Outparameters								
Hotel OpCo's	Regio	Notering	#	EBITDA margin	P/E ratio 5Y Norm.	Multiplier EBITDA 2022	5-years normalised EBITDA (ex. 2020/2021)	% vastgoed/leased
Hilton	Wereldwijd	US	6.619	26,3%	40,0	17,9	16,6	5%
IGH	Wereldwijd	UK	5.959	20,9%	34,2	16,2	17,3	1%
Marriott	Wereldwijd	US	7.662	18,3%	31,9	14,6	20,7	1%

Bron: Bloomberg data terminal, Morningstar (eigen bewerking auteur).

Analyse

Wat opvalt is dat de ketens op basis van het aantal locaties onderdeel van de vijf grootste hotelketens wereldwijd zijn. Dit heeft hoogstwaarschijnlijk een direct verband met het grote aandeel management- en franchisecontracten waarmee zoals in hoofdstuk 2 naar voren komt relatief snel nieuwe locaties kunnen worden toegevoegd. De gemiddeld lagere 5-jaarsmultiplier van Hilton toont aan dat 2022 ten opzichte van de voorgaande jaren opvallend winstgevend was en bij Marriott is juist een omgekeerd beeld zichtbaar. De verklaring hiervoor is binnen dit onderzoek minder relevant. De P/E ratio over 2022 wijkt onderling vrij stevig af en ligt in lijn met de EBITDA margin. Deze EBITDA margin ligt een stuk lager dan bij de serviced offices, maar dat is mede te verklaren door het zwaartepunt van management- en franchise contracten waardoor de inkomsten voornamelijk uit 'fees' bestaan. De EBITDA multiplier over de afgelopen 5 jaar niet ver van elkaar af en daarom wordt deze parameter eveneens aangehouden voor de casestudy.

Na de analyse van de serviced office en hotel operators worden als volgt de drie bedrijven toegelicht welke zowel eigenaar zijn van het kantoorvastgoed als de operatie.

5.3 Parameters PropCo/OpCo's:

Vergelijkbaar met de wijze waarop de OpCo's zijn geanalyseerd, worden als volgt de beursgenoteerde PropCo/OpCo combinaties weergegeven en toegelicht.

Tabel 8

PropCo/OpCo's	# locaties	Aandeel flex/m2*	Dekking	Eigendom
Workspace Plc.	86	51%	UK	Beursgenoteerd
Great Portland Estates Plc. (GPE)	60	7%	UK	Beursgenoteerd
NSI N.V.	49	6%	NL	Beursgenoteerd

* Volgens de literatuur contracten korter dan 3 jaar, maar voor de analyse wordt de definitie uit de praktijk in jaarverslagen aangehouden zijnde 12 maanden of korter.

Bron: jaarverslag 2022 Workspace, GPE en NSI en websites Workspace, GPE en NSI

Workspace Group Plc.

Workspace is in 1987 opgericht en handelt met haar eigen flexibele kantorenconcept ook onder die naam. Het bedrijf biedt zowel vaste werkplekken als co-working ruimten, meeting rooms en zet in op de community (Workspace, 2023). Op dit moment hebben zij ca. 1.575.000 m2 in Londen, verdeeld over 86 locaties (ca. 4.900 units) in 'Londen city' en nabije steden in de regio Groot-Londen, met ca.

4.000 huurders en een focus op het MKB. Het jaarverslag van 2022 vermeldt een WALT van 2,5 jaar en van alle contracten expireert 51% binnen 1 jaar (p. 250) en 69% binnen 2 jaar. De meerderheid van de contracten worden gesloten voor een periode van 2 jaar en kunnen vervolgens voor onbepaalde tijd met een opzegtermijn van 3 of 6 maanden worden opgezegd. Workspace geeft aan dat als gevolg van aankopen een deel van de contracten langer loopt zijnde ca. 11% (jaarverslag 2022 Workspace). Tot slot meldt Workspace in haar jaarverslag het risico van de flex contracten in de waardering, met een hoge mate van schattingsonzekerheid.

Great Portland Estates plc (GPE)

Betreft een kantoor- en winkelbelegger welke ook ontwikkelt voor eigen portefeuille. Gevestigd in- en sec gefocust op Londen, waar het bedrijf ruim 600.000 m2 kantoor bezit (79%) en voor de rest retail (21%). Het jaarverslag van 2022 rapporteert ca. \$ 205 miljoen huurwaarde, waarvan ca. \$ 70 miljoen in een ontwikkelpijlijn zit en \$ 135 miljoen uit daadwerkelijke inkomsten bestaat. Het aandeel flex is 21% (125.000 m2) en de rest conventioneel. GPE vermeldt in het jaarverslag de doelstelling om dit aandeel te laten stijgen tot 40%, mede omdat de prestaties van dit deel van het portfolio in 2022 de reguliere kantoren hebben overtroffen op het gebied van huurgroei, opnamesnelheid en de loyaliteit van huurders. De focus ligt naast service op het bieden van flexibiliteit in maatvoering van kantoren (GPE, 2023a) en ook retail met flexibele indeelbaarheid. Daarnaast biedt GPE voor beide sectoren een ‘fully managed’ oplossing, met in het geval van kantoren gedeelde meeting rooms en F&B, vergelijkbaar met de definitie van een serviced office. Tot slot hebben zij ook een digitale toepassing met een smart workplace app (GPE, 2023b). De WALT per 31/3/2023 is 3,2 jaar (jaarverslag GPE 2022).

NSI N.V.

Gevestigd in Amsterdam, met omgerekend \$ 78 miljoen aan huurinkomsten en 52 kantoorgebouwen in 2022 waarvan het merendeel gelegen in Amsterdam. NSI heeft sinds 2012 een eigen serviced office onder de merknaam HNK (Het Nieuwe Kantoor). Ultimo 2022 valt op basis van het aantal m2 ca. 22% van de totale portefeuille onder HNK (jaarverslag NSI 2022). Met dit concept worden flexibele huurtermijnen geboden in combinatie met gedeelde services en voorzieningen waaronder full serviced managed offices oplossing, vergelijkbaar met GPE. Een van de drie pijlers van NSI is ‘Space as-a-service’ met de visie dat de services van HNK en de meer conventionele NSI kantoren in de toekomst nog meer bij elkaar zullen komen (website NSI, 2023). Ultimo 2022 is de WALT 3,9 jaar (jaarverslag NSI 2022).

Outputparameters waardering

Zoals in de literatuur naar voren komt is de bedrijfswaardering een resultante van de vastgoedwaardering. De bedrijfswaardering, en de mate waarin deze overeenkomt met de taxatierapporten (en de daarvan afgeleide NAV), zegt iets over het vertrouwen in de vastgoedwaardering. Op basis van de beschikbare data zijn daarom eerst de vastgoedwaarderingen van deze drie bedrijven weergegeven in tabel 10 en vervolgens de bedrijfswaarderingen in tabel 11. De bedrijven Workspaces en GPE kennen een gebroken boekjaar met balansdatum 31/3/2023 en NSI regulier met balansdatum 31/12/2022. De AUM (assets under management) betreft de getaxeerde marktwaarde, inclusief ontwikkelingen. In tegenstelling tot de OpCo vergelijking is geen 5-jaars genormaliseerde EBITDA multiplier beschikbaar, maar wel de EBITDA multiplier van 2022.

Tabel 9 – koersdatum: 18/08/2023

EUR/USD =	1,09
GBP/USD =	1,27
AUD/USD =	0,65

Bron: Google Finance, 2023

Vastgoedwaardering

Tabel 10 - Bedragen in miljoenen \$

Outputparameters							
Office PropCo/Opco's	GIY	NIY	NI	AUM 2022	AUM NI cap rate	WALT	EPRA vacancy
Workspace plc	6,9%	4,6%	148	3.206	21,7	2,5	18,5%
GPE plc*	6,8%	5,4%	164	3.023	18,5	3,2	20,4%
NSI NV	5,7%	4,7%	65	1.372	21,2	3,9	6,2%

* GPE RI = Inclusief ca. \$ 70 miljoen potentiële rental income uit de ontwikkelpijplijn.

Bron: Morningstar, Yahoo Finance, jaarverslag 2022 van Workspace Group, GPE, NSI.

Analyse:

Wat opvalt is dat de WALT van Workspace ondanks het fors hogere aandeel flexibele contracten met - 0,7 jaar niet eens heel veel lager ligt dan bij GPE. De GIY van Workspace en GPE is vrijwel gelijk, wat mede verklaard kan worden door de vergelijkbare regio. Echter dient bij de vergelijking met GPE rekening te worden gehouden met het forse aandeel ontwikkelingen (31% van de GI) en bij Workspace zit mogelijk een hoger risico in het grote aandeel flexibele contracten wat tot uiting komt in de kortere WALT. De lagere NIY van Workspace ten opzichte van GPE, ondanks de vrijwel gelijke GIY, kan mede worden verklaard doordat het significant grotere aandeel flexibele contracten van Workspace meer managementintensief is. De cap rate van Workspace ligt wel opvallend hoger dan bij GPE ondanks dat zij in dezelfde regio opereren, wat wederom gedeeltelijk te verklaren is door het aandeel van bijna 1/3^e aan ontwikkelingen. Overall is het verschil in de belangrijke parameter NIY tussen de drie bedrijven niet meer dan 0,8%, wat ook terugkomt in de hieraan gerelateerde AUM NI cap rate. Deze worden derhalve aangehouden als betrouwbare parameters voor de casestudy en zijn daarom dikgedrukt in de tabel.

Bedrijfswaardering

Tabel 11

Outputparameters										
Office PropCo/Opco's	#	RI	Serviced (% m2)	Flex (%/ m2)	LTV	Enterprise value (EV)	P/E ratio 5Y normalised	EBITDA 2022	EBITDA margin	Multiplier EBITDA
Workspace plc	86	221,2	100%	51%	33,0%	2.311,4	10,5	121	54,6%	19,1
GPE plc*	60	204,6	21%	7%	19,8%	2.330,0	nb	115	56,2%	20,2
NSI NV	52	77,7	22%	6%	28,7%	891,5	8,1	55	71,2%	16,1
Average					27,2%					

* GPE RI = Inclusief ca. \$ 70 miljoen potentiële rental income uit de ontwikkelpijplijn.

Bron: Morningstar, Yahoo Finance, jaarverslag 2022 van Workspace Group, GPE, NSI.

Analyse

Wat opvalt is dat Workspace ondanks het fors hogere aandeel flexibele contracten in staat is om een vergelijkbare EBITDA margin te genereren. De EBITDA margin over 2022 van NSI ligt opvallend hoger, maar desondanks ligt de multiplier een stuk lager, wat ook terugkomt in de P/E ratio vergelijk tussen Workspace en NSI (van GPE niet bekend). Dit kan enerzijds verband hebben met de verschillende landen waarin wordt belegd en anderzijds de LTV. Deze is bij NSI vrijwel vergelijkbaar met Workspace en inderdaad een stuk hoger dan bij GPE, welke ook de hoogste EBITDA multiplier heeft. Dat de enterprise value van Workspace iets lager ligt dan bij GPE, ondanks de hogere AUM van Workspace kan hier mede door worden verklaard. Workspace en GPE zijn qua winstgevendheid en de EBITDA multiplier

van 2022 wel vergelijkbaar, wat doet vermoeden dat de risico's van de vastgoedontwikkelingen bij GPE door de markt enigszins worden weggestreept tegen de risico's van het hogere aandeel flexibele huurinkomsten bij Workspace. De EBITDA multiplier wordt het best vergelijkbaar geacht als referentie voor de casestudy. Gezien het aandeel flexibele contracten de aanleiding is dat deze partijen in deze analyse zijn meegenomen, wordt deze parameter eveneens aangehouden voor de casestudy.

5.4 Deelconclusie

Uit de bedrijfsanalyse blijkt dat de waarderingen van serviced offices in de afgelopen 5 jaar volatiel waren, de houdbaarheid van het leasemodel onder druk staat en de winstgevendheid nog iets lager ligt dan vóór COVID-19. Dit laatste kan echter ook nog te maken hebben met het feit dat 2022 wordt gezien als een herstelperiode van de COVID-19. Bij twee van de drie grootste spelers ligt in ieder geval een duidelijke focus op het management- of franchise model ten opzichte van het meer traditionele huurmodel, waarvan bekend is dat de discrepantie tussen huurverplichtingen en huurinkomsten tot veel onzekerheid in de waardering kan leiden. Dit is mede te relateren aan de liquiditeitsproblemen bij zowel IWG als WeWork, met soms faillissementen en genoodzaakte wijzigingen in het exploitatiemodel van deze operators.

In hoofdstuk 2 kwam onder andere naar voren dat de hotel operator Marriott met behulp van het management/franchisemodel snel heeft kunnen groeien. Uit de bedrijfsanalyse blijkt dat dit voor serviced office operators op dit moment eveneens een strategie is om het marktaandeel te vergroten. In combinatie met het feit dat de winstgevendheid en waardering van het leasemodel onder druk staat, lijkt het managementmodel uitkomst te bieden. Zoals in hoofdstuk 2 naar voren komt worden door middel van dit model ook sneller schaalvoordelen bereikt voor de operator.

Geconcludeerd kan worden dat de EBITDA multipliers van hotel OpCo's kunnen worden vergeleken met de multipliers van de office OpCo's. Te meer omdat de ratio's van de hotels vele malen hoger liggen, waarvoor het verschil in exploitatiemodel- en de hiermee gepaard gaande risico's een belangrijke verklaring zou kunnen zijn. Het resultaat uit deze analyse sluit ook aan bij de literatuur waarin naar voren komt dat aandeelhouders een hogere cap rate toewijzen aan hotels dan aan serviced offices. Tot slot komt bij de serviced offices een gemiddelde bezetting naar voren van afgerond 75%, welke een relevante inputparameter is voor de casestudy. De op basis van de literatuur belangrijkste outputparameters worden hieronder samengevat:

Tabel 12 – overzicht outputparameters bedrijfsanalyse*

Office OpCo's	Exploitatiemodel (concentratie)	#	EBITDA margin	Multiplier EBITDA 2022	5-Y normalised (ex. 2020/2021)
IWG Plc.	Lease	3.345	49,2%	7,4	7,7
WeWork Inc.	Lease	800+	-	-	nb
ServCorp Ltd.	Lease	150+	50,4%	3,8	5,9

Hotel OpCo's	Exploitatiemodel (concentratie)	#	EBITDA margin	Multiplier EBITDA 2022	5-Y normalised (ex. 2020/2021)
Hilton Worldwide Holdings Inc	Management	6.619	26,3%	17,9	16,6
InterContinental Hotels Group	Management	5.959	20,9%	16,2	17,3
Marriott International Inc/MD	Management	7.662	18,3%	14,6	20,7

PropCo/OpCo's	Exploitatiemodel	#	Flex (%/m2)	Multiplier EBITDA	AUM NI Cap rate	NIY
Workspace	100% eigendom	86	51%	19,1	21,7	4,6%
GPE	100% eigendom	60	7%	20,2	18,5	5,4%
NSI	100% eigendom	52	6%	16,1	21,2	4,7%

* Er dient bij deze referenties rekening te worden gehouden met een grote mate van heterogeniteit van in ieder geval het vastgoed in het algemeen en de verschillen in de locaties.

6. Uitwerking interviews

Inleiding

In hoofdstuk 4 is toegelicht op welke wijze de experts voor dit onderzoek zijn geselecteerd, hoe de vragen tot stand zijn gekomen en de interviews zijn uitgewerkt. In deze paragraaf worden de uitkomsten van de interviews weergegeven.

6.1 Uitkomsten interviews

De antwoorden op de vragen zijn samengevat weergegeven. Doordat er sprake is van een semi-gestructureerd interview hebben de antwoorden in sommige gevallen een bredere betrekking dan alleen de vraagstelling zelf.

1. Is het traditionele business model van een service office operator, zijnde 10-20 jarige vaste huurcontracten sluiten met een eigenaar/verhuurder en vervolgens flexibel onderverhuren, voor een operator houdbaar?

De houdbaarheid van het traditionele businessmodel waarbij operators langdurige huur-overeenkomsten aangaan met eigenaren en deze flexibel onderverhuren staat volgens de respondenten onder druk. Er is sprake van arbitrage door een groot verschil in de contractduur tussen enerzijds de verplichtingen van een operator en anderzijds de huurinkomsten, wat een uitdaging vormt voor nieuwe concepten zoals flexkantoren. Twee respondenten geven aan dat dit ook met het momentum van contractvorming te maken kan hebben. In laagconjunctuur waren de huurprijzen meer aantrekkelijk en waren betere huurvoorwaarden onderhandelbaar, waardoor business modellen in het verleden betere prognoses gaven dan vandaag de dag, omdat huurprijzen inmiddels hoger liggen en er minder aanbod is. Een van de respondenten geeft ook aan dat het veel met schaal te maken heeft, enerzijds op het gebied van kosten efficiëntie en anderzijds of je als organisatie ook weerbaar genoeg bent om tegenvallers van de discrepantie tussen huurverplichtingen en huurinkomsten op te vangen. Daarnaast zorgt een geografische internationale spreiding er ook voor dat je minder vatbaar bent voor lokale economische factoren. Tot slot zijn er ook bedrijven die voldoende schaal hebben om locaties te sluiten wanneer de prognoses tegenvallen, zonder dat zij dan direct in de problemen komen omdat er inkomsten wegvallen. De schaal zorgt er ook voor dat je flexibel bent met de inzet van personeel.

De respondenten geven aan dat er een verschuiving waarneembaar is in de contractuele modellen van een traditioneel huurmodel naar een managementfee model. Zowel bij wereldwijde spelers als bij kleinere lokale spelers, omdat de winstgevendheid steeds meer onder druk staat. Daarnaast geeft een van de eigenaren aan dat de nieuwe IFRS 16 regelgeving er sinds 1 januari 2019 voor zorgt dat de volledige huurverplichting (van langer dan 1 jaar) op de balans dient te worden geactiveerd en daarmee de waarde van de onderneming naar beneden wordt gedrukt. Naarmate een contract langer is heeft dit dus een negatief effect op de waardering en daarmee ook de financierbaarheid van de onderneming.

2. Bij hotels is de bandbreedte van de huur doorgaans 22-24% van de omzet voor een gezonde bedrijfsvoering. Hoeveel is dit idealiter bij serviced kantoren gelet op de verdien capaciteit?

Een van de eigenaren geeft aan dat de verhouding idealiter maximaal $1/3^e$ van de omzet de huurlast bedraagt, zodat $1/3^e$ overblijft voor overhead kosten en $1/3^e$ marge. Volgens de andere eigenaar is dit idealiter maximaal 15-20%. De taxateur geeft aan dat zij voor het markthuurlcomponent van hotels in werkelijkheid een bandbreedte zien van 20-30%, met de kanttekening dat dit wel merk- en positioneringsafhankelijk is. In het hogere segment zijn de marges doorgaans hoger en in het lagere

segment moeten zij het vaak doen met lagere marges. Bij het lagere segment wordt bijvoorbeeld vaak meer marge gemaakt op eten en drinken (F&B). Volgens de taxateur en de financier ligt het huurcomponent bij serviced kantoren hoger, maar geldt dit ook voor de EBITDA, waardoor een serviced kantoor ook een relatief hogere huurcomponent kan dragen. De taxateur geeft aan dat in een meer volatiele markt een 'rent cover' (EBITDA+huur / huur) >1,5 gewenst is. Bij hotels ligt niet alleen de huur zelf, maar ook het huurcomponent als onderdeel van de totale omzet vaak ook hoger op de betere locaties. Dit betekent dat er minder overblijft voor overhead en winst. Of dit voor serviced kantoren ook geldt is niet bekend.

3. Zijn er voor wat betreft de inkomstzekerheid (vraag en aanbod) grote verschillen tussen een serviced office en een hotel operatie?

De respondenten zijn eensgezind over het feit dat een serviced office op basis van de huurcontracten meer lange termijn inkomstzekerheid biedt, gezien het verschil in tijdsduur van doorgaans minimaal 6-12 maanden versus vaak enkele nachten. Anderzijds zijn de taxateur en financier van mening dat de hotelmarkt een langer track-record hebben, wat uiteindelijk toch een hogere kapitalisatiefactor zou rechtvaardigen. Volgens deze twee respondenten wordt in de markt bij kantoren sinds de COVID-19 pandemie meer getwijfeld aan het nut en de noodzaak van een kantoor, waar de hotelmarkt van alle tijden is en profiteert van een potentieel steeds grotere groep reizigers wereldwijd. Desalniettemin verwachten zowel de taxateur als de financier geen drastische vraagterugval naar kantoren en wordt deze huisvesting als onmisbaar beschouwd. De twee eigenaren zijn daarbij opvallend optimistischer over de kansen die de COVID-19 biedt, met de grote shift naar flexibel werken met gedeelde services.

Volgens de taxateur is de vraag-aanbod verhouding bij hotels op de top locaties beter dan op de top kantorenlocaties, omdat op de top hotellocaties regelmatig meer vraag dan aanbod is, dan dat er vraag is ten opzichte van het aanbod op de top kantoren locaties. Naar beleving van zowel de taxateur als de financier hebben hotels (mede hierdoor) een hogere gemiddelde bezettingsgraad.

4. Is het conjunctuurrisico van een hotelexploitatie groter, kleiner of vergelijkbaar met een serviced kantoor?

Net als bij de inkomstenonzekerheid zijn de meningen hier verdeeld. De eigenaren van de serviced offices zijn echter van mening dat een kantoor een 'must have' is en een hotel meer een 'nice-to-have', zeker als het gaat om recreatief reizen. De financier ziet vooral onzekerheid in de (flexibele) kantorenmarkt, door de gevolgen van COVID-19 pandemie met het werken vanuit huis. De financier is van mening dat bij het vergelijken van de onderlinge prestaties de pandemie jaren 2020 en 2021, moeten worden uitgesloten omdat deze niet representatief zijn voor een normaal opererende markt, mede gezien de rol die de overheid heeft gespeeld in deze pandemie. Een van de eigenaren geeft aan dat in geval van extreme marktomstandigheden, zoals tijdens de COVID-19 pandemie, de serviced kantorenmarkt wel heeft bewezen significant hogere bezettingsgraden te kunnen waarborgen dan de hotelmarkt. Dit is gebaseerd op het feit dat de bezettingsgraad bij IWG tijdens de pandemie niet veel lager dan 70%, waar hotels veel harder geraakt werden door de lockdowns en internationale reisbeperkingen. In die zin waren de serviced kantoren dus beter bestand tegen onvoorziene omstandigheden, in de waarderingen wordt geen rekening gehouden met dergelijke uitzonderlijke situaties omdat deze niet in redelijke mate voorspelbaar zijn.

5. Welke waarderingsmethode van een service office operator is het meest geschikt en waarom?

De respondenten zijn van mening dat de inkomstenbenaderingsmethode de meest voor de hand liggende methode is voor serviced kantoren, waarbij de DCF-methode (met inbegrip van de EBITDA) het meest representatief is voor de werkelijkheid, omdat hier meer details worden meegenomen van zowel inkomsten als kosten. De keuze van de methode hangt wel af van het specifieke concept en de beschikbare gegevens. Daarnaast wordt door de taxateur opgemerkt dat er bij een serviced office operator sprake zou moeten zijn van een bedrijfswaardering in plaats van een vastgoedwaardering, zodat de waarde van het vastgoed en de operatie elkaar niet onterecht beïnvloeden.

6. Zijn de marktwaarde taxaties/transacties van exploitaties van serviced offices onderling met elkaar te vergelijken?

Er wordt opgemerkt dat het aantal transacties erg beperkt is en er vanwege de intransparante vastgoedmarkt ook weinig taxatiewaardes bekend zijn. Er kan worden gesteld dat de respondenten eensgezind van mening zijn dat deze transacties onderling representatief kunnen zijn, echter rekening houdend met het feit dat er wel sprake is van heterogeniteit. Nog meer dan bij commercieel vastgoed het geval is. Een suggestie van één van de respondenten zou zijn om een classificatie in vorm van een sterren-ranking zoals bij hotels gebruikelijk is toe te passen, om op die manier tot een betere vergelijking te kunnen komen. Het is daarnaast van belang dat er duidelijk onderscheid waarneembaar is tussen het vastgoed en de operatie. Bij de operatie dien je vooral te kijken naar de cashflow en is sprake van een bedrijfswaardering, welke je vervolgens ook kan vergelijken met hotels.

7. Bij hotels is de kapitalisatiemethode of de DCF door middel van de NOI/EBITDA het meest gebruikelijk. Is een EBITDA multiplier geschikt als 'sanity check' van deze waarderingsmethoden?

De respondenten zijn van mening dat de EBITDA multiplier hiervoor een goede tool zou kunnen zijn, met de kanttekening dat er nauwelijks multipliers bekend zijn. Ook hier geldt weer dat verwevenheid met het vastgoed tot een vertekend beeld zou kunnen leiden en er dus sprake moet zijn van een duidelijk onderscheid. EBITDA multipliers van vastgoedwaarderingen zijn niet geschikt, omdat in dat geval inkomsten zouden worden meegewogen die losstaan van de OpCo inkomsten. De taxateur geeft aan dat de EBITDA multipliers onderling tegen elkaar worden afgezet, waarbij op basis van track-record en financiële draagkracht wordt gekeken hoe de waarderingen zich onderling tot elkaar verhouden en of deze eventueel nog moeten worden bijgesteld. De financier geeft ook aan dat in het bijzonder de genormaliseerde EBITDA multiplier hiervoor geschikt is, gecorrigeerd voor de uitzonderlijke COVID-19 jaren. De taxateur geeft aan dat het in het geval van een PropCO/OpCo, waarbij sprake is van exploitatiegebonden vastgoed, als variant op de traditionele DCF de gross operating profit (GOP) methode een goede vergelijking biedt voor een kapitalisatiemethode. Deze bruto marge geeft in feite aan wat er voor een exploitant overblijft om aan huur te kunnen betalen. Dit geeft de verdien capaciteit weer van de locatie en zegt daarmee (indirect) iets over de waarde van het vastgoed.

6.2 Deelconclusie

Voor dit onderzoek zijn de drie verschillende stakeholders van een waardering geïnterviewd. De respondenten zijn eensgezind over het belang van een separate waardering tussen enerzijds het vastgoed en anderzijds de operatie. Voor de waarderingsmethode van de serviced office gaat de voorkeur duidelijk uit naar de DCF-methode in combinatie met de EBITDA-multiplier. Wat opvalt is dat de beoordeling van de inkomstenzekerheid en daarmee gepaard gaande risico inschatting erg

afhankelijk is van de perceptie van de beoordelaar en deze een subjectief element heeft. Dit verklaart mogelijk mede waarom de cap rates van hotels, met een langer track-record, op dit moment significant hoger liggen dan bij serviced office concepten. Overigens kan dit mede worden verklaard door de opvatting dat het bestaansrecht van hotels op dit moment minder ter discussie staat als bij kantoren.

Een interessante ‘take-away’ gaat over het huurcomponent, welke bij serviced kantoren hoger zou liggen in praktijk, maar dat dit ook geldt voor de EBITDA, waardoor een serviced kantoor dus ook een relatief hoger huurcomponent zou kunnen dragen. De EBITDA van de voor dit onderzoek geanalyseerde serviced office concepten IWG en ServCorp was zoals in hoofdstuk 3 weergegeven over het meest recente boekjaar respectievelijk 49,2% en 50,4% oftewel gemiddeld zo’n 10% hoger dan de in de interviews genoemde 40% EBITDA van hotel operators. Op basis van de interviews in combinatie met de data uit de bedrijfsanalyse kan voorzichtig worden geconcludeerd dat de EBITDA voor serviced office concepten inderdaad hoger ligt, wat betekent dat er ruimte is voor een hoger huurcomponent.

In meerdere interviews kwam ter sprake dat veel operators initieel starten met een bedrijfsmodel waarbij zij ook eigenaar zijn van het vastgoed, maar in het geval van een (snelle) groeiambitie mede door het kapitaalbeslag van het vastgoed, gedwongen worden om het vastgoed te verkopen. Er wordt gesteld dat het is lastig is om vastgoed op de plek te verwerven, welke goed past bij het concept. Wanneer er toch wordt vastgehouden aan het PropCo/OpCo model, dan belemmert dit in de groeisnelheid. Voor partijen als WeWork en IWG die, zeker in het verleden, enorm hebben ingezet op een zo groot mogelijk marktaandeel, was het dan vrijwel onmogelijk geweest om zo snel te groeien.

Uitwerking codering interviews:

Concept	Variabele	Indicator	Aantal respondenten mee eens (van 0 tot 4)
Bedrijfsstructuur	Huurverplichtingen	Is een lange huurtermijn (>10 jaar) tussen de OpCo en PropCo houdbaar	0 x eens 1 x neutraal 3 x oneens
	Winstgevendheid	Winstgevend genoeg voor traditioneel (=conventioneel) huurmodel	0 x eens 1 x neutraal 3 x oneens
Waarderingsmethoden	Representativiteit bestaande waarderingsmethoden	Meest gebruikte methode DCF onderschrijft de waarde	4 x eens 0 x oneens
	Referenties	Zijn waarderings tussens hotel- en office operaties vergelijkbaar	4 x eens 0 x oneens
	Conjunctuurgevoeligheid	Conjunctuurgevoeligheid tussens hotels en serviced office vergelijkbaar	0 x eens 4 x oneens

Wat opvalt is dat er op veel vlakken een vergelijkbare opvatting is onder de respondenten. Echter op het vlak van inkomstzekerheid en daarmee gepaard gaande conjunctuurgevoeligheid zaten de respondenten niet op één lijn. Beide eigenaren waren van mening dat de serviced kantorenmarkt

minder afhankelijk is van economische omstandigheden dan de hotelmarkt en in de perceptie van de taxateur en de financier was dit juist andersom. Deze verdeeldheid is opvallend, te meer omdat de inkomstzekerheid een belangrijkste factor is in waardering van een onderneming.

7. Casestudy

Inleiding

In dit hoofdstuk wordt de vraag beantwoord met welk exploitatiemodel de maximale waarde voor serviced offices wordt gerealiseerd. De waardering van de drie meest voorkomende exploitatiemodellen wordt uitgewerkt door middel van een fictieve casus en deze is daarom illustratief. Hiervoor zijn de waarderingsmethoden bepaald aan de hand van de bevindingen uit de literatuur, zoals schematisch weergegeven in de conclusie van hoofdstuk 3, en de interviews, zoals schematisch weergegeven in de conclusie van hoofdstuk 6. Op basis hiervan worden de DCF en de NAR-methode gebruikt; de DCF is zoals in de literatuur en interviews naar voren komt de meest geschikte methode in een meer volatiele markt. Zoals in het literatuuronderzoek en de interviews naar voren komt is het lastig om onderscheid te maken welk deel van de inkomsten gealloceerd kan worden aan het vastgoed en welk deel aan de operatie. Daarom is de DCF van de operator uitgebreid met een kasstroomschema om hierin dit onderscheid nadrukkelijk naar voren te laten komen.

Voor de waardering van kantoorvastgoed is blijkens de theorie de BAR/NAR-methode het meest voor de hand liggend, in combinatie met een DCF ter controle van uitkomst en waarbij de hoogste waarde leidend is. In deze casus wordt uitgegaan van netto huurinkomsten, waardoor de NAR-methode van toepassing is. In paragraaf 7.2 zijn de resultaten weergegeven. Om de resultaten (outputparameters) te valideren worden deze geanalyseerd op basis van de outputparameters uit de bedrijfsanalyse en de interviews.

De gehanteerde rekenmodellen zijn door de auteur op basis van voorbeelden uit de praktijk vervaardigd en zijn opgenomen in bijlage 1 en worden waar nodig nader toegelicht. De voertaal van de rekenmodellen is zoals gebruikelijk bij (internationale) waarderingsmethoden in het Engels.

De input voor de waarderingsmethoden is verkregen uit de resultaten van de bedrijfsanalyse van hoofdstuk 5, samengevat in paragraaf 5.4 en waar nodig aangevuld met andere referenties uit de praktijk. Deze worden uitgebreid toegelicht in paragraaf 7.1

Afbakening

Er wordt uitgegaan van een serviced office operator waarbij de inkomsten enkel bestaan uit de verhuur van kantoorruimte/werkplekken. Overige inkomsten zoals parkeren, opslag en F&B worden buiten beschouwing gelaten omdat parameters hiervoor nauwelijks kunnen worden gevalideerd en deze qua aandeel in de totale inkomsten doorgaans van ondergeschikt belang zijn in de totale waardering van een serviced office. Zowel de OpCo als de PropCo zijn in deze casus een zelfstandig beursgenoteerd bedrijf, in lijn met de referenties van dit onderzoek.

Stappenplan casestudy:

1. Vaststellen basis uitgangspunten voor de casus.
2. Waardering van verschillende structuren:
 - **Scenario 1 – Waarderen lease model tussen Opco en PropCo**
 - 1a OpCo waardering op basis van een DCF
 - 1b PropCo waardering op basis van een NARDe optelling van de uitkomsten van 1a en 1b zijn het resultaat van scenario 1.
 - **Scenario 2 – Waarderen managementmodel tussen OpCo en PropCo**
 - 2a OpCo waardering op basis van een DCF
 - 2b PropCo waardering op basis van een NARDe optelling van de uitkomsten van 2a en 2b zijn het resultaat van scenario 2.
 - **Scenario 3 – Eigendom (PropCo/OpCo)**
 - 3a OpCo waardering op basis van een DCF
 - 3b PropCo waardering op basis van een NARVergelijken uitkomsten, waarbij de hoogste waarde het resultaat is van scenario 3.

Tabel 12 – scenario overzicht

Scenario	Entity	Structure	Method
1a	OpCO	Lease	DCF
1b	PropCo	Lease	NAR
1	OpCo + PropCo	Lease	DCF+NAR
2a	OpCO	Management	DCF
2b	PropCo	Management	NAR
2	OpCo + PropCo	Management	DCF+NAR
3a	PropCo/Opco	Propco/OpCo	NAR
3b	PropCo/OpCO	Propco/OpCo	DCF

3. Vergelijken resultaten met de referenties uit de bedrijfsanalyse. De waarderingsresultaten zijn in dit onderzoek de afhankelijke variabele, welke bij de PropCo waardering sterk afhankelijk is van het netto aanvangsrendement (NIY), als zijnde de onafhankelijke variabele. Bij de OpCo waardering is de discount rate de onafhankelijke variabele en voor zowel de OpCo als de Propco is de omzet ook een onafhankelijke variabele. Op basis van deze drie onafhankelijke variabelen wordt tot slot een gevoeligheidsanalyse uitgevoerd, uitgaande van een 'worst'-, 'base'- en 'best'-case scenario. Op deze wijze wordt de impact van de onafhankelijke variabele(n) op de afhankelijke variabele in beeld gebracht.

7.1 Begrippenkader inputparameters

Onderstaand worden de inputparameters weergegeven met daarbij de toelichting per inputparameter. De letters A t/m F refereren met de toelichting onder de tabel.

Tabel 13 – input parameters

A - building metrics		C - occupancy en costs			
Market rent per sq m	€ 285	Occupancy stabilized	75,0%		
GFA building	11.765	Inflation / rental growth	2,0%		
LFA building	10.000	Total overhead expenses	10,0%		
LFA serviced office	2.000	Non recoverable expenses	10,0%		
LFA conventional	8.000	D - investments			
Distribution common area	15,0%	Investment costs p/sq m	€ 1.450,00		
sq m common area	300	Overall investment costs	€ 2.900.000		
Distribution office units	85,0%	Depreciation period in years	10,0		
sq m office units	1.700	Residual value estimate	20,0%		
sq m / desk	6,0	Residual value estimate	€ 580.000		
Amount flex desks	283	Incentive - investment contribution	0,0%		
Average monthly rate p/desk	€ 600	Investment contribution	€ -		
sq m / office unit	100,0	Renewal costs forecast period	€ 2.772.615		
Amount office units	17	Yearly renewal costs	16,5%		
Average monthly rate p/unit	€ 10.000	E - yields			
B - contract		Prime net income yield (NIY)	5,00%		
Market rent building	2.850.000	Loan to value (LTV)	27,2%		
Rent OpCo	€ 570.000	Interest rate	2,83%		
Forecast period in years	10,0	Risk free rate - Dutch 10Y bonds	3,30%		
Overall incentive	20,0%	F - comparables			
Incentive - rent free	20,0%	Central Park - Stadsplateau 30	€ 600		
Rent OpCo after incentive	€ 456.000	Oudegracht 399	€ 500		
		Regus - Papendorpseweg 100	€ 500		
Capital	leverage	risk premium	interest/return on equity	corporate tax	
Debt	27,17%	2,00%	5,80%	25,00%	1,18%
Equity	72,83%	6,50%	9,80%		7,14%
				WACC:	8,32%

- A) **Building metrics:** Voor de bepaling van de markthuurl van het kantoor is gekeken naar de randstad, waar in Nederland de hoogste concentratie office operators aanwezig is (Stec Groep, 2018). In dit geval is gekozen voor de meest centraal gelegen stad Utrecht. Uitgaande van actuele data zijn alleen de gemiddelde 'prime rents' van Utrecht openbaar beschikbaar. Daarom is voor deze casus een prime locatie aangehouden, zijnde Utrecht centraal station, met een prime rent van EUR 285,- per m² verhuurbaar vloer oppervlak per jaar (vvo), prijspeil maart 2023 (JLL, 2023). Ter vergelijking, de gemiddelde huurprijs in Utrecht was begin 2023 EUR 184,- (Dynamis, 2023). De vastgestelde huurprijs is consistent met de verwachting dat de kantooruimte zonder de OpCo een vergelijkbare huur zou genereren. Een hypothetische exploitant zou in staat zijn om dezelfde huur te betalen als een reguliere huurder.

Volgens de NVM was in 2018 de gemiddelde omvang van een serviced office concept tussen de 1.000 en 5.000 m² en was 88% van de flex office concepten gevestigd in een gebouw groter dan 5.000 m². Om een voor de markt representatief beeld te geven wordt uitgegaan van een kantoorgebouw van in totaal 10.000 m² vvo, met een serviced office concept van 2.000 m² vvo,

gebaseerd op de optimale verhouding voor de waardering, zoals in hoofdstuk 1 naar voren kwam in het onderzoek van CBRE en JLL. Het aantal m² per verhuurbare eenheid is op basis van referenties in de bedrijfsanalyse vastgesteld op 6 m² per werkplek. Uitgaande van gemiddeld 100 m² per kantoorunit komt dit neer op ca. 17 werkplekken per unit.

- B) **Contractvorm:** Het uitgangspunt in scenario 1 is een 10-jarige huurovereenkomst. Een marktconforme incentive voor dergelijke termijnen is ca. 20% van de totale huursom (eigen waarneming). De huurder heeft keuze uit een combinatie van huurkorting en investeringsbijdrage (D). Omdat de OpCo al is gevestigd op locatie, wordt de volledige incentive als huurkorting aangewend. In scenario 2 betreft het een 10-jarige managementovereenkomst op basis van een fee van 7,5% (bandbreedte referenties: 5-10%). In scenario 3 is geen contract van toepassing.
- C) **Bezetting en kosten:** De gestabiliseerde omzet is gebaseerd op de gemiddelde bezetting van de referenties van 75%. De inflatie is gebaseerd op het gemiddelde van de afgelopen 10 jaar, afgerond naar boven. De kosten voor overhead en overige uitgaven zijn eveneens gebaseerd op referenties.
- D) **Investeringen:** In deze casus wordt ervan uitgegaan dat de OpCo reeds is gevestigd in het gebouw en wordt jaarlijks een reservering maakt voor de instandhoudingskosten van de FF&E (Furnitures, Fixtures & Equipment). Deze kosten zijn gebaseerd op de CBRE Global Office Fit-Out Cost Guide 2022-2023, zijnde \$ 1.450 p/m² vvo. Wegens het huidige kleine koersverschil is dit bedrag gemakshalve omgezet in euro's. Het uitgangspunt voor de instandhoudingskosten is dat het inbouwpakket gemiddeld eens in de 20 jaar volledig vervangen dient te worden, met een geschatte restwaarde van 20%. Jaarlijks wordt derhalve een bedrag gereserveerd, gecorrigeerd voor inflatie, wat in 10 jaar leidt tot bijna EUR 4,2 miljoen aan reserves (ca. EUR 1.400/m² vvo).
- E) **Yields:** De NIY is net als de huurprijs gebaseerd op de prime kantoren van Utrecht, prijspeil maart 2023 (JLL, 2023). Voor het bepalen van de WACC, welke als basis dient voor de discontovoet van de DCF-methode dient de kostenvoet van zowel eigen- als vreemd vermogen te worden bepaald:

Vreemd vermogen

De 12-maands Euribor is een gangbare maatstaf voor de kosten van financiering, vermeerderd met een winst (risico) opslag van de financier. De rentemarge van financiers bedraagt op basis van een 12-maands Euribor ca. 3,00% (Bloomberg, prijspeil 18 augustus 2023). De leverage bedraagt 27,2% (gemiddelde van de referenties). Daarmee komt de rente op 4,83%.

Eigen vermogen

Voor de bepaling van de kosten van eigen vermogen voor enerzijds de operatie en het vastgoed anderzijds, gaan we uit van het gemiddelde rendement op de algemene beleggingscategorieën aandelen, obligaties en vastgoed afgewogen tegen het sharpe-ratio. De formule van deze ratio is als volgt:

$$\text{Sharpe-ratio} = \frac{R - R_f}{SD}$$

R = gemiddeld rendement belegging
R_f = risicovrij rendement
SD = risico voor de belegging gemeten met standaarddeviatie

Hoe hoger de uitkomst, hoe meer rendement wordt verkregen per eenheid extra genomen risico (Van Gool et al., 2020). Onderstaand wordt risico-rendement verhouding weergegeven van deze beleggingscategorieën:

Tabel 14 – risico-rendementverhouding

Risk-return Netherlands (2001-2019)	Stocks	Bonds	Non-listed real estate	Listed real estate
direct return	3,3%	2,0%	5,2%	6,5%
total return	6,1%	4,6%	7,6%	7,8%
standard deviation	22,8%	3,9%	4,8%	21,7%
Sharpe-ratio	0,17	0,58	1,09	0,25

Bron: Van Gool et al., 2020 (p. 163) via FTSE, Bofa, MSCI, NCREIF ODCE & INREV

Omdat zowel het rendement als de sharpe-ratio van beursgenoteerd vastgoed niet veel afwijkt van aandelen, beschouwen we de OpCo en PropCo voor deze casus als min of meer gelijkwaardig voor de beoordeling van het vereiste rendement op eigen vermogen. Het rendement op eigen vermogen wordt doorgaans gebaseerd op de risicovrije rentevoet van een staatsobligatie gelijk aan de looptijd van de beschouwingsperiode van in dit geval 10 jaar, zijnde 3,3% (prijspeil augustus 2023). In een onderzoek van de ACM (2019) naar een redelijke WACC komt naar voren dat op een marktrisicopremie van 5,0% als redelijk wordt geacht. De risicovrije rentevoet verhoogd met deze 5,0% resulteert in een return on equity van 8,3%.

- F) **Referenties:** De omzet is gevalideerd door marktonderzoek via het flex office platform Workthere.nl naar de prijzen van vergelijkbare serviced offices werkplekken op een vergelijkbare locatie in Utrecht, prijsspeil september 2023. Verondersteld dat casus zich bevindt op een prime locatie, is uitgegaan van de bovenkant van de bandbreedte. De prijs per m² wordt voor serviced offices doorgaans niet weergegeven, vandaar dat de prijs per werkplek het uitgangspunt is, welke inclusief servicekosten wordt weergegeven.

7.2 Resultaten en benchmark

In onderstaande tabel worden de resultaten en output parameters van de vorige paragraaf samengevat weergegeven, zodat deze eenvoudig kunnen worden vergeleken met de outputparameters uit hoofdstuk 5.

Tabel 15 - Samenvatting uitkomsten

Scenario	Entity	Structure	Method	Value	per sq m	EBITDA multiplier	Cap rate
1a	OpCo	Lease	DCF	4.150.000		8,1	
1b	PropCo	Lease	NAR	42.330.000			20,0
1	OpCo + PropCo	Lease	DCF+NAR	46.480.000	4.648		
2a	OpCo	Management	DCF	920.000		8,0	
2b	PropCo	Management	NAR	47.920.000			19,4
2	OpCo + PropCo	Management	DCF+NAR	48.840.000	4.884		
3a	PropCo/Opco	Propco/OpCo	NAR	49.340.000	4.934		19,1
3b	PropCo/OpCo	Propco/OpCo	DCF	46.370.000	4.637	16,1	

Ter vergelijking worden onderstaand de uit de literatuur en vervolgens bedrijfsanalyse als meest relevant beschouwde output parameters weergegeven van de drie verschillende exploitatiemodellen.

Tabel 16 - Overzicht output parameters

Office OpCo's	Exploitiemodel (concentratie)	Notering	#	EBITDA margin	Multiplier EBITDA 2022	5-jaars normalised (ex 2020/2021)
IWG Plc.	Lease	UK	3.345	49,2%	7,4	7,7
WeWork Inc.	Lease	US	800+	-	-	nb
ServCorp Ltd.	Lease	AUS	150+	50,4%	3,8	5,9

Bron: Jaarverslagen 2022, Morningstar, Yahoo Finance (eigen bewerking auteur)

Hotel OpCo's	Exploitiemodel (concentratie)	Notering	#	EBITDA margin	Multiplier EBITDA 2022	5-jaars normalised (ex 2020/2021)
Hilton Worldwide Holdings Inc	Management	US	6.619	26,3%	17,9	16,6
InterContinental Hotels Group	Management	UK	5.959	20,9%	16,2	17,3
Marriott International Inc/MD	Management	US	7.662	18,3%	14,6	20,7

Bron: Bloomberg data terminal (eigen bewerking auteur)

PropCo/OpCo's	Exploitiemodel	Notering	#	Serviced	AUM NI Cap rate	NIY
Workspace	100% eigendom	UK	86	70%	21,7	4,6%
GPE	100% eigendom	UK	60	21%	18,5	5,4%
NSI	100% eigendom	NL	52	22%	21,2	4,7%

Bron: Jaarverslagen 2022, Morningstar, Yahoo Finance (eigen bewerking auteur)

Toelichting

De input parameters zijn reeds gevalideerd door middel van marktconforme referenties zoals nader toegelicht in paragraaf 7.1. Om de waarderingsresultaten te objectiveren en daarmee aanvaardbaar te

maken voor de vaststelling welk exploitatiemodel tot de hoogste waardering leidt, worden de EBITDA-multipliers en cap rates vergeleken met de referentie tabel. In taxaties wordt in het algemeen beschouwd dat tenminste drie significant vergelijkbare referenties voldoende zijn voor een goede vergelijk. Voor alle drie de exploitatiemodellen zijn deze hierboven opgenomen, met uitzondering van de office OpCo's waar niet meer dan twee goede referenties openbaar te vinden waren.

De EBITDA multiplier van de OpCo's in de case liggen met resp. 8,1 en 8,0 in lijn met de 5-jaars genormaliseerde multiplier van IWG met 7,7 en wijkt in vergelijking met de hotel multipliers ook niet veel af van de multiplier van Servcorp. De fors hogere hotel multipliers roepen de vraag op in hoeverre dit terecht is. Zoals uit de interviews naar voren kwam lijkt er op dit moment meer onzekerheid in de kantorenmarkt als in de hotelmarkt, maar of dit een verschil in de multiplier van meer een factor 10 vertegenwoordigt lijkt niet aannemelijk. Zowel de hotelmarkt als de serviced office markt worden door de respondenten gezien als een potentiële groeimarkt, zo blijkt ook uit het literatuuronderzoek. Dit onderwerp verdient daarom meer onderzoek.

De NIY van de case van 5,00% is vergelijkbaar met de referenties en ligt vrijwel in het midden van de bandbreedte van de referenties 4,6-5,4% en lijkt op basis daarvan representatief.

De cap rate van de PropCo/OpCo in de casus is vergelijkbaar met de AUM NI cap rate van de referenties.

Gevoeligheidsanalyse

Onderstaand wordt op basis van de twee onafhankelijke variabelen 'desk rate en 'NIY' een gevoeligheidsanalyse weergegeven van de verschillende structuren, op basis van een best-, base- en worst-case situatie. De onafhankelijke variabelen zijn onderhevig aan respectievelijk prijsvorming op basis van onder andere vraag-aanbod verhoudingen in de markt en renteontwikkelingen.

Tabel 17 – sensitivity analyse

	case	Value per sq m							
			1) Lease agreement	Δ	2) Management contract	Δ	3) PropCo/OpCo NAR	Δ	3) PropCo/OpCo DCF
desk rate	worst	550	€ 4.583	-4%	€ 4.788	-1%	€ 4.834	7%	€ 4.506
	base	600	€ 4.645	-5%	€ 4.884	-1%	€ 4.934	7%	€ 4.575
	best	650	€ 4.714	-6%	€ 4.980	-1%	€ 5.034	5%	€ 4.768

	case	Value per sq m						
			1) Lease agreement	Δ	2) Management contract	Δ	3) PropCo/OpCo NAR	
NIY	best	4,50%	€ 5.118	-10%	€ 5.640	3%	€ 5.464	
	base	5,00%	€ 4.645	-5%	€ 4.884	-1%	€ 4.934	
	worst	5,50%	€ 4.267	-9%	€ 4.670	4%	€ 4.498	

Desk rate: Bij de PropCo/OpCo waardering geldt in de taxatieleer dat de hoogste waardering leidend is op basis van het highest & best use principe (RICS, 2019). In zowel de best-, base- als worst-case liggen de waarderingen van het managementmodel en de NAR van de PropCo/OpCo dicht bij elkaar. Het lease model scoort in alle drie de situaties opvallend lager.

Netto aanvangsrendement (NIY): De NIY wordt mede beïnvloed door de discount rate, maar ook door andere factoren en daarom is hier gekozen voor kleinere stappen in de gevoeligheidsanalyse van -0,5% en +0,5%. Het beeld is hier in alle scenario's van de yield schommelingen in het voordeel van de

PropCo/OpCo en het managementmodel. De verschillen met het leasemodel worden bij verandering van de prijsvorming zelfs alleen maar groter in negatieve zin.

7.3 Voorlopige conclusie

De waardering van de drie verschillende exploitatiemodellen ligt overall niet ver uit elkaar. De waardebeoordeling van het PropCo/OpCo model leidt op basis van de verschillende scenario's in de desk huurprijzen tot de hoogste waarde, op korte voet gevolgd door het managementmodel, gezien de verschillen met 1% zeer klein zijn.

Op basis van de verschillende scenario's in het netto aanvangsrendement presteert de PropCo/OpCo alleen marginaal beter in het base-case scenario en bij schommelingen valt deze in het voordeel van het managementmodel. Om in te spelen op dergelijke schommelingen zou op basis hiervan dus het managementmodel prefereren.

Tot slot geldt de kanttekening dat de PropCo/OpCo zelf moeten investeren in een serviced office merk, wat niet tot uiting komt in de individuele waardering van een asset. In het geval de PropCo/OpCo nog geen gevestigd merk heeft op dit gebied, hiertoe ook niet investeringsbereid is en ook weinig waarde hecht aan invloed op de kwaliteit en dagelijkse uitvoering, prefereert gezien het marginale verschil in de waardering op basis hiervan het managementmodel.

Het leasemodel lijkt in alle situaties minder gunstig uit te pakken, wat aansluit bij de trend dat in de markt steeds meer het eigendom- en managementmodel wordt waargenomen. Er is geen onderzoek gedaan naar de risico's van de verschillende scenario's, maar op basis van de gevoeligheidsanalyse kan wel geconcludeerd worden dat het leasemodel in geen enkele situatie leidt tot de hoogste waardering.

8. Conclusie

In dit onderzoek is getracht antwoord te geven op de vraag wat het optimale exploitatiemodel is voor de maximale waarde van een serviced office. Binnen de conclusie wordt antwoord gegeven op deze vraag en wordt stilgestaan bij de beperkingen van het onderzoek. Tot slot worden enkele suggesties gedaan voor vervolgonderzoek en volgt een persoonlijke reflectie van de auteur.

De serviced office markt is nog relatief jong in vergelijking met de gevestigde REaas hotelmarkt en ondergaat significante veranderingen die parallellen vertonen met de evolutie die de hotelmarkt in het verleden heeft doorgemaakt. Deze veranderingen worden voornamelijk gedreven door economische factoren zoals hoge rentestanden, beperkte economische groei en recente faillissementen, die leiden tot een verschuiving van traditionele huurcontracten naar managementovereenkomsten. Deze strategische verschuiving maakt het mogelijk om investeringsrisico's en exploitatierisico's beter te verdelen tussen de operationele bedrijven (OpCo's) en de vastgoedeigenaren (PropCo's), terwijl tegelijkertijd wordt ingespeeld op hedendaagse behoeften van kantoorgebruikers die gaan over kwaliteit van dienstverlening, duurzaamheid en merkbeleving.

De waardering van serviced offices hangt net als bij hotels sterk af van het verdienvermogen van de locatie en de aanwezige voorzieningen. Op basis van het literatuuronderzoek en de interviews onder de stakeholders van een service office waardering, wordt geconcludeerd dat de inkomstenbenadering hiervoor het meest geschikt is, met toepassing van de DCF als basis methode en de NAR-methode ter controle. De DCF is zoals in de theorie en interviews naar voren komt, de meest geschikte methode in een meer volatiele markt. Omdat de serviced office markt net als de hotelmarkt relatief hoog cyclisch is, sluit deze volgens dit onderzoek het beste aan. De relatieve nieuwheid van de serviced office markt brengt onzekerheden met zich mee in de waardering, vergelijkbaar met de hotelmarkt in de jaren '90, wat de noodzaak onderstreept voor meer referenties en marktdata om de waarderingsparameters te onderbouwen.

Door middel van de bedrijfsanalyse in dit onderzoek is getracht meer informatie en data over serviced office markt te vergaren. De bedrijfsanalyse toont aan dat deze sector volatiel is, met een druk op het leasemodel en een lichte daling in winstgevendheid post-COVID-19. In de literatuur is daarnaast aangetoond dat het managementmodel voor de operator tot de hoogste waardering leidt en het leasemodel andersom. De verschuiving naar management- of franchise modellen door grote spelers als IWG wijst op een strategie om marktaandeel te vergroten en de winstgevendheid te verbeteren, wat wordt ondersteund door de aanzienlijk hogere EBITDA multipliers van hotel OpCo's met het management- en/of franchise model ten opzichte van office OpCo's welke nog voornamelijk opereren met het leasemodel. Het verschil in de waardering kan daarnaast worden verklaard doordat het bestaansrecht van hotels op dit moment minder ter discussie lijkt te staan als bij kantoren. Echter blijkt dat het aanbod van serviced offices (2% van de kantorenvorraad) op dit moment nog veel lager ligt dan de potentiële vraag (tot 30%). De groeiambities van operators en de keuze tussen in het exploitatiemodel spelen een cruciale rol in de expansiestrategie om hierop in te spelen.

Hoewel er uitdagingen blijven bestaan door de schaarste aan referenties en de jonge aard van de markt, toont de literatuurstudie van dit onderzoek aan dat de serviced office markt zich in een transitiefase bevindt die veelbelovend is voor zowel exploitanten als investeerders, mits zij zich aanpassen aan de veranderende economische omstandigheden en marktbehoeften. Om bij te dragen aan de overwegingen in de positionering hierin, is dit onderzoek afgesloten met een casestudy waarin is getracht het meest waardevolle exploitatiemodel voor serviced offices te bepalen. Het belang van

objectieve waarderingsmethoden is zoveel mogelijk gewaarborgd, door bij de validatie van de invoer variabelen marktconforme parameters toe te passen.

Eerder onderzoek heeft aangetoond dat de optimale waardering van een serviced office wordt bereikt met een aandeel van 20% van het vvo. Uitgaande van dit aandeel, tonen de resultaten van de waarderings in de casestudy van de drie exploitatiemodellen (PropCo/OpCo, managementmodel en leasemodel) kleine verschillen. Het PropCo/OpCo en managementmodel leveren met een verschil van afgerond 1% nagenoeg dezelfde waarde op. Daarnaast zijn door middel van een gevoeligheidsanalyse schommelingen in de aanvangsrendementen en huurprijzen gesimuleerd. Het PropCo/OpCo model presteert vergelijkbaar met het managementmodel in een stabiele markt, maar bij marktschommelingen levert het managementmodel een hogere waarde. Een belangrijke overweging is dat het PropCo/OpCo model vereist dat er geïnvesteerd wordt in een serviced office merk, wat niet is meegenomen de waardering. Als een PropCo/OpCo niet bereid is te investeren in een merk en daarnaast geen of minder waarde hecht aan controle over de kwaliteit en uitvoering, wordt het managementmodel aanbevolen, gezien deze beter lijkt de presteren in een volatiele markt. Het leasemodel is in alle scenario's minder voordelig, wat aansluit bij de algemene verschuiving van het traditionele leasemodel naar het eigendom- en managementmodel. Een beweging welke in de hotelmarkt enkele decennia terug niet zonder reden is ingezet. Er is geen risicoanalyse uitgevoerd, maar de gevoeligheidsanalyse suggereert dat het leasemodel in geen enkel scenario de hoogste waardering oplevert.

8.1 Beperkingen onderzoek

Hoewel er is geprobeerd om zo objectief mogelijke input variabelen te gebruiken voor de casestudy, was de selectiemethode niet willekeurig. De relatief beperkte omvang van de casestudy geeft beperkingen om significante verschillen aan te tonen. Daarnaast dient rekening te worden gehouden met het feit dat ook andere factoren een rol spelen in de waardering van serviced offices, zoals macro-economische omstandigheden.

8.2 Aanbevelingen

Voor toekomstig onderzoek wordt aangeraden om data van meerdere cases te onderzoeken. Hierbij valt te denken aan het vergelijken van de risico-rendement verhouding tussen de verschillende structuren, rekening houdend met hoog- en laagconjunctuur. In het geval de standaard deviatie kan worden bepaald, kan dit met behulp van bijvoorbeeld de sharpe-ratio. Voor een verdieping zou ook de invloed van vennootschapsbelasting per land onderzocht kunnen worden. Daarnaast wordt verondersteld dat bedrijfswaarderingen in de US doorgaans hoger liggen dan in Europa. In dit onderzoek is hiervoor geen correctie opgenomen. Tot slot zou het, mede gezien de schaarste in service office referenties, interessant zijn om nader te onderzoeken in hoeverre het vanuit het risico perspectief terecht is dat de EBITDA multipliers van serviced office operators op dit moment lager liggen dan bij hotel operators.

8.3 Reflectie

Dit onderzoek naar de optimale exploitatiemodellen voor serviced offices binnen de vastgoedmarkt heeft mij zowel professioneel als persoonlijk verrijkt. Het heeft de complexiteit en dynamiek van de vastgoedsector blootgelegd, waarbij de overgang naar flexibele werkrumtes een centrale rol speelt in de hedendaagse economie. Door de interactie met experts en de diepgaande analyse van verschillende exploitatiemodellen, heb ik een beter inzicht gekregen in de factoren die de waardering van serviced offices beïnvloeden. Dit onderzoek heeft niet alleen mijn analytische vaardigheden aangescherpt, maar

ook mijn begrip van de vastgoedmarkt verbreed. Het heeft me geleerd dat aanpassingsvermogen en innovatie sleutelcomponenten zijn voor succes in een snel veranderende omgeving. Reflecterend op dit proces, voel ik me geïnspireerd om verder bij te dragen aan de doorontwikkeling van de vastgoedsector.

Literatuurlijst

- ACM (Autoriteit Consument & Markt). (2021). Uitwerking van de methode van het redelijk rendement (WACC). In Acm. <https://www.acm.nl/sites/default/files/documents/uitwerking-van-de-methode-van-het-redelijk-rendement-wacc.pdf>
- Actuele Euribor rente tarieven. (2023). euribor-rates.eu. Geraadpleegd op 18 augustus 2023, van <https://www.euribor-rates.eu/nl/actuele-euribor-tarieven/>
- Appel-Meulenbroek, R., Brugmans, L. J., Kemperman, A., & Dinnissen, L. (2019). How smart work environment applications can add strategic value. Proceedings CIB World Building Congress: Constructing Smart Cities, 1590–1601.
- Arcadis. (2020). Vormfactoren & kostenkengetallen Nederlandse Assets 2019/2020.
- AUD/USD: wisselkoers en nieuws - Google Finance. (2023). Google Finance. Geraadpleegd op 18 augustus 2023, van <https://www.google.com/finance/quote/AUD-USD?sa=X&ved=2ahUKEwjd89G1-PSAAxUczwIHHYasD6gQmY0JegQIGBAn>
- Baarda, D. B. (2013). Basisboek Kwalitatief onderzoek: handleiding voor het opzetten en uitvoeren van kwalitatief onderzoek.
- Bakker, D. (2020, 6 november). Colliers | De toekomst van hotelcontracten. Geraadpleegd op 9 augustus 2023, van <https://www.colliers.com/nl-nl/news/hotel-contract-dirk-bakker>
- BBC NEWS | Business | Regus files for bankruptcy protection. (2003). Geraadpleegd op 20 augustus 2023, van <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/2659981.stm>
- Berkhout, T. M., & Zwart, Ph. H. (2018). Basisboek Vastgoedfinanciering (3e editie).
- Bloomberg Originals. (2019, 7 november). The Spectacular Rise and Fall of WeWork [Video]. YouTube. <https://www.youtube.com/watch?v=X2LwliKhcz0>
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Marcus, A. J. (2019). Fundamental of Corporate Finance 10e.
- Brinko, R., Nielsen, S. B. N., Van Meel, J., & Department of Management Engineering, Technical University of Denmark, Lyngby, Denmark. (2015). Access over ownership - A typology of shared use of facilities. Facilities.
- Bröchner, J., Olsson, H., & Sinik, D. (2004). Serviced offices: owner capabilities for FM coordination. Facilities, 22(3/4), 74–78.
- Burrell, A. (z.d.). Are flexible offices making a comeback? Capital Economics. <https://www.capitaleconomics.com/clients/publications/uk-commercial-property/uk-commercial-property-update/are-flexible-offices-making-a-comeback>
- CBRE. (2023). Evolution and growth: Looking to the year ahead in European flex office markets. cbre.com. https://mktgdocs.cbre.com/2299/291949f1-c13f-4b56-98ca-ccc00c52a7f5-902711993/European_20Flex_20Office_20Mar.pdf
- Centraal Bureau voor de Statistiek. (z.d.). Institutionele beleggers. Centraal Bureau Voor de Statistiek. <https://www.cbs.nl/nl-nl/onze-diensten/methoden/onderzoeksomschrijvingen/korte-onderzoeksomschrijvingen/institutionele-beleggers>
- Colliers, Vastgoedjournaal, & Klaver, G. (2023). Hotels draaien beter dan voor corona, maar transactiemarkt ligt er stil bij. Vastgoedjournaal.nl. <https://vastgoedjournaal.nl/news/60531/hotels-draaien-beter-dan-voor-corona-maar-transactiemarkt-ligt-er-stil-bij>
- Commercial Observer. (2023, 13 augustus). Sunday Summary: WeTrouble. Commercial Observer. <https://commercialobserver.com/2023/08/sunday-summary-wetrouble/>

- CoStar. (2020). Regus Affiliates in Bankruptcy. CoStar. Geraadpleegd op 20 augustus 2023, van <https://www.costar.com/article/235128428/regus-affiliates-in-bankruptcy-need-more-time-to-negotiate-leases-lawyer-says>
- Crowther, I. & JLL. (z.d.). Why More Hotels Are Owned by Franchisees. Hotel-Online. Geraadpleegd op 9 augustus 2023, van https://www.hotel-online.com/press_releases/release/why-more-hotels-are-owned-by-franchisees/
- Cushman & Wakefield. (2020). Valuation of flexible workspace: Realising the value of flex.
- De Heus, D. A. (2019). De invloed van flexibele kantoorconcepten op het beleggingsresultaat van Amsterdamse kantoren.
- Dynamis. (2023). Sprekende Cijfers Kantorenmarkten Utrecht en Amersfoort. In Dynamis.nl. Geraadpleegd op 3 september 2023, van <https://dynamis.nl/uploads/media/file/ba60864b-998e-4cc6-bf05-5ffc2e721184/utrecht-sprekende-cijfers-kantorenmarkten-2023.pdf>
- Egan, P. (1996). Mixed business and Real Estate Components in Hotel Valuation. *The Appraisal Journal*, 246–251.
- EUR/USD: wisselkoers en nieuws - Google Finance. (2023). Google Finance. Geraadpleegd op 18 augustus 2023, van <https://www.google.com/finance/quote/EUR-USD?sa=X&ved=2ahUKEwiN69fu9fSAAxWP76QKHfshBosQmY0JegQIBhAn>
- Financial Times. (2021, 27 november). IWG vs WeWork: investors' starkly differing views of the rival shared office groups. *Financial Times*. <https://www.ft.com/content/06e924aa-f0b7-4c0c-b890-debbb958f4dd>
- Financieel Dagblad. (2023, 1 september). Hogere spaarrente, hogere winstmarge. *FD.nl*. <https://fd.nl/opinie/1486413/hogere-spaarrente-hogere-winstmarge>
- Financiële dagblad. (2023, 8 augustus). Zelfs bij Zoom vinden ze het tijd worden dat de medewerker weer naar kantoor komt. *FD.nl*. <https://fd.nl/bedrijfsleven/1485078/zelfs-bij-zoom-vinden-ze-het-tijd-worden-dat-de-medewerker-weer-naar-kantoor-komt>
- Flexibele Kantoorruimtes in Utrecht | Workthere. (z.d.). Workthere. Geraadpleegd op 30 september 2023, van <https://www.workthere.com/nl-nl/flexibele-kantoorruimte/nederland/utrecht/?sortBy=featured¤cy=EUR>
- Fora Locations. (z.d.). Geraadpleegd op 15 augustus 2023, van <https://www.foraspace.com/locations>
- Forbes. (2020, 27 maart). Knotel, A WeWork Rival Valued At ".6 Billion, Lets Go Half Of Its Staff. *Forbes*. <https://www.forbes.com/sites/davidjeans/2020/03/27/knotel-a-wework-rival-valued-at-16-billion-lets-go-half-of-its-staff/?sh=33ca87e66c29>
- GBP/USD: wisselkoers en nieuws - Google Finance. (2023). Google Finance. Geraadpleegd op 18 augustus 2023, van https://www.google.com/finance/quote/GBP-USD?sa=X&ved=2ahUKEwiU066G9vSAAxUj1gIHHcuSD_wQmY0JegQIBhAn
- Geltner, D. M. ., Miller, N. G. ., & Clayton, J. (2013). *Commercial Real estate: Analysis & Investments*.
- Gibson, V. A., & Lizieri, C. M. (2000). CHANGE & FLEXIBILITY - The role of serviced office space in office markets and corporate property portfolios. Department of Land Management & Development The University of Reading.
- Global Office Fit-Out Cost Guide 2022-2023. (z.d.). CBRE. <https://www.cbre.com/insights/books/global-office-fit-out-cost-guide-2022-2023>
- GPE. (2023a). Geraadpleegd op 15 augustus 2023, van <https://www.gpe.co.uk/portfolio/fully-managed>
- GPE. (2023b). Geraadpleegd op 15 augustus 2023, van <https://www.gpe.co.uk/portfolio/ready-to-fit>

GPE. (2023c, mei 24). Geraadpleegd op 15 augustus 2023, van <https://www.gpe.co.uk/investors/latest-results>

GPE Locations. (z.d.). Geraadpleegd op 15 augustus 2023, van <https://www.gpe.co.uk/portfolio>

Hammond, G. (2022, 14 maart). The Office Group agrees £1.5bn merger. *Financial Times*. <https://www.ft.com/content/3b53c92b-206a-4abc-84c9-50db2257493c>

Harper, D. (2008). Valuation of hotels for investors. *Estate Gazette*.

Harris, P., Kett, R., Nilsson, M., & Oxford Brookes University. (2001). Valuing hotels as business entities.

Harris, R. (2015). The changing nature of the workplace and the future of office space. *Journal Of Property Investment & Finance*, 33(5), 424–435.

Heuving, R. (2019). De waardering van serviced offices. Amsterdam School of Real Estate.

Hotel Management Contracts In Europe. (z.d.). <https://www.hvs.com/article/2820-Hotel-Management-Contracts-In-Europe>

Hotelsterren. (2023, 7 augustus). De Europese ster criteria voor hotels door Hotelsterren in een duidelijk overzicht. <https://www.hotelsterren.nl/stercriteria-hotelsterren/>

IFRS. (2023). IFRS 16 Leases. <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-16-leases/>

IFRS 13. (2012). European Parliament. [https://www.europarl.europa.eu/RegData/docs_autres_institutions/commission_europeenne/comitologie/rps/2012/D020962-01/COM-AC_DRC\(2012\)D020962-01\(ANN3\)_NL.doc](https://www.europarl.europa.eu/RegData/docs_autres_institutions/commission_europeenne/comitologie/rps/2012/D020962-01/COM-AC_DRC(2012)D020962-01(ANN3)_NL.doc)

International Valuation Standards Council (IVSC) & Nederlands Register Vastgoed Taxateurs (NRVT). (2021). International Valuation Standards 2022.

IWG Our Workspace Brands. (z.d.). Geraadpleegd op 15 augustus 2023, van <https://www.iwgplc.com/en-gb/our-brands>

IWG plc (IWG.L) Valuation Measures & Financial Statistics. (z.d.). <https://finance.yahoo.com/quote/IWG.L/key-statistics?p=IWG.L>

JLL. (2018). The Valuation of Flexible Offices.

JLL. (2023, 1 augustus). Landlords are on the hunt for flexible-space partners. Geraadpleegd op 23 oktober 2023, van <https://www.us.jll.com/en/trends-and-insights/workplace/landlords-are-on-the-hunt-for-flexible-space-partners>

Joy, A., & Haynes, B. P. (2011). Office design for the multi-generational knowledge workforce. *Journal Of Corporate Real Estate*, 13(4), 216–232.

Knotel. (z.d.). Geraadpleegd op 15 augustus 2023, van <https://www.knotel.com/offices>

Knotel. (2021, 10 november). Newmark. <https://www.nmrk.com/offices/knotel>

Martin, W. B., & Accetta, G. J. (z.d.). Direct capitalization or discounted cash flow analysis? Geraadpleegd op 11 augustus 2023, van <https://www.thefreelibrary.com/Direct+capitalization+or+discounted+cash+flow+analysis%3F-a014466091>

McAllister, P. (2001). Offices with services or serviced offices? Exploring the valuation issues. *Emerald*, 19(4), 412–426.

Morningstar, Inc. - Great Portland Estates. (2023, 22 augustus). Morningstar, Inc. <https://www.morningstar.com/stocks/pinx/gpeaf/valuation>

Morningstar, Inc. - Hilton. (2023, 28 september). Morningstar, Inc. <https://www.morningstar.com/stocks/xnys/hlt/performance>

Morningstar, Inc. - Intercontinental Hotels Group. (2023, 28 september). Morningstar, Inc. <https://www.morningstar.com/stocks/xnys/ihg/performance>

Morningstar, Inc. - IWG. (2023a, augustus 23). Morningstar, Inc.
<https://www.morningstar.com/stocks/xlon/iwg/valuation>

Morningstar, Inc. - IWG. (2023b, augustus 25). Morningstar, Inc.
<https://www.morningstar.com/stocks/xlon/iwg/chart>

Morningstar, Inc. - Marriott. (2023, 28 september). Morningstar, Inc.
<https://www.morningstar.com/stocks/xnas/mar/performance>

Morningstar, Inc. - NSI. (2023, 22 augustus). Morningstar, Inc.
<https://www.morningstar.com/stocks/pinx/niuwf/valuation>

Morningstar, Inc. - ServCorp. (2023, 23 augustus). Morningstar, Inc.
<https://www.morningstar.com/stocks/xasx/srv/valuation>

Morningstar, Inc. - Workplace Group. (2023, 23 augustus). Morningstar, Inc.
<https://www.morningstar.com/stocks/xlon/wkp/valuation>

Morningstar, Inc.- WeWork. (2023, 23 augustus). Morningstar, Inc.
<https://www.morningstar.com/stocks/xnys/we/valuation>

MSCI. (2020). In MSCI.com. Geraadpleegd op 16 augustus 2023, van
<https://support.msci.com/documents/10199/0233d201-923b-fd2f-26de-5cc92dbd0a12>

MSCI. (2021). Did market liquidity impact real estate returns? Geraadpleegd op 15 augustus 2023, van
<https://www.msci.com/www/blog-posts/did-market-liquidity-impact/02912427595>

NRC, & Heilbron, B. (2019, 24 september). Adam Neumann treedt af als topman WeWork. NRC.
<https://www.nrc.nl/nieuws/2019/09/24/adam-neumann-treedt-af-als-topman-wework-a3974457?t=1708292919>

NSI. (2023, 14 juli). NSI. Geraadpleegd op 15 augustus 2023, van <https://nsi.nl/over-nsi/>

NSI Portfolio. (z.d.). NSI. Geraadpleegd op 15 augustus 2023, van <https://nsi.nl/portfolio/>

Office City Profile Utrecht 2031 Q1. (2023, 11 mei). <https://www.jll.nl/nl/trends-inzichten/onderzoek/office-city-profile-utrecht-2031-q1>

Over Workthere & Savills. (z.d.). Workthere. Geraadpleegd op 21 augustus 2023, van
<https://www.workthere.com/nl-nl/waarom-workthere/over-worktheresavills/>

Owyang, J. (2013). The Collaborative Economy. Geraadpleegd op 16 augustus 2023, van
<https://www.collaboriamo.org/media/2014/04/collabecon-draft16-130531132802-phpapp02-2.pdf>

Pine, B. J., II. (2014, 1 augustus). Welcome to the Experience Economy. Harvard Business Review.
<https://hbr.org/1998/07/welcome-to-the-experience-economy>

PWC. (2016). IFRS 16: The leases standard is changing Are you ready?

Real Estate-as-a-Service: From 'product and space' to 'system and service'. (2021, 4 maart). Deloitte Luxembourg. Geraadpleegd op 6 november 2022, van
<https://www2.deloitte.com/lu/en/pages/real-estate/articles/smart-building-real-estate-predictions.html>

Reimagining the office and work life after COVID-19. (2020, 8 juni). McKinsey & Company.
<https://www.mckinsey.com/capabilities/people-and-organizational-performance/our-insights/reimagining-the-office-and-work-life-after-covid-19>

Reuters. (2022a, maart 8). WeWork rival IWG to merge digital assets with The Instant Group. Reuters. Geraadpleegd op 14 augustus 2023, van <https://www.reuters.com/business/wework-rival-iwg-merge-digital-assets-with-instant-group-2022-03-08/>

- Reuters. (2022b, maart 18). WeWork rival IWG to add over 1,000 locations as firms shift to hybrid work model. Reuters. <https://www.reuters.com/business/wework-rival-iwg-add-over-1000-locations-firms-shift-hybrid-work-model-2022-03-18/>
- RICS Valuation Professional Group. (2019). Red Book Global - RICS Wereldwijde taxatiestandaarden. Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS).
- Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS). (2019). RICS Wereldwijde taxatiestandaarden. <https://www.rics.org/>.
- Rushmore, S. (1978). The Valuation of Hotels and Motels. Appraisal Institute Of Real Estate Appraisers.
- Rushmore, S., O'Neill, J. W., & Rushmore Jr., S. (2012). Hotel market analysis and valuation: International Issues and Software Applications.
- SEC (Securities and Exchange Commission). (2003). Regus Disclosure Statement bankruptcy court. U.S. Securities And Exchange Commission. Geraadpleegd op 20 augustus 2023, van <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1123671/000119312503057906/dex99t3e.htm>
- Servcorp. (z.d.). Servcorp. Geraadpleegd op 15 augustus 2023, van <https://www.servcorp.com/en/office-spaces/>
- Servcorp Limited (SRV.AX) Valuation Measures & Financial Statistics. (z.d.). <https://finance.yahoo.com/quote/SRV.AX/key-statistics?p=SRV.AX>
- Servcorp Locations. (z.d.). Geraadpleegd op 15 augustus 2023, van <https://www.servcorp.com/en/office-finder/>
- Stan, S. V. & IROVAL - Researches on Valuation, Bucharest, RO. (2016). CONTROVERSIAL ASPECTS IN THE VALUATION OF a HOTEL'S INTANGIBLE ASSETS. The Valuation Journal, 11(1), 82–97.
- Statista. (2023, 29 augustus). Global hotel and resort industry market size worldwide 2013-2023. <https://www.statista.com/statistics/1186201/hotel-and-resort-industry-market-size-global/>
- Stec Groep, Stopel, P., Geuting, E., & Van Der Molen, G. (2018). De opkomst van flexibele kantoorconcepten. NVM Business.
- The Fourth Industrial Revolution, by Klaus Schwab. (z.d.). World Economic Forum. <https://www.weforum.org/pages/the-fourth-industrial-revolution-by-klaus-schwab/>
- The Routledge Handbook of Hotel Chain Management - Google Books. (z.d.). https://www.google.nl/books/edition/The_Routledge_Handbook_of_Hotel_Chain_Ma/HOEeDAAAQBAJ?hl=nl&gbpv=1&dq=The+Routledge+Handbook+of+Hotel+Chain+Management&printsec=frontcover
- Van Arnhem, P., Berkhout, T. M., & Have, G. G. T. (2015). Taxatieleer Vastgoed 2. Noordhoff Uitgevers B.V.
- Van Arnhem, P. C., Berkhout, T. M., & Have, G. G. T. (2013). Taxatieleer vastgoed 1. Noordhoff Uitgevers B.V.
- Van Gool, P., Jager, P., MRE MRICS, Theebe, M. A. J., Veenhoven, R., MSRE, & Weisz, R. M., RA. (2020). Onroerend goed als belegging (6e editie). Wolters Kluwer.
- Van Hoek-Gerritsen, S. (2015). Schrijfgids voor economen (4de editie). Coutinho.
- Vastgoedjournaal.nl. (2020). UPDATE Alle flexkantoor en coworking formules van Nederland in één lijst. Vastgoedjournaal.nl. <https://vastgoedjournaal.nl/news/30904/update-alle-flexkantoor-en-coworking-formules-van-nederland-in-eeen-lijst>
- Verginis, C. S., The Emirates Academy of Hospitality Management, Dubai, UAE, Taylor, J. S., & University of Strathclyde, Glasgow, UK. (2004). Stakeholder's perceptions of the DCF method

- in hotel valuations. *Property Management*, 22(5).
<https://doi.org/10.1108/02637470410570743>
- Verschuren, P. J. M., & Doorewaard, H. (2015). Het ontwerpen van een onderzoek.
- Vis, J. (2023, 21 maart). Business Valuation: 5 misvattingen bij waarden. FM.nl - Financieel Management. <https://financieel-management.nl/artikel/business-valuation-5-misvattingen-bij-waarden/>
- Vlek, P. J., & Rust, W. N. (c. 2020). Investeren in vastgoed, grond en gebieden (6e editie). SPRYG Real Estate Academy.
- Walter-Warner, H. (2022, 20 mei). CBRE Doubles Down on Flex-Office Provider Industrious. *The Real Deal*. <https://therealdeal.com/new-york/2022/05/20/cbre-doubles-down-on-flex-office-provider-industrious/>
- Weijts - Perrée, M., Appel-Meulenbroek, R., De Vries, B., & Romme, A. G. L. (2016). Differences between business center concepts in The Netherlands. *Property Management*, 34(2), 100–119.
- WeWork. (2023a). Coworking, Office Space – All Locations | WeWork. WeWork. <https://www.wework.com/en-GB/locations>
- WeWork. (2023b). WeWork Workplace. WeWork. <https://www.wework.com/en-GB/solutions/wework-workplace>
- What's Next for Landlords and Tenants After WeWork Issues 'Going Concern' Warning? (z.d.). CoStar. <https://www.costar.com/article/1080190192/whats-next-for-landlords-and-tenants-after-wework-issues-going-concern-warning>
- Wheaton, W. C., & Krasikov, A. (2019). Will CoWorking Work? Social Science Research Network. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3784792>
- Workspace. (z.d.-a). Geraadpleegd op 15 augustus 2023, van <https://www.workspace.co.uk/why-workspace/about-us>
- Workspace. (z.d.-b). Geraadpleegd op 15 augustus 2023, van <https://www.workspace.co.uk/why-workspace/customer-benefits>
- Workspace Group Plc (WKP.L) Stock Price, News, Quote & History - Yahoo Finance. (z.d.). <https://finance.yahoo.com/quote/WKP.L/key-statistics?p=WKP.L>
- Workspace Locations. (z.d.). Geraadpleegd op 15 augustus 2023, van <https://www.workspace.co.uk/commercial-property-london>
- Yahoo Finance. (2023). WeWork Inc. (WE) Valuation Measures & Financial Statistics. Geraadpleegd op 19 augustus 2023, van <https://finance.yahoo.com/quote/WE/key-statistics?p=WE>
- Zhai, W. (2017). A Study of the Co-Working Operating Model. Massachusetts Institute of Technology.
- Zoom, which thrived on the remote work revolution, wants workers back in the office part-time | AP News. (2023, 8 augustus). AP News. <https://apnews.com/article/tech-work-pandemic-zoom-wfh-rto-e65d5359320bc600fa5e19b68993f52c>

Bijlagen

Bijlage 1 - Waardering verschillende scenario's

1a) Waardering OpCo op basis van het leasemodel met Propco - DCF:

De invoer van de input parameters in het forecast model van de OpCo op basis van het lease model leidt tot het volgende kasstroomschema:

Kasstroomschema 1

OpCo Revenue forecast

Year		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Months		12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
Days		365	365	365	365	365	365	365	365	365	365
Available office units		17	17	17	17	17	17	17	17	17	17
Occupancy		75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%
Average monthly rate		10.000	10.200	10.404	10.612	10.824	11.041	11.262	11.487	11.717	11.951
RevPAU		7.500	7.650	7.803	7.959	8.118	8.281	8.446	8.615	8.787	8.963
Operating revenue		1.530.000	1.560.600	1.591.812	1.623.648	1.656.121	1.689.244	1.723.029	1.757.489	1.792.639	1.828.492
Total overhead expenses	10,0%	153.000	156.060	159.181	162.365	165.612	168.924	172.303	175.749	179.264	182.849
Total department profit	90,0%	1.377.000	1.404.540	1.432.631	1.461.283	1.490.509	1.520.319	1.550.726	1.581.740	1.613.375	1.645.642
Non recoverable expenses	10,0%	153.000	156.060	159.181	162.365	165.612	168.924	172.303	175.749	179.264	182.849
Gross Operating Profit (GOP)	80,0%	1.224.000	1.248.480	1.273.450	1.298.919	1.324.897	1.351.395	1.378.423	1.405.991	1.434.111	1.462.793
Reserve for renewals	16,5%	253.213	258.278	263.443	268.712	274.086	279.568	285.159	290.862	296.680	302.613
EBITDAR	63,5%	970.787	990.202	1.010.007	1.030.207	1.050.811	1.071.827	1.093.264	1.115.129	1.137.431	1.160.180
Market rent component	29,8%	456.000	465.120	474.422	483.911	493.589	503.461	513.530	523.801	534.277	544.962
EBITDA	33,6%	514.787	525.082	535.584	546.296	557.222	568.366	579.733	591.328	603.155	615.218
Rent cover		2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1

- De RevPAU is de revenue per average unit, in lijn met de gebruikelijke maatstaf RevPAR (room) bij hotels.
- De GOP komt uit op 80%. Na aftrek van de investeringsreserves van in totaal € 2.772.615,- resulteert een EBITDAR (R=rent) van 63,5%.
- De EBITDA margin van 33,6%. Deze ligt lager dan de referenties over 2022 van IWG (49,2%) en Servcorp (50,4%). Deze marge hangt samen met het huurcomponent, welke in dit geval ook ca. 1/3^e betreft en de kostenefficiency van de organisatie. De verhouding tussen deze kosten en de EBITDA liggen wel in de lijn met het streefgetal van een van de eigenaren uit het interview en kan op basis daarvan als redelijk worden geacht.

- Daarnaast is de rent cover weergegeven, zijnde de EBITDAR / markthuur, om te kunnen beoordelen of er sprake is van een gezonde betaalcapaciteit om schommelingen in de omzet op te kunnen vangen. De EBITDAR is in dit geval ruim voldoende om een marktconforme huur te kunnen betalen.

DCF

Voor de OpCo in het leasemodel is de DCF-methode toegepast en de looptijd van de inkomsten is (uiteraard) volledig flexibel. Er wordt aangenomen dat er geen financiële vaste activa worden overgedragen. De EBITDA van jaar 1 uit de forecast is aangehouden voor de huidige netto inkomsten. De kosten voor de koper worden geschat op 1%. Verondersteld wordt dat het inbouwpakket bij einde contract wordt verwijderd en daarom geen waarde bij exit heeft en de net exit yield is daarom op 0% gesteld. De exit yield is gelijk aan de NIY, maar dan bij einde looptijd.

Rekenmodel 1a

DCF start growth date	01/01/2024											
Rental growth	2,00% per annum											
Current net rent	€ 514.787											
Lease length	flexible											
Purchasers costs	1,0%											
Cashflow	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	
Year	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
EBITDA	€ 514.787	€ 514.787	€ 525.082	€ 535.584	€ 546.296	€ 557.222	€ 568.366	€ 579.733	€ 591.328	€ 603.155	€ 615.218	€ 627.522
Sale revenue										€	-	
Cashflow	€ 514.787	€ 514.787	€ 525.082	€ 535.584	€ 546.296	€ 557.222	€ 568.366	€ 579.733	€ 591.328	€ 603.155	€ 615.218	€ 627.522
NPV	€ 514.787	€ 474.357	€ 445.844	€ 419.045	€ 393.857	€ 370.182	€ 347.931	€ 327.018	€ 307.361	€ 288.886	€ 271.522	
NPV overall	€ 4.160.788											
Exit yield	0,0%											
Discount rate	8,52%											
NPV	€ 4.160.788											
Less purchaser's costs	€ 41.196			EBITDA multiplier	8,0			Control IRR	8,52%			
Rounded	€ 4.120.000											
Actual cashflow	€ -3.646.001	€ 514.787	€ 525.082	€ 535.584	€ 546.296	€ 557.222	€ 568.366	€ 579.733	€ 591.328	€ 603.155	€ 615.218	

1b) Waardering PropCo op basis van het lease model met OpCo - NAR:

In de NAR methode wordt de netto huurprijs aangehouden welke de OpCo aan de PropCo betaalt bij aanvang van de huurovereenkomst. Daarnaast worden de huurinkomsten meegenomen van de resterende conventionele huurcontracten, na 20% huurkorting (incentive). De kosten zijn gebaseerd op gemiddelde eigenaarslasten per m² bruto vloeroppervlak van een kantoor in Nederland, vastgesteld door Arcadis (2020). Dit is het deel van de exploitatiekosten welke niet kan worden doorbelast aan de huurder als onderdeel van de servicekosten. Dit zijn met name dagelijks onderhoud, belastingen en verzekeringen. Het netto aanvangsrendement van 5,00% is reeds toegelicht. De overdrachtsbelasting voor commercieel vastgoed is op dit moment 10,4%, vermeerderd met 1% overige kosten waaronder de notariskosten.

Rekenmodel 1b

NAR method

Serviced office income	€	456.000		
Conventional income	€	2.280.000		
Total income	€	2.736.000		
Costs PropCo	€	378.235		
Net income	€	2.357.765		
Income breakdown	Income	Yields	Value	
Base layer	€ 2.357.765	Office yield	5,00%	€ 47.155.294
	€ 2.357.765			€ 47.155.294
		Cap rate	20,0	
		Purchaser's costs	11,40%	€ 4.825.587
				€ 42.329.707
		Rounded		€ 42.330.000

Tabel 17 - Samenvatting scenario 1

Scenario	Entity	Structure	Method	Value	per sq m	EBITDA multiplier	Cap rate
1a	OpCo	Lease	DCF	4.120.000		8,0	
1b	PropCo	Lease	NAR	<u>42.330.000</u>			20,0
1	OpCo + PropCo	Lease	DCF+NAR	46.450.000	4.645		

Wanneer de waardes van waardebepaling 1a en 1b bij elkaar worden opgeteld, resulteert een marktwaarde van 46,5 miljoen, gelijk aan ca. EUR 4.650,- per m². Dit lijkt vrij realistisch uitgaande van de bandbreedte van transacties op prime kantorenlocaties in Utrecht in de periode 2021-2023 zijnde EUR 3.400 – 5.000/m² (bron: Kadaster). De EBITDA multiplier bedraagt 8,1 en het netto aanvangsrendement van 5,00% leidt tot een cap rate van 20,0.

2) Basis uitgangspunten managementmodel:

De uitgangspunten van de forecast zijn gelijk aan scenario 1 met als enige uitzondering het huurcomponent, welke is gewijzigd naar een managementfee van 7,5% over de omzet, welke door de vastgoedeigenaar dient te worden afgedragen aan de operator. Er is sprake van een vaste fee zonder eventueel bonus fee.

Tabel 18 – input parameters managementmodel

A - building metrics		C - occupancy en costs	
Market rent per sq m	€ 285	Occupancy stabilized	75,0%
GFA building	11.765	Inflation / rental growth	2,0%
LFA building	10.000	Total overhead expenses	10,0%
LFA serviced office	2.000	Non recoverable expenses	10,0%
LFA conventional	8.000	D - investments	
Distribution common area	15,0%	Investment costs p/sq m	€ 1.450,00
sq m common area	300	Overall investment costs	€ 2.900.000
Distribution office units	85,0%	Depreciation period in years	20,0
sq m office units	1.700	Residual value estimate	20,0%
sq m / desk	6,0	Residual value estimate	€ 580.000
Amount flex desks	333	Incentive - investment contribution	0,0%
Average monthly rate p/desk	€ 600	Investment contribution	€ -
sq m / office unit	100,0	Renewal costs forecast period	€ 2.772.615
Amount office units	17	Yearly renewal costs	16,5%
Average monthly rate p/unit	€ 10.000	E - yields	
B - contract		Prime net income yield (NIY)	5,00%
Market rent building	2.850.000	Loan to value (LTV)	27,2%
Management fee OpCo	7,5%	Interest rate - Euribor 12 month	3,80%
Forecast period in years	10,0	Risk free rate - Dutch 10Y bonds	3,30%
Overall incentive	0,0%	F - comparables	
Incentive - rent free	0,0%	Central Park - Stadsplateau 30	€ 600
		Oudegracht 399	€ 500
		Regus - Papendorpseweg 100	€ 500

De invoer van de input parameters in het forecast model van de OpCo op basis van het managementmodel leidt tot het volgende kasstroomschema:

Kasstroomschema 2

OpCo Revenue forecast

Year		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Months		12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
Days		365	365	365	365	365	365	365	365	365	365
Available office units		17	17	17	17	17	17	17	17	17	17
Occupancy		75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%
Average monthly rate		10.000	10.200	10.404	10.612	10.824	11.041	11.262	11.487	11.717	11.951
RevPAU		7.500	7.650	7.803	7.959	8.118	8.281	8.446	8.615	8.787	8.963
Operating revenue		1.530.000	1.560.600	1.591.812	1.623.648	1.656.121	1.689.244	1.723.029	1.757.489	1.792.639	1.828.492
Managementfee	7,5%	114.750	117.045	119.386	121.774	124.209	126.693	129.227	131.812	134.448	137.137
Total overhead expenses	10,0%	153.000	156.060	159.181	162.365	165.612	168.924	172.303	175.749	179.264	182.849
Total department profit	82,5%	1.262.250	1.287.495	1.313.245	1.339.510	1.366.300	1.393.626	1.421.499	1.449.928	1.478.927	1.508.506
Non recoverable expenses	10,0%	153.000	156.060	159.181	162.365	165.612	168.924	172.303	175.749	179.264	182.849
Gross Operating Profit (GOP)	72,5%	1.109.250	1.131.435	1.154.064	1.177.145	1.200.688	1.224.702	1.249.196	1.274.180	1.299.663	1.325.656
Reserve for renewals	16,5%	253.213	258.278	263.443	268.712	274.086	279.568	285.159	290.862	296.680	302.613
EBITDA	56,0%	856.037	873.157	890.621	908.433	926.602	945.134	964.036	983.317	1.002.983	1.023.043

- De inkomsten voor de operator liggen in dit scenario fors lager ten opzichte van het leasemodel. Daartegenover geldt dat de OpCo ook geen langjarige huurverplichting hoeft aan te gaan. In de WACC wordt hier verder geen onderscheid in gemaakt ten opzichte van het leasemodel, gezien hier geen referenties voor beschikbaar zijn.

2a) Waardering OpCo op basis van managementovereenkomst met PropCo – DCF:

De managementfee over de omzet bedraagt afgerond EUR 114.750,- op basis waarvan de waarde van de operator voor deze locatie kan worden bepaald.

Rekenmodel 2a

DCF start growth date	01/01/2024												
Rental growth	2,00% per annum												
Current net rent	€	114.750											
Lease length	flexible												
Purchasers costs	1,0%												
Cashflow		2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	
Year		0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
EBITDA	€	114.750	€ 114.750	€ 117.045	€ 119.386	€ 121.774	€ 124.209	€ 126.693	€ 129.227	€ 131.812	€ 134.448	€ 137.137	€ 139.880
Sale revenue											€	-	
Cashflow	€	114.750	€ 114.750	€ 117.045	€ 119.386	€ 121.774	€ 124.209	€ 126.693	€ 129.227	€ 131.812	€ 134.448	€ 137.137	€ 139.880
NPV	€	114.750	€ 105.738	€ 99.382	€ 93.408	€ 87.794	€ 82.517	€ 77.557	€ 72.895	€ 68.513	€ 64.395	€ 60.524	
NPV overall	€	927.472											
Exit yield	0,0%												
Discount rate	8,52%												
NPV	€	927.472											
Less purchaser's costs	€	9.183		EBITDA multiplier			8,0		Control IRR		8,52%		
Rounded	€	920.000											
Actual cashflow	€	-812.722	€ 114.750	€ 117.045	€ 119.386	€ 121.774	€ 124.209	€ 126.693	€ 129.227	€ 131.812	€ 134.448	€ 137.137	

2b) Waardering PropCo op basis van managementovereenkomst met OpCo - NAR:

In de NAR-methode wordt bij kantoren vaak gebruik gemaakt van een zogenaamd split-yield taxatie (JLL, 2018, Cushman & Wakefield, 2020). Het basis uitgangspunt is een reguliere huurovereenkomst is op basis van de conventionele markthuur. Dit wordt gedaan voor het geval het pand aan een andere partij zou moeten worden verhuurd als zijnde de alternatieve aanwendbaarheid. Voor de extra inkomsten welke worden gegenereerd boven de conventionele huur, de 'top tranche' wordt een andere yield toegepast. Voor de service office markt zijn weinig yield referenties beschikbaar. Daarom is de opslag van 2,25% in dit geval gebaseerd op voorbeelden van JLL (2018) en Cushman & Wakefield (2020), welke respectievelijk 2,25% en 1,75% aanhouden in een dergelijk (fictief) scenario.

Rekenmodel 2b

NAR method

Serviced office income	€	856.037		
Conventional income	€	2.280.000		
Total income	€	3.136.037		
Costs Propco	€	378.235		
Net income	€	2.757.801		
Net conventional lease ERV	€	2.471.765		
Income breakdown	Income	Yields	Value	
Base layer	€ 2.471.765	Office yield	5,00%	€ 49.435.294
Top tranche	€ 286.037	Top tranche	7,25%	€ 3.945.334
	€ 2.757.801			€ 53.380.628
		Cap rate	19,4	
		Purchaser's costs	11,40%	€ 5.462.650
				€ 47.917.979
		Rounded		€ 47.920.000

Tabel 19 - Samenvatting scenario 2

Scenario	Entity	Structure	Method	Value	per sq m	EBITDA multiplier	Cap rate
2a	OpCo	Management	DCF	920.000		8,0	
2b	PropCo	Management	NAR	<u>47.920.000</u>			19,4
2	OpCo + PropCo	Management	DCF+NAR	48.840.000	4.884		

Wanneer de waardes van waardebeoordeling 2a en 2b bij elkaar worden opgeteld, resulteert een marktwaarde van 48,9 miljoen, gelijk aan ca. EUR 4.900,- per m². Uitgaande van de bandbreedte van transacties op prime kantorenlocaties in Utrecht in de periode 2021-2023 zijnde EUR 3.400 – 5.000/m² (bron: Kadaster), ligt deze uitkomst net boven de bandbreedte. De EBITDA multiplier bedraagt 8,0 en het netto aanvangsrendement van 5,00% met een risico opslag voor het surplus boven de conventionele huur leidt tot een gemiddelde cap rate van 19,4.

3a) Waardering PropCo/OpCo – NAR:

Voor de waardering van de PropCo-OpCo structuur is de NAR-methode gebruikt met een DCF als controle. De inkomsten van het serviced office gedeelte liggen hier het hoogst, omdat er geen afdracht plaatsvindt aan een andere partij. Daardoor blijven alle huurinkomsten bij de PropCo/OpCo.

Rekenmodel 3a

NAR method

Serviced office income	€	970.787		
Conventional income	€	2.280.000		
Total income	€	3.250.787		
Costs PropCo	€	378.235		
Net income	€	2.872.551		
Net conventional lease ERV	€	2.471.765		
Income breakdown	Income	Yields	Value	
Base layer	€ 2.471.765	Office yield	5,00%	€ 49.435.294
Top tranche	€ 400.787	Top tranche	7,25%	€ 5.528.093
	€ 2.872.551			€ 54.963.387
		Weighted	5,23%	
		Cap rate	19,1	
		Purchaser's costs	11,40%	€ 5.624.619
				€ 49.338.767
		Rounded		€ 49.340.000
			p/sq m	€ 4.934

3b) Waardering PropCo/OpCo – DCF:

Ter controle van de uitkomst van de NAR-methode is ook een DCF berekening toegepast, zoals gebruikelijk is bij verhuurd kantorenvastgoed.

Rekenmodel 3b

DCF start growth date	01/01/2024											
Rental growth	2,00% per annum											
Current net rent	€ 2.872.551											
Lease length	10 Years											
Purchasers costs	11,40%											
Cashflow	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	
Year	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
EBITDA	€ 2.872.551	€ 2.872.551	€ 2.930.002	€ 2.988.603	€ 3.048.375	€ 3.109.342	€ 3.171.529	€ 3.234.959	€ 3.299.659	€ 3.365.652	€ 3.432.965	€ 3.501.624
Sale revenue											€ 62.865.784	
Cashflow	€ 2.872.551	€ 2.872.551	€ 2.930.002	€ 2.988.603	€ 3.048.375	€ 3.109.342	€ 3.171.529	€ 3.234.959	€ 3.299.659	€ 3.365.652	€ 66.298.749	€ 3.501.624
NPV	€ 2.872.551	€ 2.646.948	€ 2.487.844	€ 2.338.303	€ 2.197.751	€ 2.065.647	€ 1.941.484	€ 1.824.785	€ 1.715.100	€ 1.612.008	€ 29.260.433	
NPV overall	€ 50.962.854											
Exit yield	5,00%											
Discount rate	8,52%											
NPV	€ 50.962.854											
Less purchaser's costs	€ 5.215.229			EBITDA multiplier	15,9			Control IRR	8,52%			
Rounded	€ 45.750.000											
Actual cashflow	€ -48.090.303	€ 2.872.551	€ 2.930.002	€ 2.988.603	€ 3.048.375	€ 3.109.342	€ 3.171.529	€ 3.234.959	€ 3.299.659	€ 3.365.652	€ 66.298.749	
p/sq m	€ 4.575											

- De exit yield in jaar 10 is gebaseerd op de NIY van 5,00% en is ten opzichte hiervan ongewijzigd, met als uitgangspunt dat de kwaliteit van de locatie in stand is gehouden en de looptijd van het contract dan is verlengd met opnieuw 10 jaar.
- De uitkomst van de DCF van EUR 4.575 per m² ligt iets lager dan de uitkomst van de NAR van EUR 4.934 per m², wat neerkomt op een verschil van ca. 7,3% en is daarmee acceptabel. Mocht dit niet zo zijn, zou dit een teken kunnen zijn dat de yield in de NAR of de discount rate en exit yield van de DCF nog eens herzien moeten worden. De uitkomsten zouden uiteindelijk bij benadering gelijk moeten zijn.