

De waardering van serviced offices



Auteur: Raimond Heuving

Scriptie: MSRE, Amsterdam School of Real Estate

Datum: 19 augustus 2019

‘Alles is relatief, en alleen dat is absoluut.’

Auguste Comte

Frans wiskundige en filosoof

1798-1857

Colofon

Masterthesis

Opleiding: Master of Science in Real Estate

Opleidingsinstituut: Amsterdam School of Real Estate

Eerste begeleider: dr. J. Vis MBA CMC RV FRICS

Tweede begeleider: drs. A.R. Marquard

Voorwoord

Dit onderzoek inzake de waardering van serviced offices is uitgevoerd in het kader van mijn studie Master of Science in Real Estate aan de Amsterdam School of Real Estate.

Het schrijven van deze scriptie naast een druk gezinsleven met drie kinderen en een fulltime baan is geen eenvoudige aangelegenheid gebleken en heeft soms best voor de nodige stress gezorgd. Deze stress werd echter in een volledig ander perspectief geplaatst (alles is relatief) toen de gezondheid van mijn vrouw in het geding kwam. Ester, jouw kracht, moed en doorzettingsvermogen hebben mij geïnspireerd om dit scriptietraject, zij het met de nodige vertraging, toch af te kunnen ronden. Mijn vrouw en kinderen ben ik daarom allereerst dank verschuldigd voor hun begrip en geduld tijdens het scriptietraject.

Daarnaast wil ik mijn scriptiebegeleider de heer Jan Vis hartelijk danken voor zijn inhoudelijke en altijd positieve en opbouwende commentaar. Tot slot wil ik ook graag de heer Arthur Marquard danken voor zijn rol als tweede lezer alsmede het team van de ASRE voor een prettige en leerzame studieperiode en hun empathische houding gedurende de periode dat het thuis even niet goed ging.

Raimond Heuving

Barendrecht, augustus 2019

Management samenvatting

In dit verkennende onderzoek staat de waardering van serviced offices centraal. Serviced offices maken inmiddels circa 2-3% van de kantorenvorraad uit en de verwachtingen zijn dat dit de komende jaren verder zal stijgen. Het is daarom relevant om te onderzoeken hoe deze objecten op een verantwoorde wijze gewaardeerd zouden moeten worden.

In een serviced office worden het vastgoed en de exploitatie van het betreffende concept samengevoegd met als doel om inkomsten te kunnen genereren. In deze deelmarkt worden veel verschillende concepten aangeboden en is er sprake van een verscheidenheid aan aangeboden services. Zowel ZZP'ers, ondernemingen uit het MKB, maar ook de 'large corporates' maken gebruik van serviced offices.

In het theoretisch kader van het onderzoek komen de traditionele waarderingsmethodieken voor het waarderen van vastgoed, de methodieken voor exploitatiegebonden vastgoed alsmede business valuation aan bod. Serviced offices mogen gedefinieerd worden als exploitatiegebonden vastgoed. Bij het waarderen van exploitatiegebonden vastgoed worden vaak meerdere methodieken naast en door elkaar gebruikt. Bij business valuation wordt de waardering beschouwd vanuit het 'entity concept'. Op basis van de geraadpleegde literatuur wordt geconcludeerd welke methodiek theoretisch verantwoord is bij de waardering van serviced offices. Aansluitend is op basis van halfgestructureerde interviews met twaalf experts de markt voor serviced offices alsmede de toekomstverwachtingen voor deze deelmarkt besproken. Daarna is de kwaliteit van de taxaties van serviced offices besproken en is aan de experts gevraagd welke benadering en methodieken het beste passen bij de waardering van serviced offices.

Middels de casestudy zijn de problemen die zich voordoen bij de waardering van serviced offices illustratief in beeld gebracht. Op basis van het onderzoek mag geconcludeerd worden dat er nog geen consensus is hoe deze objecten gewaardeerd zouden moeten worden en lijken nadere richtlijnen voor het waarderen van dergelijke objecten op zijn plaats.

Inhoud

1. Inleiding	1
1.1 Aanleiding.....	1
1.2 Onderwerp en afbakening.....	3
1.3 Doelstelling.....	3
1.4 Centrale vraag	4
1.5 Deelvragen	4
1.6 Onderzoekopzet.....	4
1.7 Leeswijzer	5
2. De serviced officemarkt nader verkend	6
2.1 Inleiding	6
2.2 De aanbodzijde nader in kaart gebracht	6
2.3 Verschijningsvormen serviced offices	8
2.4 Contractmodellen serviced offices.....	9
2.5 Actoren vraagzijde serviced offices in Nederland	10
3. Theorie taxeren van serviced offices.....	12
3.1 Inleiding	12
3.2 Betrouwbare en transparante taxatie.....	12
3.3 Kernbegrippen en basistheorie bij vastgoedtaxaties en business valuation	13
3.4 Waarderingsbenaderingen- en methodieken	15
3.5 Waarderingsmethodieken behorende tot de inkomstenbenadering.....	16
3.6 Taxatie exploitatiegebonden vastgoed	16
3.7 Business Valuation.....	20
3.8 Waardering serviced offices volgens Britse literatuur	22
3.8.1 Inleiding	22
3.8.2 Onderzoek Capital Economics	22
3.8.3 Journal Property Investment & Finance.....	23

3.8.4 CoStar UK en Estates Gazette.....	25
3.9 Overeenkomsten waardering hotels.....	25
3.10 Deelconclusie op basis van theoretisch kader	26
4. Nadere uitwerking van de onderzoeksvraag.....	28
4.1 Inleiding	28
4.2 Onderzoeksmethodiek	28
4.3 Selectie experts	28
4.4 Subvragen en aanvullende vragen interviews	29
5. Uitwerking kwalitatieve interviews	32
5.1 Inleiding	32
5.2 Uitwerking subvragen	32
5.3 Deelconclusie interviews.....	37
6. Case study.....	40
6.1 Inleiding	40
6.2 DCF methodieken	40
6.3 GOP methode	42
6.4 Draagkrachthuurmethode.....	42
6.5 Deelconclusie.....	43
7. Samenvattend schema	44
7.1 Inleiding	44
7.2 Schema	44
8. Conclusie	45
8.1 Inleiding	45
8.2 Beantwoording centrale vraag.....	45
8.3 Beantwoording deelvragen	45
8.4 Reflectie en aanbevelingen	47
Bronvermelding.....	49

Bijlagen	1
Bijlage 1 Spreiding serviced offices in Nederland	1
Bijlage 2 Reguliere waarderingsmethodieken behorende tot de inkomstenbenadering	2
Bijlage 3 Voorbeeld berekening waardering serviced offices middels GOP methode.....	5
Bijlage 4 Berekeningen waardering serviced offices case study	6

1. Inleiding

1.1 Aanleiding

In de huidige Nederlandse kantorenmarkt is er sprake van meer balans tussen vraag en aanbod dan ten tijde van de crisis. Gedurende de crisis lag het aanbod op circa 9 miljoen vierkante meter en de vraag schommelde rond 1 miljoen vierkante meter. Vanwege de economische groei en een toename van het aantal banen die in een kantoor worden uitgeoefend, lag de vraag in 2018 op een niveau van circa 1,6 miljoen vierkante meter per jaar (Dynamis, 2019) en het aanbod van kantoorruimte lag in begin 2019 op circa 6 miljoen vierkante meter (Rabobank, 2019). “Kantoorwerk” wordt steeds vaker niet meer in een traditioneel kantoorgebouw uitgevoerd. Als gevolg van de veranderingen in de kantorenmarkt kijken vastgoedeigenaren anders naar de kantoorruimten die zij in portefeuille hebben dan voor de recente crisis. Om de nog steeds aanzienlijke leegstand in de kantorenmarkt terug te dringen zijn diverse initiatieven ontplooid. Zo is bijvoorbeeld door transformaties, tussen 2016 en 2018, circa 2,4 miljoen vierkante meter onttrokken aan de kantorenvorraad (Rabobank, 2019). Een ander initiatief is dat een deel van de leegstaande kantorenvorraad is ingevuld ten behoeve van de zogenaamde serviced offices. Naast het feit dat het aantal zzp’ers en flexwerkers behoorlijk is toegenomen lijken de serviced offices hier overwegend hun bestaansrecht aan te ontleen (Dynamis, 2018).

De markt voor serviced offices is een betrekkelijk onderbelichte niche. Over de Nederlandse markt zijn in het verleden enkele scripties geschreven. Deze scripties hebben overwegend een verkennend karakter waarbij de markt in kaart gebracht wordt. Uit een onderzoek van Laterveer (2011) is gebleken dat serviced offices winnen aan populariteit en dat de markt voor serviced offices is gegroeid. Uit een niet-limitatieve inventarisatie die voor onderhavig onderzoek is verricht en in hoofdstuk 2 nader wordt beschreven, wordt dit beeld op basis van diverse internetbronnen bevestigd.

In het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten worden de serviced offices inmiddels als een separate asset class gezien en is een aanzienlijk gedeelte van de kantoorruimte als zodanig in gebruik. Met name in het Verenigd Koninkrijk, de grootste markt voor serviced offices wereldwijd, is de markt goed in kaart gebracht en wordt deze getypeerd als een markt die tot volwassenheid komt (Cushman & Wakefield, 2015).

Wanneer de markt in Nederland zich ook verder doorontwikkelt, wordt het relevant om de taxatie van dergelijke objecten nader te beschouwen. Het is opvallend dat er weinig tot geen onderzoek gedaan is naar hoe de specifieke kenmerken van een serviced office in de taxatie verwerkt zouden moeten worden. Hierbij kan bijvoorbeeld gedacht worden aan hoe de taxateurs de kortlopende en flexibele contracten, de gehanteerde tarieven voor het gehuurde metrage en de geboden services zouden moeten betrekken in de taxatie. De geldstromen die gegenereerd worden met serviced offices verschillen qua samenstelling met die van reguliere kantoren. Naast de zogenaamde kale huuropbrengst worden er ook opbrengsten gegenereerd met de extra services die geleverd worden. Gelet op de groeipotentie van deze deelmarkt en de reeds eerder gememoreerde omvang van de markt, wordt de behoefte aan een waarderingsstandaard en waarderingsmethodiek in het Verenigd

Koninkrijk onderkend (Dreisin et al., 2016). Er is behoefte aan een transparante taxatie die recht doet aan het type vastgoed. Wat onder een transparante taxatie verstaan wordt zal in hoofdstuk 3 van de scriptie nader worden toegelicht. Met name voor de financiers en investeerders is het, om de risico's goed te kunnen adresseren, van belang om de andersoortige geldstroom te kunnen doorgronden. Een ander type vastgoed vraagt mogelijk om een andere benadering van de taxatie. In dit onderzoek wordt dan ook beoogd om meer inzicht te geven in welke methodologie het beste past bij de taxatie van een serviced office.

Alhoewel serviced offices meestal de fysieke kenmerken van een kantoor hebben, vertoont de bedrijfsvoering veel gelijkenis met exploitatiegebonden vastgoed, zoals bijvoorbeeld hotels (Dreisin et al., 2016). Voor traditionele kantoorruimten is de inkomstenbenadering de meest gebruikte methodiek. Binnen deze methodiek zijn de bruto- en netto-aanvangsrendementmethode, kort gezegd BAR- en NAR-methode, alsmede de discounted cashflow-methode de meest gebruikte waarderingsmethoden. Circa 70-80% van de kantoorbeleggingen wordt getaxeerd middels de DCF-methode (Van Gool et al., 2013). In de taxatiewereld wint de DCF-methode steeds meer terrein ten opzichte van de andere methoden en mag gesteld worden dat deze methode inmiddels 'common practice' is.

Voor exploitatiegebonden vastgoed, in de taxatierichtlijnen veelal aangeduid als bedrijfsgerelateerde objecten, is de methodiek minder uitgekristalliseerd en worden er vaak meerdere waarderingsmethoden naast en soms ook door elkaar gehanteerd. De methodieken die gebruikt worden voor de taxatie van bedrijfsgerelateerde objecten behoren ook tot de inkomstenmethode. De twee andere hoofdstromen binnen de taxatieleer, zijnde de kostenmethode en de comparatieve benadering zijn doorgaans minder geschikt om de waarde van exploitatiegebonden vastgoed te schatten. Bij de kostenmethode wordt bijvoorbeeld geen rekening gehouden met wat de markt bereid is om te betalen voor het vastgoed en/of de exploitatie. De comparatieve methode houdt wel rekening met wat de markt bereid is om te betalen. Echter, vanwege het ontbreken van betrouwbare data en het feit dat objecten zich moeilijk laten vergelijken vanwege onderlinge verschillen in onder andere omvang, kwaliteit en staat van afwerking is ook deze methode in de basis minder geschikt (Harris, 2001). Bij het waarderen van exploitatiegebonden vastgoed komen ook diverse aspecten van het waarderen van ondernemingen aan bod. Deze werkzaamheden liggen op het bord van de registervaluator (RV). Er is derhalve sprake van een overlap tussen de werkzaamheden van een vastgoedtaxateur en de registervaluator. Als gevolg van de groeiende deeleconomie, waarbij bezit niet langer leidend is en flexibiliteit de boventoon voert, wordt steeds meer vastgoed 'as a service' aangeboden (Wagenaar, 2017). De scheidslijn tussen vastgoedwaardering en de bedrijfswaardering zal vanwege deze trend minder evident worden. De werkzaamheden van de registervaluator en de registertaxateur zullen hierdoor dichterbij elkaar groeien.

Doordat er bij het taxeren van exploitatiegebonden vastgoed meerdere waarderingsmethodieken gebruikt worden, lijkt er in de taxatiewereld geen sprake te zijn van consensus welke methodiek nu het meest geschikt is. Methodologisch gezien ontstaan er problemen wanneer er meerdere methodieken door elkaar gebruikt worden. Welke methode gehanteerd wordt, ligt ook aan het soort 'goed' dat getaxeerd wordt. Het wordt in de praktijk als moeilijk ervaren welk gedeelte van de waarde van een bedrijfsgerelateerd object nu aan de materiële vaste activa of aan de immateriële

vaste activa toegekend moet worden. Daarnaast zijn de meningen verdeeld of het theoretisch gezien wel juist is om bij de taxatie een scheiding aan te brengen tussen materiële en immateriële vaste activa. Deze problemen lijken ook voor serviced offices te bestaan.

1.2 Onderwerp en afbakening

In dit onderzoek staat het op een theoretisch correcte wijze taxeren of waarderen van serviced offices in Nederland centraal. Verkooptransacties van serviced offices in Nederland zijn nauwelijks beschikbaar.

Allereerst is het van belang om het economische verschil tussen taxeren en waarderen te benoemen. Bij het taxeren wordt een schatting gemaakt van een mogelijk te realiseren prijs. Bij waarderen staat het belang uitgedrukt in geld dat iemand toekent aan een goed centraal (Vis, 2013).

Alhoewel er dus een wezenlijk verschil is tussen taxeren en waarderen, worden deze begrippen in de International Valuation Standards, die veelal gehanteerd worden bij het taxeren van vastgoed, door elkaar gebruikt en worden als synoniem beschouwd (Van Arnhem et al., 2013, p. 43-44). In dit onderzoek wordt verder geen onderscheid gemaakt tussen deze begrippen.

Omdat er geen eenduidige definitie voor een serviced office bestaat en er verschillende verschijningsvormen zijn, is het voor de afbakening van het onderzoek van belang om de specifieke kenmerken te benoemen. Daarnaast is het goed om te benoemen dat de term serviced office in de literatuur zowel als verzamelnaam van de diverse kantoorconcepten genoemd wordt en als specifieke verschijningsvorm op de kantorenmarkt. Dit kan soms leiden tot begripsverwarring. Het onderscheidend vermogen van een serviced office is dat het voorziet in een flexibel gebruik voor bedrijven, waarbij de gebruiker de mogelijkheid heeft om de volledige verantwoordelijkheid met betrekking tot het vastgoed en de daarmee direct en indirect samenhangende diensten over te laten aan de exploitant van het kantoor door betaling van een 'all-in' tarief of een basistarief met een aanvullend tarief voor de afgenomen extra diensten. Vanwege de grote mate van flexibiliteit en het ontzorgen van de gebruiker kan de gebruiker zich daardoor volledig richten op de kernactiviteiten.

Gelet op het bovenstaande is gekozen om een definitie te geven van serviced offices. De definitie in dit onderzoek is als volgt:

'Een serviced office is een kantoorruimte die in eigendom is bij of gehuurd wordt door een exploitant, die vervolgens de ruimte verhuurt of onderverhuurt aan gebruikers op basis van een contract met een vaste of flexibele looptijd en met een tariefstelling die voor de gebruiker deels of geheel de vastgoedlast, de servicekosten alsmede de kosten voor aanvullende diensten die geleverd worden dekt.'

1.3 Doelstelling

Het onderzoek beoogt aanbevelingen te geven aan taxateurs hoe de specifieke kenmerken van serviced offices verwerkt zouden kunnen worden in de taxatie en hoe deze objecten op een theoretisch verantwoorde wijze getaxeerd kunnen worden.

Gelet op de verwachte verdere groei in de deelmarkt is het maatschappelijk gezien relevant om een waarderingsmethode te beschrijven die aansluit bij het type object.

1.4 Centrale vraag

De centrale vraag in dit onderzoek is:

In hoeverre leiden de taxatiemethodieken die gehanteerd worden voor exploitatiegebonden vastgoed voor de taxaties van 'serviced offices' tot transparantere en meer betrouwbare taxatieresultaten ten opzichte van een traditionele DCF- of kapitalisatiemethode?¹

1.5 Deelvragen

De deelvragen in dit onderzoek zijn als volgt geformuleerd.

Deelvraag 1:

Welke verschijningsvormen van serviced offices zijn er, welke services worden er aangeboden en welke actoren zijn er aan de vraag- en aanbodzijde?

Deelvraag 2:

Wat is een betrouwbare en transparante taxatie?

Deelvraag 3:

Welke waarderingsmethoden zijn er voor reguliere kantoren en voor exploitatiegebonden vastgoed?

Deelvraag 4:

Welke methodiek is theoretisch verantwoord voor de taxatie van een serviced office?

Deelvraag 5:

Op welke wijze wordt er op dit moment door taxateurs, banken en exploitanten van serviced offices naar de taxaties van deze objecten gekeken?

Deelvraag 6:

Welke methodologie past bij de taxatie van serviced offices?

1.6 Onderzoekopzet

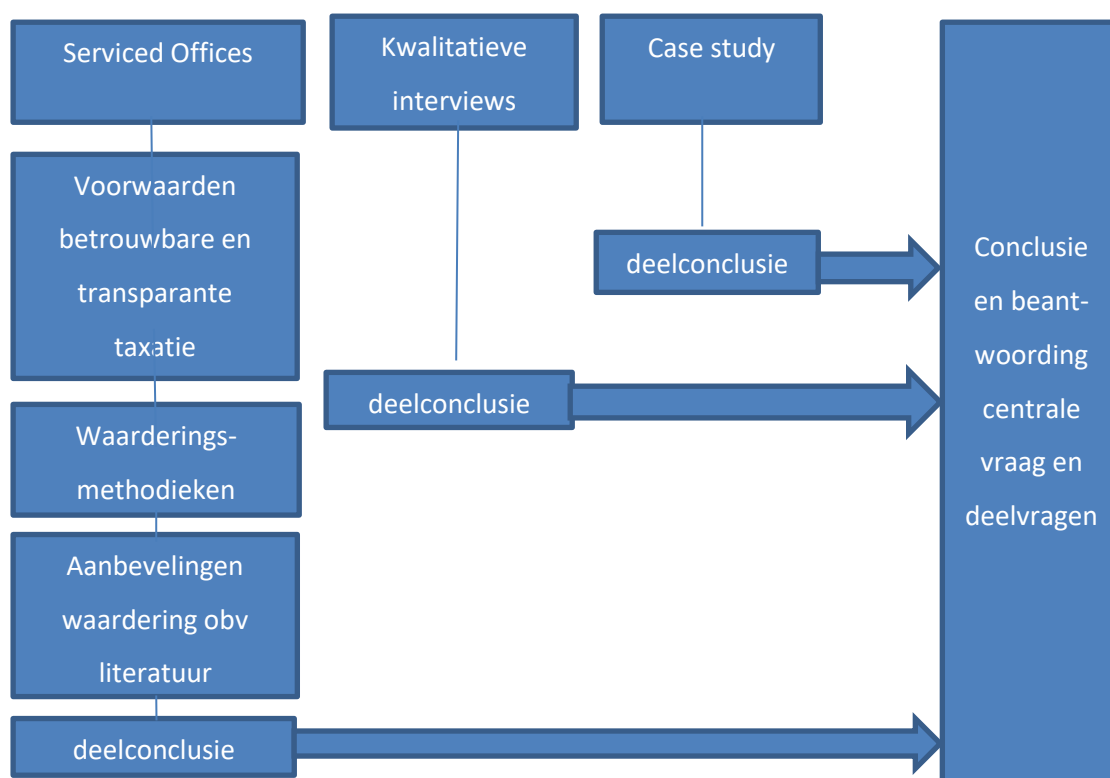
Vanwege het feit dat de markt voor serviced offices relatief nieuw is ten opzichte van de reguliere kantorenmarkt en er derhalve beperkte data beschikbaar is, is gekozen voor een explorerend onderzoek. Allereerst wordt ter illustratie de voorraad in Nederland in kaart gebracht. Vervolgens wordt inzichtelijk gemaakt waar een transparante en betrouwbare waardering aan moet voldoen. Op basis van literatuuronderzoek worden de waarderingsmethoden voor kantoren en exploitatiegebonden vastgoed besproken. Tevens wordt een voorlopige conclusie getrokken of serviced offices als exploitatiegebonden vastgoed gewaardeerd zouden moeten worden en welke benadering en methodiek theoretisch gezien het beste passen bij een serviced office. Vervolgens is

¹ Voor dit onderzoek is in het kader van taxeren een definitie gemaakt van de begrippen betrouwbaarheid en transparantie. Een taxatie moet navolgbaar en narekenbaar zijn. Dit is dan nog niet per definitie betrouwbaar en transparant. Middels doelredeneren kunnen immers bewust bepaalde zaken weggelaten worden.

gekozen voor interviews. Om van experts te weten te komen hoe deze objecten gewaardeerd zouden moeten worden is het interview de meest geëigende methode (Baarda et al., 2013), in casu kwalitatieve interviews. Middels een case study zal verdere verdieping in het onderzoek worden aangebracht. Op basis van de interviews en case study zal ook een voorlopige conclusie getrokken worden met betrekking tot de vraag welke wijze van waarderen het meest geschikt is voor dit type vastgoed. Op basis van de deelconclusies en de eindconclusie wordt de centrale vraag uiteindelijk beantwoord binnen de context en het doel van het verkennend onderzoek.

Schematisch ziet het onderzoeksmodel er dan als volgt uit:

Figuur 1:



1.7 Leeswijzer

In het volgende hoofdstuk wordt de markt voor serviced offices nader beschreven en komen de verschillende verschijningsvormen aan bod. In hoofdstuk 3 wordt de theorie van het taxeren van serviced offices behandeld en wordt geconcludeerd hoe deze objecten vanuit de theorie gezien het beste getaxeerd zouden kunnen worden. Daarnaast wordt in dit hoofdstuk aangegeven waar een betrouwbare en transparante taxatie aan moet voldoen. Hoe serviced offices volgens de experts op dit gebied getaxeerd zouden moeten worden wordt in hoofdstuk 4 en 5 behandeld. De in het theoretisch kader en door de experts geconstateerde problematiek bij het waarderen van serviced offices wordt duidelijk gemaakt middels de case study in hoofdstuk 6. In hoofdstuk 7 wordt een samenvattend schema van het onderzoek gegeven en in het laatste hoofdstuk van dit onderzoek wordt de centrale vraag beantwoord en worden suggesties gedaan voor aanvullend onderzoek.

2. De serviced officemarkt nader verkend

2.1 Inleiding

In hoofdstuk 1 is reeds een duidelijke definitie gegeven van wat er onder serviced offices wordt verstaan. In dit hoofdstuk zal een feitelijke beschrijving worden gegeven van de serviced officemarkt. Middels de in hoofdstuk 1 aangekondigde internetinventarisatie wordt het aanbod op de Nederlandse markt eerst nader in kaart gebracht. Om de andersoortige geldstromen, die eveneens zijn aangekondigd in hoofdstuk 1, nader te kunnen duiden en de markt beter te kunnen begrijpen, worden ook de services die worden aangeboden benoemd.

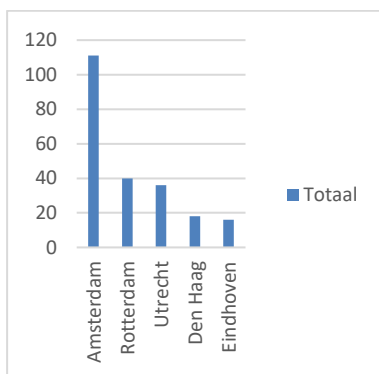
Gelet op de toename van het aantal serviced offices alsmede het aantal aanbieders dat wordt waargenomen in de markt, lijkt het dat deze verschijningsvorm van kantoren zich definitief heeft gevestigd in de Nederlandse markt. Daarnaast wordt benoemd welke verschijningsvormen er zijn en welke contractmodellen er bestaan. Tot slot wordt de vraagzijde nader toegelicht.

2.2 De aanbodzijde nader in kaart gebracht

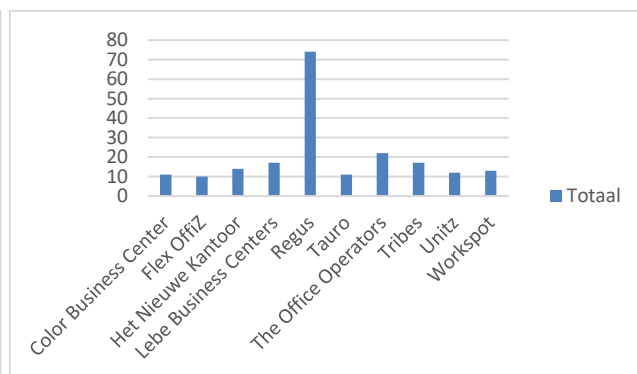
Bij het ontstaan van de markt voor serviced offices, in de tweede helft van de jaren '60 van de vorige eeuw, bevonden deze objecten zich overwegend in de Verenigde Staten van Amerika. Het eerste serviced office in Nederland, Euro Business Center aan de Keizersgracht te Amsterdam, werd in 1965 geopend (Somsen, 2002). Volgens het onderzoek 'serviced offices: a new asset class' (Dreisin et al., 2016) is het Verenigd Koninkrijk de grootste markt voor serviced offices ter wereld. In dit onderzoek is de Britse markt goed in kaart gebracht, waarbij onder andere het aantal serviced offices, het aantal werknemers, het gemiddelde tarief per werkplek en de gemiddelde duur van de overeenkomst bekend is. Voor de Nederlandse markt zijn deze gegevens niet beschikbaar. Derhalve is, om de relevantie van dit onderzoek te benadrukken en zoals al genoemd is in de inleiding, een inventarisatie gemaakt van het aanbod op de serviced office markt in Nederland. Op basis van een onderzoek dat is uitgevoerd door adviesbureau Frisblik (2009), is het aantal serviced offices tussen 2009 en de in 2019 uitgevoerde inventarisatie gestegen van 85 naar 392. Het aantal aanbieders is toegenomen van 31 aanbieders in 2009 naar 87 aanbieders in 2019.

In de inventarisatie wordt de spreiding van serviced offices in Nederland grafisch weergegeven (bijlage 1, figuur 2). Het grootste gedeelte van de serviced offices, circa 60%, zijn gelegen in de vijf grootste steden in Nederland (zie figuur 3).

Figuur 3: Top 5 steden.



Figuur 4: Top 10 exploitanten.



De tien grootste exploitanten in Nederland nemen eveneens 60 % voor hun rekening op basis van het aantal vestigingen (figuur 4). De verhuurbare vloeroppervlakte van de serviced offices is niet op een betrouwbare wijze te achterhalen middels een inventarisatie via internet. Het metrage dat wordt weergegeven op bijvoorbeeld de Basisregistratie Adressen en Gebouwen van het Kadaster is niet gemeten conform de NEN 2580. Daarnaast wordt het metrage per gebouw weergegeven en wordt in de praktijk vaak slechts een gedeelte van een kantoorgebouw als serviced office gebruikt. De omvang van de serviced officemarkt wordt geschat op ongeveer 1,1 miljoen m² (Vastgoedjournaal, 2018) op een totale kantorenvorraad van circa 49 miljoen m² (IVBN, 2018). Volgens een onderzoek dat is uitgevoerd in opdracht van de Nederlandse Vereniging van Makelaars (NVM) hebben de serviced offices een marktaandeel van circa 2-3% in de kantorenmarkt (Stec Groep, 2018, p. 9). Vanwege de diversiteit in aanbod en extra services is niet goed aan te geven binnen welke bandbreedte de tarieven voor serviced offices zich bewegen.

De serviced offices zijn op basis van de verschijningsvorm als volgt verdeeld (figuur 5). De verschijningsvormen van serviced offices zullen in paragraaf 2.3 nader worden toegelicht.

Figuur 5: Verdeling op basis van verschijningsvorm.

verschijningsvorm	aantal
coworking	18
serviced	146
serviced office/coworking	4
serviced/coworking	55
serviced/coworking /virtual	74
serviced/virtual	95
Eindtotaal	392

De variëteit in de serviced officemarkt zien we ook terug bij de diverse services die worden aangeboden. Onderstaand volgt een opsomming van de services die zoal worden aangeboden in de markt:

- volledig uitgeruste kantoorruimten;
- receptie;
- telefoonservices;
- parkeerfaciliteiten;
- leveren van IT services;
- verhuren van vergaderruimte/cursusruimte;
- verzorgen van secretariële werkzaamheden;
- het aanbieden van conciërge werkzaamheden
- video conferencing;
- desktop publishing services;
- beveiliging;
- catering;

- diverse 'tech services' zoals het aanbieden van een marktplaats met kortingen voor leden, apps, cloudservices, virtuele assistentie;
- het organiseren van netwerkbijeenkomsten;
- aanbieden van sportfaciliteiten;
- mogelijkheid tot het overnemen van facilitaire dienstverlening.

Het pakket aan extra dienstverlening verschilt per aanbieder. Dit maakt het dan ook moeilijk om serviced offices met elkaar te vergelijken. De aangeboden services zijn soms opgenomen in het all-in tarief dat aan de gebruiker in rekening wordt gebracht, maar kunnen deels ook een separate geldstroom vormen. De extra diensten vergen vanzelfsprekend wel een extra voorinvestering en verschillen qua technische en economische levensduur. De opbrengsten die gegenereerd worden in een serviced office hebben in ieder geval een sterk exploitatiegebonden karakter.

2.3 Verschijningsvormen serviced offices

In een onderzoek van Deloitte (2015), waar de groei van het aantal serviced offices in Londen wordt onderzocht, worden de volgende verschijningsvormen van serviced offices benoemd:

- Serviced/flexible offices;
- Coworking offices;
- Virtual offices.

Een serviced of flex office, is de meest voorkomende vorm. Bij deze vorm van kantoren is de ruimte doorgaans volledig uitgerust en kan er ook gebruik gemaakt worden van extra faciliteiten zoals vergaderruimten, horeca en receptie. Zowel in de omvang van de gehuurde kantoorruimte als in de contractvorm is er sprake van een grote mate van flexibiliteit.

Coworking is een verder doorgevoerde vorm van een serviced office, waarbij de nadruk naast de servicecomponent ook op het samenwerken en innoveren ligt. Dit manifesteert zich onder andere door het organiseren van netwerkbijeenkomsten voor andere coworkers, waarbij kruisbestuiving plaatsvindt en synergetische voordelen behaald kunnen worden. Bij deze verschijningsvorm krijgt men vaak toegang op basis van een lidmaatschap en bestaat de mogelijkheid om op meerdere locaties toegang te krijgen tot het concept, waardoor men nog flexibeler is dan bij een regulier serviced office.

Bij een virtual office wordt door de verhuurder voorzien in de behoefte van een postadres en vaak ook in communicatiemiddelen. Indien gewenst kunnen tevens op ad hoc basis andere services zoals vergaderruimten worden afgenomen.

In een onderzoek naar gebruikerstevredenheid in 'multi-tenant' kantoren (Hartog, 2015) worden nog twee andere verschijningsvormen die gerelateerd zijn aan het serviced office concept genoemd. Dit zijn de reguliere business centers en de incubators. De reguliere business centers verhuren doorgaans wel kleinere kantoorruimten voor kortere termijnen, maar zijn toch niet geheel flexibel. Het huren van ruimte voor dagdelen behoort doorgaans niet tot de mogelijkheden en daarnaast beschikken de business centers over minder voorzieningen en service dan de bekende serviced office exploitanten zoals genoemd in figuur 4. Incubators richten zich op de start-ups, waarbij de nadruk ligt

op ondersteuning om nieuwe bedrijven te laten groeien en bloeien. Hierbij wordt wel op flexibele basis ruimte beschikbaar gesteld en is er sprake van gedeelde voorzieningen, echter is de duur van de huurovereenkomst doorgaans niet flexibel omdat gedurende een bepaalde periode een programma wordt gevolgd. Daarnaast hebben incubators vaak een non profit karakter. Vanwege het feit dat deze twee verschijningsvormen niet geheel voldoen aan de definitie, zijn deze concepten volledigheidshalve wel benoemd, maar verder buiten beschouwing gelaten in dit onderzoek en de inventarisatie.

2.4 Contractmodellen serviced offices

Bij een serviced office kunnen de eigendomsrechten van het vastgoed en de exploitatie bij één partij liggen. Tevens bestaat de mogelijkheid dat er een bepaald contractmodel van toepassing is, waarbij het vastgoed niet in eigendom is van de exploitant en derhalve gehuurd wordt door de exploitant zelf of een derde partij.

In een onderzoek van Henley Business School (Dabson et al., 2014, p. 17-18) naar de rol van serviced offices binnen de bedrijfsonroerend goed keten worden in het Verenigd Koninkrijk, wereldwijd de grootste markt voor serviced offices, vier contractmodellen van serviced offices beschreven:

- Het conventionele huurmodel;
- Het joint venture model;
- Het management fee model;
- Het managed office model.

Bij het conventionele huurmodel huurt de serviced office exploitant de kantoorruimte op basis van een conventionele huurovereenkomst. Vervolgens wordt de kantoorruimte door de exploitant uitgerust tot het gewenste voorzieningenniveau en wordt de ruimte inclusief services en infrastructuur verhuurd aan derden. Kenmerkend voor dit model is dat er sprake kan zijn van een mismatch tussen de uitgaande en inkomende kasstromen. De huurovereenkomst die de exploitant aangaat met de verhuurder is doorgaans voor langere termijn terwijl de inkomsten vanwege de kortlopende overeenkomsten een korte termijn karakter kennen. Vanwege de hogere vaste kosten kan het operationele hefboomeffect, het effect van de vaste kosten op de omzet en de operationele winst, bij dit model hoger liggen dan bij de overige bovengenoemde contractmodellen. Dit betekent dat wanneer de werking van de hefboom groter is, de onderneming meer risico draagt, maar ook de kans bestaat om meer winst te genereren. Het marktrisico wordt bij dit model primair gedragen door de serviced office exploitant. In het genoemde onderzoek is marktrisico gedefinieerd als de mogelijkheid dat veranderingen in macro economische omstandigheden leiden tot een significante wijziging in de behoefte aan ruimte van een gebruiker (Dabson et al., 2014, p. 17).

Het joint venture model wordt vaak toegepast door een vastgoedeigenaar in het geval dat er sprake van overtollige ruimte is in een gebouw. Er wordt een partner gezocht in de vorm van een serviced office exploitant. Tezamen vormen deze partijen een joint venture, die vervolgens de ruimte exploiteert. Naast het leveren van de kantoorruimte, investeert de eigenaar van het gebouw hierbij in de uitrusting van het kantoor. Voor de dienstverlening van de serviced office exploitant ontvangt de exploitant een management fee op basis van omzet of winstgevendheid en daarnaast een deel van de winst. De eigenaar ontvangt huurpenningen en realiseert daardoor rendement op het

geïnvesteerde vermogen. De contracten die ten grondslag liggen aan deze constructie zijn vormvrij. De wijze waarop de inkomsten worden verdeeld onder de partners zijn variabel. Kenmerkend bij dit model is dat de initiële investering voor de exploitant beperkt is. Daarnaast hebben de in- en uitgaande geldstromen van de exploitant een kortlopend karakter en kan er sprake zijn van een lager operationeel hefboomeffect dan bij het conventionele huurmodel en het managed office model. Het marktrisico wordt bij deze vorm primair gedragen door de vastgoedeigenaar.

Bij het management fee model exploiteert een serviced office exploitant de ruimte, die door een derde partij wordt gehuurd of bij een derde partij in eigendom is, op basis van een managementcontract. De kantoorruimte inclusief infrastructuur en services worden vervolgens weer verhuurd op basis van flexibele en kortlopende contracten. De exploitant ontvangt een managementvergoeding en winstdeling. Bij dit model is doorgaans geen sprake van lange termijnverplichtingen en kan er net als bij het joint venture model ook sprake zijn van een lager operationeel hefboomeffect dan bij de andere contractvormen. Tevens wordt het marktrisico primair gedragen door de vastgoedeigenaar.

Tot slot wordt het 'back to back lease' model waargenomen in de markt. Bij dit model huurt de serviced office exploitant een kantoorruimte van een vastgoedeigenaar op basis van conventionele voorwaarden. Vervolgens wordt de kantoorruimte door de exploitant uitgerust tot het gewenste voorzieningenniveau en wordt de betreffende ruimte onderverhuurd voor een vergelijkbare termijn als de initiële huurovereenkomst met de eigenaar van het gebouw. De in- en uitgaande geldstromen matchen derhalve goed bij dit model. Het operationeel hefboomeffect ligt bij dit model tussen het conventionele model en het joint venture en management model in. Het marktrisico wordt overwegend door de onderhuurder gedragen.

2.5 Actoren vraagzijde serviced offices in Nederland

Vanwege de technologische ontwikkelingen en globalisatie is de vraag naar plaatsonafhankelijk werken toegenomen. Ook is het aanbieden van extra dienstverlening aan werknemers, zodat zij zich kunnen richten op hun core business, belangrijker geworden. Werknemers zijn kritischer geworden over hoe, wanneer en waar ze werken. Daarnaast is het aantal zzp'ers tussen 2003 en 2016 met 63% toegenomen (CBS, 2016). Voornoemde zaken die zijn waargenomen in de kantorenmarkt zijn te relateren aan de generieke trend flexibiliteit. Het feit dat serviced offices de gebruiker flexibiliteit bieden, heeft er dan ook mede toe geleid dat de vraag naar serviced offices is toegenomen (Hartog, 2015).

Laterveer (2011) heeft in een onderzoek naar de ontwikkeling van de markt en het gebruik van serviced offices de volgende typen gebruikers onderscheiden:

- startende bedrijven;
- bedrijven die een nieuwe markt betreden;
- zzp'ers;
- virtual office workers;
- flexibele corporate medewerker, veelal werknemers uit het MKB en Grootbedrijf. Dit type gebruiker maakt enkele dagen per week gebruik van een serviced office dichtbij de woonplaats gelegen;

- flexwerker die tussen afspraken door gebruik maakt van een serviced office;
- organisaties die tijdelijke huisvesting nodig hebben;
- projectteams;
- vergaderteams;
- video conference gebruikers.

Overigens worden serviced offices tegenwoordig niet alleen door bijvoorbeeld zzp'ers en startende bedrijven gebruikt. Ook de grote bedrijven kiezen er voor om in serviced offices ruimte te huren. Dit kan zowel ten behoeve van de flexibele schil zijn als voor de gehele onderneming (JLL, 2018).

Volgens eerder genoemd onderzoek dat is uitgevoerd in opdracht van de NVM wordt 40% van de serviced offices gebruikt door bedrijven die werkzaam zijn in de zakelijke dienstverlening. De financiële sector neemt 20% voor haar rekening, de industrie en handel 15% evenals de vastgoedsector. De media en ICT branche nemen 10% voor hun rekening (Stec Groep, 2018).

Gelet op de verschijningsvormen van serviced offices, de aangeboden services en de verschillende hieruit voortvloeiende geldstromen, alsmede de omvang van de markt, mag geconcludeerd worden dat het zinvol is om te onderzoeken hoe deze objecten getaxeerd zouden moeten worden. In het navolgende hoofdstuk zal hier dieper op ingegaan worden.

3. Theorie taxeren van serviced offices

3.1 Inleiding

Nu de markt voor de serviced offices beschreven is, wordt in dit hoofdstuk het theoretisch kader verder in kaart gebracht. Allereerst wordt aangegeven wat onder een betrouwbare en transparante taxatie verstaan wordt. Vervolgens worden de belangrijkste begrippen en basistheorie bij vastgoedtaxaties en business valuation behandeld. Aansluitend worden de verschillende waarderingsbenaderingen besproken en wordt aangegeven welke benadering het beste bij het taxeren van kantoren past. Vervolgens worden de meest gehanteerde waarderingsmethodieken die voor kantoren gebruikt worden besproken. Daarna komen de methodieken omtrent het taxeren van exploitatiegebonden vastgoed alsmede business valuation aan bod. Op basis van de theorie wordt vervolgens de deelvraag beantwoord hoe serviced offices vanuit de literatuur gezien het beste getaxeerd zouden moeten worden.

3.2 Betrouwbare en transparante taxatie

Aangezien betrouwbaarheid en transparantie bij een taxatie abstracte begrippen zijn, is het zinvol om aan te geven hoe in Nederland het proces om tot een meer betrouwbare en transparante taxatie te komen tot stand is gekomen en om nader te duiden wat nu verstaan wordt onder deze begrippen.

In de Publieke Management Letter voor partijen die werkzaam zijn in de vastgoedbranche heeft de Nederlands Beroepsorganisatie van Accountants (NBA, 2011) aanbevelingen gedaan voor vastgoed taxateurs. De belangrijkste aanbevelingen waren dat er meer transparantie diende te komen bij vastgoedwaarderingen en dat er met eenduidige internationale taxatierichtlijnen gewerkt moet worden. Als gevolg hiervan is het Platform Taxateurs Accountants (PTA) opgericht in 2012. Binnen dit platform is door accountants en taxateurs samengewerkt en zijn 28 aanbevelingen geformuleerd die de kwaliteit van taxaties moeten verbeteren (PTA, 2013). Om de transparantie bij vastgoedwaarderingen te verbeteren werd in de PTA richtlijn voorgeschreven om bijvoorbeeld minimaal drie koop- en huurreferenties te noemen in het taxatierapport en die middels een kwalitatieve analyse ten opzichte van het getaxeerde object nader te duiden. In 2014 is door het PTA nog een tweede rapport uitgebracht, waarin 'good practises' worden gegeven voor het taxeren van vastgoed (PTA, 2014). De aanbevelingen zijn grotendeels overgenomen door het NRVt (Berkhout et al. , 2017, p. 14.), dat per 1 januari 2016 operationeel is geworden. Het PTA is als gevolg hiervan opgeheven.

Het Nederlands Register Vastgoed Taxateurs (NRVT, 2017), dat als doel heeft om het beroep van vastgoedtaxateur verder te professionaliseren en de transparantie van het taxatieproces te bevorderen, heeft een betrouwbare taxatie middels de term professionele taxatiedienst als volgt gedefinieerd:

‘het door een Register-Taxateur schatten van en rapporteren over de waarde van een Vastgoedobject, aan welke schatting en rapportering in het economisch en maatschappelijk verkeer vertrouwen kan worden ontleend.’

Doordat de taxateur zijn taxatierapport overzichtelijk en transparant inricht wordt het voor de gebruiker van het taxatierapport inzichtelijk hoe de taxateur tot de taxatie is gekomen (NRVT, 2019).

In een onderzoek naar de onderbouwing van de waarde bij taxaties van bedrijfsmatig vastgoed wordt transparantie gedefinieerd als de schriftelijke weergave van de gegevens die gebruikt worden ter onderbouwing van de inputvariabelen en referenties bij een taxatie (Pijl, 2018, p. 8). Deze gegevens worden gebruikt in de eerder genoemde kwalitatieve analyse van de gehanteerde referenties bij een taxatie ten opzichte van het getaxeerde object.

Vanwege het feit dat transparantie in het gehele taxatieproces betracht dient te worden, is er voor gekozen om transparantie in dit onderzoek te definiëren als het inzichtelijk maken voor de gebruiker van een taxatierapport hoe de taxateur tot de taxatie is gekomen.

De theorie en taxatierichtlijnen geven dus enige houvast voor wat betreft de indicatoren betrouwbaarheid en transparantie. Nadere operationalisatie van deze begrippen zal middels interviews in hoofdstuk 4 plaatsvinden.

3.3 Kernbegrippen en basistheorie bij vastgoedtaxaties en business valuation

In het theoretisch kader dat geschetst wordt is het van belang om de meest voorkomende begrippen bij het taxeren van vastgoed en bij business valuation nader te duiden. Eerst dient onderscheid gemaakt te worden tussen prijs en waarde. De prijs is het feitelijke bedrag dat voor een object betaald wordt. De waarde is de betekenis van een object als bezit of ruilobject (Van Arnhem et al., 2013, p. 42). Uitsluitend in een markt waar sprake is van volledige vrije mededinging zal de prijs gelijk zijn aan de waarde van een goed (Vis, 2006, p. 32).²

De leidende waardeconcepten die in de taxatieleer gehanteerd worden zijn 'worth' en 'value'. Binnen het worth concept wordt de waarde van een object niet gezien als ruilobject, maar het bezit ervan is leidend. In het Nederlands wordt dit ook wel vermogenswaarde genoemd, een waarde van een object die sterk afhankelijk is van de specifieke gebruiker die het object in bezit heeft. Winstgevendheid voor de eigenaar is bij het worth concept dominant. Voor verhuurd vastgoed gebruikt men binnen dit concept ook wel de term beleggingswaarde. Bij business valuation is het waardebegrip binnen het worth concept de economische waarde, ofwel de contante waarde van de toekomstige geldstromen voor de eigenaar (Van Arnhem et al, 2013, p. 42).³

De economische waarde vindt haar oorsprong in de Oostenrijkse School. Het betreft een 'ex ante' begrip dat is gebaseerd op verwachtingen. Binnen deze school is de opvatting dat alle actoren door het drijven van handel in een betere positie willen komen dan waarin zij zich nu bevinden. Het begrip economische waarde is dus voor zowel verkoper als koper van belang. De gewenste positie bereikt men doorgaans liever eerder dan later. Deze constatering wordt door economen met de term (positieve) tijdvoorkeur aangeduid (Vis, 2010, p. 42). Huidige opbrengsten worden hoger gewaardeerd dan toekomstige opbrengsten. Dit is dan ook de reden waarom toekomstige opbrengsten contant worden gemaakt naar heden (Vis, 2010, p. 43). In het kader van waarderen wordt onder de economische waarde de monetaire uitdrukking van waarde verstaan (Vis, 2010, p. 118). Hoe het contant maken rekenkundig werkt, wordt verderop in dit hoofdstuk behandeld.

² Volledige vrije mededinging is een ideaaltype voor zowel verkoper als koper en zal in de praktijk niet voorkomen.

³ In economische literatuur komt het begrip worth niet voor.

Met winstgevendheid, wordt binnen de Oostenrijkse School de economische winst bedoeld en niet de boekhoudkundige winst (Vis, 2010, p. 106). Boekhoudkundige winst wordt verkregen door de omzet te verminderen met de feitelijk gemaakte kosten. De toegerekende kosten worden gedefinieerd als de prijs die voor een bepaald goed is betaald. Economische winst ontstaat bij de gratie van onzekerheid. De uitkomst van het handelen van de mens staat immers niet vast. Bij economische winst spreekt men over opportuniteitskosten. Hiermee wordt bedoeld dat wanneer men een bepaalde beslissing neemt, waar bepaalde verwachte opbrengsten en kosten bij horen, automatisch de opbrengsten en kosten behorende bij één van de alternatieven worden opgeofferd (Vis, 2006, p. 21).

Binnen de Oostenrijkse School wordt verondersteld dat zowel vraag als aanbod op basis van subjectieve elementen tot stand komen. De prijs van een economisch goed, dit is een goed dat voor de mens waarde heeft en relatief schaars is, komt tot stand door een waardeoordeel van zowel koper als verkoper (Vis, 2010, p. 114-115). Derhalve kan gesteld worden dat zowel waarde als prijs een sterk subjectief karakter hebben. Wanneer het mogelijk is om met een goed een ander goed te maken dat door consumenten gekocht wil worden, wordt dit een kapitaalgoed genoemd. Een ondernemer voegt kapitaalgoederen en andere productiefactoren met een vooropgezet plan samen met als doel opbrengsten te genereren (Vis, 2010, p. 272). Productiefactoren worden als volgt gedefinieerd (Vis, 2010, p. 328):

‘ een door een mens te verrichten handeling of een economisch goed dat kan worden gebruikt als bijdrage in het productieproces’.

Indien de economische waarde van een samenstel van productiefactoren geschat wordt, bijvoorbeeld van een onderneming, gaat men hierbij uit van ‘entity concept’ (Vis, 2010, p. 130). Het uitgangspunt bij het schatten van de economische waarde in dit geval is dat ieder samenstel van productiefactoren een andere waarde heeft. Het bij elkaar optellen van waarden van separate productiefactoren zegt derhalve weinig tot niets over de waarde van het geheel.

Wanneer getracht wordt om tot een objectieve waarderingsnorm te komen is de kans van slagen zeer klein. Waarderen is subjectief, aangezien de waarde beschouwd wordt vanuit het eigen perspectief en de voor het contant maken benodigde disconteringsvoet ook op subjectivistische wijze geschat wordt (Vis, 2010, p. 118).

Binnen het value concept wordt beantwoord wat een potentiële koper zou willen betalen voor het betreffende object. De nadruk ligt hierbij op marktconformiteit (Van Arnhem et al., 2013, p. 42).

Het belangrijkste waardebegrip binnen het value concept is de marktwaaarde. De definitie van dit begrip luidt als volgt:

‘Het geschatte bedrag waartegen vastgoed zou worden overgedragen op de waardepeil datum 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' (EVS, 2016, p. 13).⁴

Bij het schatten van de marktwaarde, waarbij dus verondersteld wordt dat vervreemding heeft plaatsgevonden, wordt, voor zover dit door de taxateur waar te nemen valt, een 'highest and best use' analyse uitgevoerd. De marktwaarde van een object is gebaseerd op dit principe. Binnen de EVS en IVS zijn er interpretatieverschillen omtrent de betekenis van 'highest and best use'. De praktijkhandleiding Nederlandse Vastgoedtaxaties (Berkhout et al., 2018, p. 74) adviseert om de uitgangspunten van de IVS aan te houden, hetgeen betekent dat de taxateur bij het schatten van de marktwaarde rekening dient te houden met de optimale aanwending van het object en met realistische en haalbaar geachte wijzigingen van het te taxeren vastgoedobject.

Binnen de taxatieleer kunnen zowel het worth als het value concept op een specifieke vastgoedklasse van toepassing zijn. Bij beide concepten gaat men uit van toekomstig nut dat het object heeft of de contante waarde van toekomstige netto geldstromen die met de exploitatie van het betreffende vastgoedobject gegenereerd kunnen worden (Van Arnhem et al., 2013, p. 44).

3.4 Waarderingsbenaderingen- en methodieken

Wanneer een object getaxeerd wordt, dient de taxateur volgens de IVS 105 (2017, p. 29) de meest geschikte waarderingsbenadering- en methodiek onder de gegeven omstandigheden te kiezen. Niet iedere methodiek is geschikt voor iedere waardering. Rekening houdend met het type object dat getaxeerd wordt, zou bij het kiezen van de geschikte benadering en methodiek in ieder geval de basis van de waardering en de uitgangspunten die zijn bepaald in de voorwaarden en het doel van de taxatie opdracht in overweging genomen moeten worden. Daarnaast dient de taxateur een afweging te maken tussen de sterke en zwakke punten van de mogelijk te hanteren benadering en methodiek. Tot slot is de beschikbaarheid van betrouwbare informatie die toegepast moet worden in de taxatie een belangrijke afweging voor de keuze van de benadering dan wel de methodiek. Wanneer er onvoldoende informatie beschikbaar is worden er soms vuistregels gehanteerd bij de waardering. Hierbij kan bijvoorbeeld gedacht worden aan de multiplier van de EBITDA (onderneming wordt verkocht voor 'x keer de EBITDA') die als benchmark bij een waardering wordt gebruikt. De IVS (2017, p. 35) geven aan dat aan deze vuistregels geen gewicht gegeven mag worden bij de waardering, tenzij aangetoond kan worden dat kopers en verkopers aanzienlijk vertrouwen in de betreffende vuistregel hebben.

In zowel nationale (Van Arnhem et al., 2013) als internationale vastgoedliteratuur (Lusht, 2012) zijn er drie benaderingen voor het waarderen van vastgoed die als leidend beschouwd worden binnen de taxatieleer:

- De comparatieve benadering;
- De kostenbenadering;
- De inkomstenbenadering;

⁴ In economische zin heeft het begrip marktwaarde betrekking op prijzen.

Binnen IFRS 13 en IVS 105 worden deze drie taxatiemethoden eveneens onderscheiden. De genoemde benaderingen zijn gebaseerd op het begrip substitutie en zijn in een bepaalde mate gebaseerd op vergelijking met andere objecten (Van Arnhem et al., 2013, p. 93). Het uitgangspunt bij het substitutieprincipe is dat een potentiële koper niet bereid zal zijn om meer te betalen voor een bepaald object dan de benodigde kosten die gemaakt moeten worden ter vervanging van dat betreffende object (Van Arnhem et al., 2013, p. 344). Daarnaast dient rekening gehouden te worden met de reeds eerder gememoreerde tijdvoorkeur. Bij de comparatieve benadering is dit substitutie door een vergelijkbaar object, waarbij de waarde van het te taxeren object wordt vastgesteld aan de hand van in het verleden gerealiseerde prijzen van vergelijkbare (en dus geen identieke) objecten. Zo is de direct vergelijkende methode, de meest gangbare wijze waarop woningen voor een eigenaar/gebruiker getaxeerd worden, gebaseerd op de comparatieve benadering (Van Arnhem et al., 2013, p. 216). De kostenbenadering gaat uit van een relatie zoals beschreven bij het substitutieprincipe tussen de marktwaarde en de kosten van vervanging van het betreffende vastgoed. Deze benadering wordt bijvoorbeeld bij de taxatie van recreatief vastgoed als controlemiddel gebruikt. Daarnaast kan deze benadering ook uitkomst bieden bij het alloceren van waarde aan bepaalde onderdelen van een specifiek object (Van Arnhem et al., 2015, p. 487). Hoe dit werkt zal worden besproken bij de waarderingsmethodieken van exploitatiegebonden vastgoed. Bij de inkomstenbenadering staat de toekomstige cashflow die door de exploitatie van het vastgoed gerealiseerd kan worden centraal. Hierbij dient rekening te worden gehouden of een object zelfstandig opbrengsten genereert of dat het object opbrengsten genereert doordat het deel uitmaakt van een samenstel van kapitaalgoederen. Dit onderscheid zal verderop in dit hoofdstuk nader worden toegelicht. Aangezien bij het vaststellen van de marktwaarde van commercieel vastgoed meestal de inkomstenbenadering wordt gebruikt (De Bue, 2016) zullen in deze scriptie overwegend de tot de inkomstenbenadering behorende waarderingsmethodieken verder behandeld worden. Daarnaast worden in de richtlijnen voor de jaarverslaggeving en in de internationale waarderingsstandaarden het gebruik van de inkomstenbenadering voor exploitatiegebonden vastgoed voorgeschreven.

3.5 Waarderingsmethodieken behorende tot de inkomstenbenadering

Bij de inkomstenbenadering kunnen voor regulier bedrijfsmatig geëxploiteerd vastgoed zoals kantoren, winkelruimten, bedrijfsruimten en verhuurde woningen de kapitalisatiemethode en de discounted cashflow (DCF) methode onderscheiden worden. De uitleg van deze methodieken is opgenomen in bijlage 2 van de scriptie. Welke waarderingsmethodieken voor exploitatiegebonden vastgoed gebruikt worden zal hierna besproken worden.

3.6 Taxatie exploitatiegebonden vastgoed

Bij exploitatiegebonden vastgoed is er sprake van een grote samenhang tussen het vastgoed en de specifieke bedrijfsvoering die in het object wordt uitgeoefend. Het vastgoed genereert opbrengsten doordat het deel uitmaakt van een samenstel van kapitaalgoederen.

In Taxatieleer Vastgoed 1 (Van Arnhem et al., 2013, p. 311) wordt exploitatiegebonden vastgoed als volgt gedefinieerd:

‘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.'

In de richtlijnen voor de jaarverslaggeving en in de internationale waarderingsstandaarden wordt het gebruik van de inkomstenbenadering voor exploitatiegebonden vastgoed voorgeschreven.

Volgens de EVS geschiedt de taxatie van vastgoed dat gewoonlijk wordt getaxeerd op basis van het handelspotentieel, op basis van een zorgvuldige beoordeling van het duurzame niveau van de netto inkomsten zoals dat wordt afgeleid uit administratieve gegevens of prognoses (EVS, 2016, p. 98). De taxateur dient in de taxatie van dergelijk vastgoed met name uitspraken te doen over de verkoopbaarheid en de alternatieve aanwendbaarheid. Daarnaast moet de taxateur zich uitspreken over eventuele toekomstige fluctuaties ten aanzien van het vastgoed als onderpand voor een lening. De taxateur heeft hierbij een adviesrol richting de eindgebruiker van het taxatierapport.

Volgens het Red Book van de RICS (2017, p. 112) worden bedrijfsgelateerde objecten zoals, hotels, bioscopen, theaters en diverse horeca objecten, getaxeerd volgens de inkomstenbenadering. Uitgangspunt bij de waardering van dergelijke objecten is 'going concern', dat wil zeggen dat het vastgoed niet een separate marktwaarde heeft, maar alleen te waarderen is binnen de huidige onderneming waar het vastgoed onderdeel van uit maakt (Van Arnhem et al., 2013, p. 209). Er dient een opmerking gemaakt te worden in het rapport wanneer een alternatief gebruik tot een hogere waarde zou leiden. Het taxeren van bedrijfsgelateerde objecten valt volgens opgave van het NRVt onder het toepassingsbereik van het subreglement Grootzakelijk Vastgoed (NRVT, 2018). Wanneer de taxateur die reeds beschikt over een aantekening in de kamer Bedrijfsmatig Vastgoed van het NRVt voldoet aan de opleidingsvereisten en de benodigde werkervaring, kan deze taxateur middels een assessment de aantekening 'Grootzakelijk Vastgoed' verkrijgen (NRVT, 2018). Het Red Book geeft niet in detail aan hoe bedrijfsgelateerde objecten getaxeerd zouden moeten worden (RICS, 2017, p. 112). Wel wordt een stappenplan beschreven dat gehanteerd moet worden wanneer de gebruikelijke inkomstenbenadering toegepast wordt (RICS, 2017, p. 115-117). Het uitgangspunt bij de waardering van exploitatiegebonden vastgoed is wat de toekomstige potentiële inkomsten van het object zouden kunnen zijn op basis van marktgegevens. Eerst moet een beoordeling plaatsvinden van de redelijk haalbare omzet die door een redelijk efficiënte exploitant behaald moet kunnen worden. Vervolgens wordt een beoordeling gemaakt van de brutowinst op basis van de redelijk haalbare omzet. Tevens wordt een beoordeling gemaakt van de redelijk haalbare winstgevendheid, de verhouding tussen de winst en het geïnvesteerde vermogen waarmee deze winst is behaald. De kosten die betrokken worden in de waardering zullen eveneens het niveau hebben van een redelijk efficiënte exploitant. De inkomsten en uitgaven worden genormaliseerd voor incidentele kosten en opbrengsten alsmede voor zaken die niet aan het object, maar aan de ondernemer zelf zijn toe te kennen (RICS, 2017, p. 115). Hierbij kan bijvoorbeeld gedacht worden aan het maken van bovengemiddelde kosten ten opzichte van wat in de branche gebruikelijk is. Bij de beoordeling van het toekomstig handelspotentieel van een object worden dus de omzet en kosten die uitsluitend kunnen worden toegeschreven aan de persoonlijke omstandigheden, vaardigheden, expertise, reputatie en/of merknaam van de huidige exploitant, buiten beschouwing gelaten. Dit kan bepaald worden door het handelspotentieel te vergelijken met vergelijkbare objecten en/of

exploitatiemethoden (RICS, 2017, p. 118). De netto geldstromen die gegenereerd worden dienen gekapitaliseerd te worden tegen een marktconform rendement. Ook hier dient rekening gehouden te worden met de tijdswaarde van het geld. Een eventuele indicatieve verdeling, bijvoorbeeld ten behoeve van een zekerheidsstelling van een lening van de getaxeerde waarde vindt enerzijds plaats op basis van het land en de gebouwen en anderzijds op basis van de inventaris (RICS, 2017 p. 120). Hierbij dient onderscheid gemaakt te worden tussen inventaris van de eigenaar en handelsinventaris van de huurder. Handelsinventaris wordt doorgaans niet betrokken in de waardering in het geval het object verhuurd is (RICS, 2017, p. 121). Hoe deze verdeling in de praktijk plaatsvindt zal verderop in deze paragraaf besproken worden. Er zijn meerdere waarderingmethodieken die de taxateur kan gebruiken om de waarde van exploitatiegebonden vastgoed vast te stellen. De methodieken hebben gemeen dat er uitgegaan wordt van genormaliseerde inkomsten die vermenigvuldigd worden met een kapitalisatiefactor dan wel de inverse daarvan, zijnde de yield. Deze methodieken, die onderstaand beschreven worden, behoren eveneens tot de inkomstenbenadering.

De draagkrachthuurmethode (Van Arnhem et al., 2013, p. 307-309) is een methode waarbij de markthuur op normatieve wijze wordt vastgesteld. De genormaliseerde omzet die op een bepaalde locatie behaald kan worden, wordt eerst vastgesteld. Vervolgens wordt een huurbedrag berekend dat op basis van de omzet gedragen kan worden door de onderneming. Veelal wordt de huur uitgedrukt als een percentage van de genormaliseerde omzet of de brutowinstmarge.

De gross operating profit methode, hierna de GOP-methode, wordt gebruikt voor exploitatiegebonden vastgoed dat qua omvang tot het midden-en kleinbedrijf behoort (Van Arnhem et al., 2013, p. 311). Deze methode wordt geadviseerd om te gebruiken wanneer de onderneming redelijkerwijs kan worden voortgezet door een derde en niet grotendeels afhankelijk is van de persoon zelf. Bij deze methode worden de waarde van de onroerende en roerende zaken alsmede de goodwill berekend, waarbij het uitgangspunt is dat uitsluitend de materiële vaste activa en de goodwill overgedragen worden. Feitelijk wordt een gedeelte van het bedrijf gewaardeerd, waarbij men probeert inzage te geven in de waarde van de afzonderlijke onderdelen, zonder de betreffende componenten van elkaar te scheiden.

In het Burgerlijk Wetboek wordt in artikel 366 van boek 2 omschreven wat de wetgever onder materiële vaste activa verstaat:

1. *‘Onder de materiële vaste activa worden afzonderlijk opgenomen:*
 - a. *bedrijfsgebouwen en -terreinen;*
 - b. *machines en installaties;*
 - c. *andere vaste bedrijfsmiddelen, zoals technische en administratieve uitrusting;*
 - d. *materiële vaste bedrijfsactiva in uitvoering en vooruitbetalingen op materiële vaste activa;*
 - e. *niet aan het productieproces dienstbare materiële vaste activa.*
2. *Indien de rechtspersoon op of met betrekking tot materiële vaste activa slechts een beperkt zakelijk of persoonlijk duurzaam genotsrecht heeft, wordt dit vermeld.’*

Bij deze methode wordt eerst de waarde van het vastgoed geschat. Doorgaans geschiedt dit middels de NAR methode (Van Arnhem et al., 2013, p. 313). De taxateur dient hierbij specifiek rekening te houden of de huurder of verhuurder de exploitatiekosten voor zijn rekening neemt, zodat een eventuele dubbeltelling wordt voorkomen. Vervolgens wordt de waarde van de roerende zaken vastgesteld. De roerende zaken dienen bij deze methodiek gewaardeerd te worden tegen de intrinsieke waarde. Hierbij is het uitgangspunt vaak dat de prijs van nieuwe activa verminderd wordt met afschrijvingen, waarbij rekening wordt gehouden met de resterende economische levensduur. De afschrijvingen uit het verleden worden buiten beschouwing gelaten (Van Arnhem et al., 2013, p. 316). De boekwaarde is niet geschikt voor het waarderen van de roerende zaken, omdat roerende zaken die inmiddels zijn afgeschreven nog wel waarde kunnen vertegenwoordigen. Vervolgens wordt het GOP of bruto operationeel bedrijfsresultaat berekend. Dit wordt gedaan door de operationele omzet, zijnde de opbrengsten uit leveringen van goederen en diensten verminderd met kortingen en over de omzet geheven belastingen, te verminderen met de operationele lasten, zijnde de lasten die betrekking hebben op de reguliere bedrijfsvoering. Het GOP is het bedrag dat dan beschikbaar is voor kapitaalslasten. De kapitaalslasten worden berekend door de jaarlijkse postnumerando annuïteit vast te stellen van de (waarde van de) materiële vaste activa minus de restwaarde. Ook worden de rentelasten berekend die drukken op de restwaarde van de materiële vaste activa. Het residu is dan de genormaliseerde bedrijfswinst. Tot slot wordt de goodwill, de toekomstige inkomsten van een bedrijf die zich niet aan de activa of passivazijde van de balans bevinden, berekend. De goodwill wordt berekend door de genormaliseerde bedrijfswinst te vermenigvuldigen met een multiplier. De multiplier wordt verkregen door de som van de kapitaalmarktrente en risico-opslagen voor de afhankelijkheid van het soort bedrijf en de financiering, toe- of afnemende bedrijfswinst en een liquiditeitsopslag te delen door het getal één. Ter illustratie is als bijlage een kort en fictief voorbeeld gegeven van de waardering van een serviced office middels de GOP methode (bijlage 3).

De operational cashflow (OCF) methode (Van Arnhem et al., 2015, p. 482) wordt veelal gebruikt voor exploitatiegebonden vastgoed dat in eigen gebruik is. Bij deze methode worden de opbrengsten die gerealiseerd worden verminderd met alle gebruikelijke kosten waaronder ook een eventuele ondernemersbeloning. Er wordt herleid naar slechts één geldstroom, de operational cashflow. Met behulp van een yield wordt vervolgens de waarde van het object vastgesteld. De marktwaarde van het vastgoed wordt geschat aan de hand van de geldstromen in de onderneming waar het vastgoed deel van uit maakt. Rente en afschrijvingen worden buiten beschouwing gelaten. Middels de OCF-methode zelf kan geen waarde worden verdeeld aan specifieke onderdelen van het object. Als controleberekening of wanneer verdeling over de verschillende onderdelen van het object noodzakelijk is, bijvoorbeeld voor fiscale doeleinden, kan de gecorrigeerde vervangingswaardemethodiek, behorende tot de kostenbenadering, gebruikt worden. Bij laatst genoemde methodiek vormen de waarde van de grond en de vervangingskosten van de opstallen als waren zij nieuw, onder aftrek van fysieke slijtage en economische en technische veroudering, de gecorrigeerde vervangingswaarde (Van Arnhem et al., 2015, p. 487).

Tot slot kunnen we nog de EBIT- en EBITDA- methode onderscheiden (Van Arnhem et al., 2015, p. 479). Bij deze methoden wordt het operationeel resultaat, of wel de winst voor rente en belasting (EBIT), over een aantal jaren contant gemaakt teneinde de waarde van het vastgoed en de exploitatie

vast te kunnen stellen. De EBITDA-methode werkt hetzelfde, echter bij deze methode wordt naast het operationeel resultaat ook rekening gehouden met afschrijvingen en amortisatie (afschrijvingen op immateriële vaste activa).

Om de waarde van de immateriële activa te schatten, staan de taxateur dezelfde benaderingen ter beschikking als voor het taxeren van materiële activa (RICS, 2017, p 134). Er kan een onderscheid gemaakt worden tussen geïdentificeerde en niet geïdentificeerde immateriële activa. Voorbeelden van geïdentificeerde immateriële activa zijn merknamen of internetdomeinnamen. Deze kunnen separaat van een bedrijfsentiteit verkocht worden. Het meest bekende voorbeeld van niet geïdentificeerde immateriële activa is goodwill. De goodwill wordt vaak berekend als het residu van de bedrijfswaarde minus de waarde van identificeerbare materiële en immateriële activa. Goodwill betreft dus een restpost en wordt in dat geval dus niet separaat gewaardeerd.

Wanneer er een transactie plaatsvindt van exploitatiegebonden vastgoed, wordt soms ten onrechte aangenomen dat de transactie betrekking heeft op het vastgoed. Voor dit type vastgoed hoeft dat echter niet zo te zijn. In *Real Estate Valuation, Principles and Applications* (Lusht, 2001, p. 104), wordt aangegeven dat bij de allocatie van een transactieprijs er mogelijk ook een deel van de prijs aan de exploitatie toegekend zou moeten worden. Om dit te berekenen worden er diverse elementen uit de Business Valuation gebruikt. De methodieken lijken in veel gevallen op de methodieken die voor vastgoedwaardering gebruikt worden. Het verschil tussen business valuation en taxaties van exploitatiegebonden vastgoed is te verklaren door wat nu het onderwerp van de waardering is (Van Arnhem et al., 2013, p. 209-210). Bij business valuation wordt de onderneming gewaardeerd en bij de methodieken die gehanteerd worden voor de taxatie van exploitatiegebonden vastgoed wordt de bedrijfswaarde geschat die wordt toegerekend aan het vastgoed. Onderstaand zal worden toegelicht hoe het waarderen van een onderneming in zijn werk gaat.

3.7 Business Valuation

Bij business valuation staan de methoden en theorie voor het waarderen van bedrijven, onderdelen van bedrijven, alsmede aandelen of opties centraal (Van Arnhem et al., 2015, p. 210). De economische waarde, het meest gehanteerde waardebegrip binnen de business valuation, wordt doorgaans bepaald door de toekomstige vrije geldstroom (free cashflow), het bedrag dat ter vrije beschikking staat aan vermogensverschaffers, tegen een bepaalde disconteringsvoet contant te maken. De vrije geldstroom wordt verkregen door het bruto operationeel resultaat te corrigeren voor zaken die wel het boekhoudkundig resultaat maar niet de cashflow van de onderneming beïnvloeden (Vis, 2006, p. 25). Het operationeel resultaat wordt verminderd met de belastingen over dit resultaat, waardoor het netto operationeel resultaat wordt verkregen. Dit resultaat wordt vermeerderd met afschrijvingen, amortisaties en de mutatie in de voorzieningen. Vervolgens worden de investeringen, inclusief de mutatie in het netto werkkapitaal, in mindering gebracht en worden de desinvesteringen hierbij opgeteld, zodat de vrije geldstroom wordt verkregen. De vrije geldstroom wordt voor de gehele toekomst van de onderneming vastgelegd. Bij het vaststellen van de free cashflow wordt onderscheid gemaakt in een scenarioperiode en de restperiode. De scenarioperiode, ook wel planperiode of prognoseperiode genoemd, is de periode die nodig is om, op basis van de uitgangspunten die ten tijde van de waardering gehanteerd worden, de vrije kasstroom in een stabiele situatie terecht te laten komen (Vis, 2010, p. 171). Hierbij zullen de investeringen gelijk zijn

aan de afschrijvingen. Bij de restperiode, tevens de periode van de eindwaarde genoemd, is het uitgangspunt dat er sprake is van één stabiele cashflow gedurende de gehele restperiode. Inzake het eventueel toevoegen van vreemd vermogen in een onderneming dient opgemerkt te worden, dat volgens Miller en Modigliani (1958, p. 268-269) de waarde van een onderneming in de basis niet verandert door wijzigingen in de kapitaalstructuur. Door het toevoegen van vreemd vermogen in een onderneming neemt het risico toe. Dit zullen de overige vermogensverschaffers gecompenseerd willen zien door een hoger rendement. De waarde van de onderneming wordt dus bepaald door de (toekomstige) geldstromen. De verschillende methodieken om de vermogenskostenvoet te bepalen, zullen hierna kort besproken worden.

Bij het 'capital asset pricing model', hierna CAPM-model, wordt de kostenvoet op het eigen vermogen bepaald op basis van een risicovrije rentevoet, de marktpremie en de bèta (Vis, 2006, p. 29-30). Aangezien de bèta de mate van volatiliteit aangeeft van een aandeel in de markt, leent het CAPM-model zich goed voor de waardering van beursgenoteerde ondernemingen (Van Arnhem et al., 2015, p. 245). Dit model veronderstelt een efficiënte markt, waarbij alle belangrijke informatie voor iedereen beschikbaar is. Daarnaast dient opgemerkt te worden dat de aandeelkoers een prijs betreft en dus geen waarde is (Vis, 2006, p. 31-32). Zoals al eerder benoemd in paragraaf 3.2 zijn prijs en waarde doorgaans niet gelijk aan elkaar.

Voor niet-beurgenoteerde ondernemingen wordt de build-up methode vaak gebruikt. Bij deze methode bestaat de vermogenskostenvoet uit de risicovrije rentevoet, de marktpremie voor eigen vermogen en het specifieke risico. Bij het bepalen van het specifieke risico wordt gekeken naar de mate waarin de onderneming haar eigen beleid onafhankelijk kan uitvoeren (Vis, 2006, p. 32-34).

Het voert voor dit onderzoek te ver om alle methodieken te benoemen voor het waarderen van een onderneming. In dit kader zullen de meest gehanteerde methoden besproken worden, zijnde de eerder besproken discounted cashflow (DCF) methode alsmede de adjusted present value variant, die feitelijk een doorontwikkelde versie van de DCF methode is (Van Arnhem et al, 2015, p. 246).

Bij de DCF methode wordt doorgaans de 'Weighted Average Cost of Capital' (WACC) variant gehanteerd. Bij deze variant wordt de vrije kasstroom contant gemaakt tegen een gemiddeld gewogen vermogenskostenvoet, waarbij rekening wordt gehouden met zowel het eigen vermogen als het vreemd vermogen (Van Arnhem et al., 2015, p 252). Wanneer de rente die betaald wordt over het vreemd vermogen aftrekbaar is voor de vennootschapsbelasting, dient dit meegenomen te worden bij het bepalen van de WACC (Vis, 2006, p. 38). Het voordeel dat behaald kan worden door deze rente aftrek wordt het 'tax shield' genoemd. Deze methodiek gaat uit van een vaste verhouding tussen het eigen vermogen en het vreemd vermogen. Bij de 'Adjusted Present Value' (APV) variant, worden de gevolgen van de aanwezigheid van vreemd vermogen in een onderneming op separate wijze bepaald. Bij deze variant wordt eerst de waarde bepaald als ware de onderneming volledig gefinancierd met eigen vermogen. De tax shield is hierbij geen onderdeel van de vermogenskostenvoet, maar wordt doordat per jaar het verloop van het vreemd vermogen wordt geprognoseerd inzichtelijk gemaakt (Van Arnhem et al., 2015, p. 247).

Het mag duidelijk zijn dat vastgoedwaardering niet hetzelfde is als het bepalen van de economische waarde van een onderneming. Wanneer het vastgoed en de onderneming sterk met elkaar

verbonden zijn, kunnen bepaalde elementen uit de business valuation echter dienen om de waarde van het vastgoed te schatten. Dit blijkt ook uit de hierna beschreven literatuur.

3.8 Waardering serviced offices volgens Britse literatuur

3.8.1 Inleiding

In de huidige taxatiestandaarden en in de bekende naslagwerken omtrent het taxeren van vastgoed worden geen concrete aanwijzingen gegeven hoe serviced offices getaxeerd zouden moeten worden. In een onderzoek van Capital Economics en in Britse wetenschappelijke journals en vakliteratuur worden wel enkele interessante suggesties geopperd hoe een serviced office gewaardeerd zou moeten worden. Deze suggesties worden hierna beschreven.

3.8.2 Onderzoek Capital Economics

Volgens het onderzoek 'serviced offices: a new asset class' (Dreisin et al., 2016) zou de waardering van een serviced office, wanneer deze als een volledige operationele entiteit gewaardeerd wordt, als volgt beschouwd moeten worden.

Een serviced office bestaat uit een materiële component, namelijk het vastgoed en een immateriële component, de business component. Deze twee componenten zijn duurzaam met elkaar verbonden, maar kunnen vanuit het waarderingsperspectief van elkaar gescheiden worden (Dreisin et al., 2016, p.46). Een serviced office kan derhalve niet één-op-één vergeleken worden met bijvoorbeeld een hotel of een zorgobject. Dit vastgoed is veelal specifiek ontworpen voor het betreffende gebruik. Een traditioneel kantoorgebouw kan vrij eenvoudig tot een serviced office verbouwd worden en vice versa. Daarnaast kan een kantoorgebouw ook worden onderverdeeld voor een 'serviced' en traditioneel gebruik. Aangezien serviced office exploitanten bij het huren of kopen van een geschikte kantoorruimte in de markt concurreren met traditionele gebruikers van kantoorruimte zou de waarde van een serviced office als operationele entiteit ook opgesplitst kunnen worden in een vastgoed- en businesscomponent (Dreisin et al., 2016, p. 46). Hierbij moet de taxateur de risico's van de verschillende geldstromen goed in ogenschouw nemen. De uitdaging bij de waardering is welk gedeelte van de immateriële business component aan het vastgoed en welk gedeelte aan de business gealloceerd moet worden. Het is logisch dat de met de (onder)huurder overeengekomen fee die betaald wordt voor een serviced office aan het vastgoed kleeft. Voor additionele services die geboden worden, zoals administratieve ondersteuning en catering, lijkt het logisch dat deze aan de businesscomponent verbonden worden. Toch zien we ook hier dat de onderlinge verbondenheid tot problemen bij de allocatie kan leiden. De hoogte van het tarief dat in rekening wordt gebracht aan de huurder zal immers voor zowel de huur zelf als voor de additionele services mede bepaald worden door de beschikbaarheid en de kwaliteit van de additionele services (Dreisin et al., 2016, p. 46).

In dit onderzoek (Dreisin et al., 2016, p. 47) worden de volgende essentiële stappen onderscheiden in het waarderingsproces:

- Maak een schatting van de EBITDA;
- Alloceer de inkomensstromen naar markthuur, variabele en gecontracteerde inkomsten;

- Pas een geschikte waarderingsmethodiek toe, waarbij de waarde van een serviced office wordt geschat als operationele entiteit (het vastgoed en de businesscomponent) en waarbij rekening wordt gehouden met het handelspotentieel van het object.

De inputvariabelen voor de waardering van het vastgoed, zijnde de markthuur, het aanvangsrendement en het handelspotentieel, kunnen op basis van referenties gedetermineerd worden. De eerder genoemde business component zou met behulp van een passende business valuation methodiek moeten worden gewaardeerd, waarbij rekening wordt gehouden met het risico, de afschrijvingen, de groei en de toekomstbestendigheid van de betreffende inkomensstroom. Een waardering die gebaseerd is op de inkomstenbenadering, waarbij gebruikt wordt gemaakt van een DCF berekening, is de meest geschikte methodiek voor serviced offices (Dreisin et al., 2016, p. 47).

3.8.3 Journal Property Investment & Finance

In het Journal Property Investment & Finance beschrijft McAllister (2001) op explorerende wijze de waardering van serviced offices. De serviced office sector laat zien hoe het voorzien in een behoefte aan kantoorruimte samen kan gaan met het bieden van extra services en hoe dit tezamen één bedrijf vormt met een substantiële vastgoedcomponent. Bij het schatten van de waarde going concern van een serviced office, waarbij het vastgoed en de exploitatie bij dezelfde eigenaar berusten, kan de waarde onderverdeeld worden in een materiële vastgoedcomponent en een immateriële businesscomponent (McAllister, 2001, p. 424). In het paper wordt beschreven dat als gevolg van een groeiende kenniseconomie de relatieve importantie van vaste activa is afgenomen en er een groeiende interesse is in het meten van de prestaties van immateriële activa. De meeste taxateurs zijn echter gewend om materiële activa te waarderen. Het is dan ook de vraag of vastgoedtaxateurs wel geschikt zijn om deze objecten te waarderen (McAllister, 2001, p. 413). Het theoretisch kader omtrent de waardering van serviced offices wordt in dit paper als volgt omschreven.

In een oligopolistische markt, met relatief weinig aanbieders waar min of meer vergelijkbare producten worden aangeboden en die getypeerd kan worden als een opkomende industrie, zal de winstmaximalisatie groot zijn (McAllister, 2001, p. 417). De eventuele extra winst die in een markt met weinig aanbieders behaald wordt, zal normaliter niet besteed worden aan een hogere prijs voor het vastgoed dan een andere redelijk handelend koper of huurder voor het object zou willen besteden. In een markt met weinig aanbieders kan een groot deel van de waarde gealloceerd worden aan de business. In een volwassen markt, die neigt naar volledig vrije mededinging, zal de prijs die wordt betaald voor een pand tenderen naar de netto contante waarde van de toekomstige cashflow die door een exploitant in het gebouw gerealiseerd kunnen worden (McAllister, 2001, p. 416). Ook hier is het uitgangspunt dat het vastgoed en de exploitatie in eigendom zijn bij één partij. Hierbij dient opgemerkt te worden dat het in de praktijk niet eenvoudig zal zijn om de verschillende markt vormen te kunnen onderscheiden. Voornoemde methodiek, die veel gelijkenis vertoont met het worth concept, is eveneens geschikt om de waarde van een serviced office vast te stellen. Het uitgangspunt bij het vaststellen van de toekomstige cashflow in een markt met veel aanbieders is dat de winstmaximalisatie minder groot zal zijn dan in een oligopolistische markt. In een markt met veel aanbieders zal een groter deel van de waarde te alloceren zijn aan het vastgoed. Value en worth zullen, als gevolg van het aantal aanbieders in de markt en de winstverwachting, in een markt met

veel aanbieders convergeren en in een markt met weinig aanbieders divergeren (McAllister, 2001, p. 417).

Serviced offices kunnen worden getypeerd als bedrijfsgelateerde objecten (McAllister, 2001, p. 419). Enkele karakteristieken van objecten die gewaardeerd worden als een bedrijfsgelateerd object vinden we ook terug bij serviced offices. Wanneer een bedrijfsgelateerd object going concern gewaardeerd wordt, zal het object volledig geëquipeerd als operationele entiteit beschouwd worden. Bij een bedrijfsgelateerd object, zoals bijvoorbeeld een hotel of zorggerelateerde objecten, is doorgaans sprake van een gelimiteerd gebruik. Bij serviced offices is dit niet aan de orde, aangezien een serviced office zonder al te veel aanpassingen ook weer als regulier kantoor in gebruik genomen kan worden. De waarde van een operationele entiteit wordt gedefinieerd als de som van de waarde van land, gebouwen, 'fixtures, furniture & equipment' (FF&E) en het handelspotentieel. Bij het bepalen van het handelspotentieel dient omzet of winst die toe te rekenen is aan de persoonlijke expertise van de exploitant buiten beschouwing te worden gelaten. Het uitgangspunt is het handelspotentieel dat een redelijk efficiënte exploitant zou kunnen realiseren. Er worden drie typen immateriële activa onderscheiden (McAllister, 2001, p. 420):

- Immateriële activa die niet los van het vastgoed gezien kan worden bij vervreemding;
- Immateriële activa die bij vervreemding mogelijk gekoppeld of ontkoppeld kan worden aan of van het vastgoed;
- Immateriële activa die onmogelijk gekoppeld kan worden aan het vastgoed.

Voor de waarde die is toegevoegd door de exploitant vanwege hun kennis, expertise en capaciteiten zal het doorgaans niet mogelijk zijn om deze over te dragen. Daarnaast kan het moeilijk zijn om de inkomsten te onderscheiden die gegenereerd worden door materiële en door immateriële activa (McAllister, 2001, p. 421).

De hotelmarkt vertoont overeenkomsten met die van de serviced officemarkt. Voor de waardering van hotels wordt vaak de DCF methode gebruikt. De contante waarde van de kasstromen worden geacht de marktwaarde van het hotel te weerspiegelen. Volgens McAllister is er in de academische wereld nagenoeg unaniem overeenstemming dat er een waarneembare, separate en meetbare bedrijfswaardecomponent is te onderscheiden bij een hotel dat gewaardeerd wordt als operationele entiteit. Er wordt gesuggereerd dat ongeveer 70% van de waarde going concern van een hotel is toe te rekenen aan het vastgoed en 30% is toe te rekenen aan de immateriële activa en FF&E (McAllister, 2001, p. 423). De geïdentificeerde immateriële activa bij een hotel zijn:

- Het werkkapitaal
- Het personeel
- Het merk
- Het reserveringssysteem
- Het klantenbestand

Andere gerelateerde inkomsten bij een hotel zoals inkomsten uit restaurants, bars en conferentieruimten zijn meestal onlosmakelijk met het hotel verbonden. De suggestie wordt gewekt

dat kenmerken van de waardering van een hotel geïncorporeerd zouden kunnen worden bij de waardering van serviced offices. Geconcludeerd wordt dat om een serviced office te kunnen taxeren de taxateur zowel de waarde van het vastgoed als de waarde van de exploitatie moet kunnen schatten. De waarde van een serviced office bestaat uit een materiële en immateriële component. Deze componenten zullen voor iedere eigenaar of gebruiker een verschillende worth of value hebben. Het inkomen dat afkomstig is van de servicespecifieke componenten zullen andere determinanten en een ander risicoprofiel kennen dan de inkomsten uit het vastgoed zelf (McAllister, 2001, p. 424).

3.8.4 CoStar UK en Estates Gazette

In CoStar UK (2014) en Estates Gazette (2015) geeft Gilles Fuchs, de oprichter van één van de aanbieders van serviced offices, aan dat deze kantoren te vaak als regulier kantoor getaxeerd worden en daardoor waarschijnlijk ondergewaardeerd worden. De variëteit aan additionele inkomsten die gegenereerd worden met een serviced office worden in deze gevallen niet betrokken in de waardering, terwijl dit juist wel het geval zou moeten zijn. In de artikelen wordt geopperd dat serviced offices op vergelijkbare wijze als een hotel getaxeerd zouden moeten worden. De EBITDA-methode zou bijvoorbeeld geschikt zijn om tot een waardering te komen die recht doet aan de serviced offices, omdat bij deze methode de overige geldstromen ook in de waardering worden betrokken (Estates Gazette, 2015, p. 87). Vanwege intransparantie in de markt van serviced offices en de vastgoedmarkt in het algemeen, lukt het meestal niet om de kapitalisatiefactor te achterhalen wanneer een serviced office 'going concern' wordt verkocht. De wijze van waarderen die wordt voorgesteld is als volgt. De EBITDA gelijk aan de markthuur van het kantoor wanneer het gebouw als reguliere kantoorruimte verhuurd zou worden, wordt gekapitaliseerd tegen een marktconforme kapitalisatiefactor voor vastgoed, of de inverse daarvan, de yield. Van de resterende inkomsten van een serviced office worden vervolgens 80 % van de resterende EBITDA in de waardering betrokken. Het laatstgenoemde gedeelte van de EBITDA wordt met een kapitalisatiefactor voor het exploitatiegedeelte van het kantoor gewaardeerd. De overige 20% kan dan als buffer gebuikt worden in het geval er sprake is van een recessie. Hierbij dient wel opgemerkt te worden dat dit percentage in de praktijk hoger kan liggen, zoals ten tijde van de '.com-crisis' in 2002 bij Regus het geval was (Estates Gazette, 2015, p. 87). Bij de waardering zouden in ieder geval tenminste de exploitatiecijfers van drie jaar beoordeeld moeten worden en door de taxateur dient een prognose naar de toekomst opgemaakt te worden waarbij uitspraken worden gedaan over de bezettingsgraad, de inkomsten uit aanvullende services en de kosten die gemaakt zullen worden (Wehner, 2015, p. 87). Alhoewel voornoemde methodiek niet wetenschappelijk onderbouwd is, kan wel vastgesteld worden dat serviced offices als exploitatiegebonden vastgoed gedefinieerd zouden moeten worden en dat onderkend wordt dat het eerder genoemde allocatieprobleem ook hier van toepassing is.

3.9 Overeenkomsten waardering hotels

In de in paragraaf 3.7 benoemde literatuur wordt aangegeven dat de waardering van serviced offices op vergelijkbare wijze als bij hotels zou kunnen plaatsvinden. Qua contractvormen en diversiteit aan inkomensstromen die in de hotelmarkt voorkomen vertoont deze markt veel gelijkenis met de markt voor serviced offices. De wijze waarop hotels gewaardeerd worden zou daarom model kunnen staan voor de waardering van serviced offices. Onderstaand wordt derhalve kort beschreven hoe hotels als operationele entiteit gewaardeerd worden.

In Hotel Market Analysis and Valuation (Rushmore et al., 2012) wordt beschreven dat de inkomstenbenadering de meest geschikte benadering is voor exploitatiegebonden vastgoed. Deze benadering geeft het beste de rationele overwegingen weer in het proces van koop en verkoop van een hotel door een bereidwillige koper en verkoper. Bij deze benadering worden eerst de vrije kasstromen voor een bepaalde periode geschat, waarbij het uitgangspunt wederom een redelijk efficiënte exploitant is. Vervolgens wordt een toepasselijke disconteringsvoet of kapitalisatiefactor gekozen en toegepast in de contante waarde berekening. De bezettingsgraad stijgt doorgaans in de periode tussen het tweede en vierde jaar. Normaliter wordt een stabiele cashflow bereikt tussen het tweede en vijfde jaar. Tussen het zevende en twaalfde jaar wordt doorgaans een daling in de inkomsten waargenomen vanwege technische en economische veroudering. Door periodiek onderhoud en upgrading kan dit proces doorbroken worden. Om de juiste disconteringsvoet of kapitalisatiefactor vast te stellen wordt vaak een WACC gehanteerd (Rushmore et al., 2012, p. 343), waarbij een verhouding 55%-75% vreemd vermogen en 25%-45% eigen vermogen verondersteld wordt. Deze verhouding vreemd vermogen versus eigen vermogen komt voort uit de waargenomen 'loan to value' bij de financiering van hotels (Hospitality Management, 2017). Bij de waardering van hotels wordt vaak gekozen voor een methode die gebaseerd is op de discounted cashflow methode en waarbij een geschatte EBITDA over een bepaalde periode contant gemaakt wordt. Deze methodiek wordt veel in het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten van Amerika gehanteerd. In deze landen is het referentiemateriaal voor de hotelmarkt goed in kaart gebracht en is er derhalve veel data beschikbaar. In Nederland is beperkt referentiemateriaal beschikbaar (Van Arnhem et al., 2015, p. 470), waardoor het gevaar bestaat dat wanneer vastgoed en exploitatie als één gewaardeerd worden, er een te hoge waarde aan het hotel wordt toegekend. Door het vastgoed middels een BAR/NAR berekening te waarderen en de exploitatie middels de DCF-methode kan het probleem dat er weinig referentiemateriaal beschikbaar is van welke EBITDA gerealiseerd wordt ondervangen worden. Voor het vastgoed zullen meer referenties beschikbaar zijn. De disconteringsvoet die voor het bepalen van de waarde van de exploitatie wordt gehanteerd, wordt opgebouwd middels risico-opslagen, de terugverdientijd van de waarde van de exploitatie inclusief financieringslasten (doorgaans vijf tot zeven jaar) en referenties van exploitaties die overgedragen zijn.

3.10 Deelconclusie op basis van theoretisch kader

Afgezien van het feit dat serviced offices relatief eenvoudig weer gebruikt kunnen worden als reguliere kantoorruimte, voldoen deze objecten verder aan de definitie van exploitatiegebonden vastgoed. Op basis van de literatuur kan geconcludeerd worden dat de inkomstenbenadering de meest geschikte benadering is voor het waarderen van serviced offices. Een berekening die gebaseerd is op de DCF methodiek lijkt daarbij het beste inzicht te geven in de diverse geldstromen van een serviced office. In het kader van transparantie, dat in deze scriptie omschreven wordt als het inzichtelijk maken voor de gebruiker van een taxatierapport hoe de taxateur tot de taxatie is gekomen, geeft een DCF berekening daarnaast goed weer hoe de taxateur tot de taxatie is gekomen.

Op basis van de economische theorie die is geraadpleegd lijkt het bij elkaar optellen van een materiële en een immateriële waardecomponent niet juist. In de waarderingsstandaarden en de geraadpleegde literatuur voor het taxeren van vastgoed wordt dit onderscheid wel gemaakt, maar gaat men voorbij aan het 'entity concept'. In de praktijk zullen de eigendom van de stenen en de

exploitatie vaak bij verschillende partijen berusten. De opdrachtgever voor de taxatie kan derhalve opdracht geven om toch sec de waarde van het vastgoed of de exploitatie te schatten. Indien een dergelijke splitsing wordt gemaakt, dient de gebruiker van de taxatie zich er van bewust te zijn dat een ondernemer doelbewust diverse productiefactoren samenvoegt teneinde opbrengsten te genereren. Iedere samenstelling van productiefactoren zal een andere waarde vertegenwoordigen. Een splitsing van de waarde in een materiële en immateriële waardecomponent zou dan ook meer als waardeindicatie geïnterpreteerd moeten worden.

Het normaliseren van de exploitatiecijfers naar termen als een redelijk efficiënte omzet en een redelijk efficiënte exploitant zal in de praktijk erg lastig zijn vanwege het sterk heterogene karakter van de verschillende exploitanten.

Aangezien de materiële en immateriële waardecomponenten een interrelationeel karakter hebben zal het in de praktijk moeilijk zijn om de specifieke geldstromen van een serviced office te alloceren aan het vastgoed of de businesscomponent.

Het hanteren van zogenaamde vuistregels bij de waardering, zoals een percentage van de EBITDA nemen en deze vervolgens vermenigvuldigen met een kapitalisatiefactor om de waarde van een exploitatie te bepalen, wordt vanuit zowel de economische theorie als de waarderingsstandaarden niet onderschreven. Gelet op de zeer beperkte data die beschikbaar is voor serviced offices mag aan het gebruik van vuistregels geen gewicht worden gegeven.

Theoretisch beschouwd passen de methodieken die gebruikt worden om de economische waarde te schatten bij business valuation derhalve het beste bij de waardering van serviced offices.

4. Nadere uitwerking van de onderzoeksvraag

4.1 Inleiding

In dit hoofdstuk zal de manier waarop de centrale onderzoeksvraag nader is uitgewerkt toegelicht worden. Eerst zal de gekozen onderzoeksmethode, waarbij twaalf kwalitatieve interviews zijn afgenomen, worden toegelicht. Vervolgens zal worden uitgelegd hoe de selectie van de experts tot stand is gekomen en waarom is gekozen om verschillende disciplines aan bod te laten komen. Ten slotte worden de uit de theorie geformuleerde subvragen en aanvullende vragen ten behoeve van de interviews gepresenteerd.

4.2 Onderzoeksmethodiek

Het interview stelt de onderzoeker in staat om te ontdekken wat experts weten, denken, voelen en willen ten aanzien van een bepaald onderwerp (Baarda et al., 2013, p. 145), in casu de waardering van serviced offices. Gelet op het kwalitatieve en het verkennende karakter van het onderzoek is het moeilijk om te observeren hoe deze objecten gewaardeerd zouden moeten worden. Het interview is derhalve de meest geschikte methode. Gelet op de exploratieve aard van het onderzoek zijn 'één op één' kwalitatieve interviews afgenomen. Om tijdens de interviews de mogelijkheid te hebben om door te vragen is gekozen voor halfgestructureerde interviews. Tevens kan bij deze wijze van interviewen gecontroleerd worden of de antwoorden van de personen die geïnterviewd worden op de juiste manier worden geïnterpreteerd. Ter voorbereiding op de interviews zijn de belangrijkste begrippen en definities in dit onderzoek alsmede de vragen gedeeld met de experts.

4.3 Selectie experts

Aangezien de waardering van serviced offices centraal staat in dit onderzoek, is het logisch dat gekozen is om taxateurs te interviewen. Voor wat betreft de taxateurs is gekozen om overwegend personen te interviewen die werkzaam zijn bij grote internationale taxatiebureaus. Dit vanwege het feit dat deze organisaties ook vestigingen in het Verenigd Koninkrijk hebben, wereldwijd de grootste markt voor serviced offices. Binnen deze organisaties zou derhalve meer kennis omtrent de waardering van serviced offices aanwezig moeten zijn dan bij lokaal opererende taxatiebureaus. Vanwege de in de Engelse literatuur veronderstelde analogie van de serviced officemarkt met de hotelmarkt zijn ook taxateurs geïnterviewd die hotels taxeren. De geschiktheid van (onderdelen van) de methodieken die gehanteerd worden bij de waardering van hotels zullen ook tijdens de interviews aan bod komen.

Vanwege de kennis van de markt en het daadwerkelijk exploiteren van een serviced office zijn tevens eigenaren/exploitanten van deze objecten geïnterviewd. Door eigenaren/exploitanten van serviced offices te interviewen wordt een beeld gevormd hoe de kwaliteit van de taxaties van serviced offices ervaren wordt.

Om te weten te komen welke aspecten financiers terug willen zien in de taxatierapporten en welke risico afwegingen gemaakt worden in het financieringsproces zijn ook bankiers geïnterviewd die gespecialiseerd zijn in vastgoedfinanciering.

4.4 Subvragen en aanvullende vragen interviews

Op basis van het theoretisch kader zijn een aantal subvragen en aanvullende vragen geformuleerd, die bijdragen aan de beantwoording van de centrale vraag. Per subvraag zijn interviewvragen opgesteld, waardoor de subvragen op basis van de antwoorden van de experts kunnen worden beantwoord. Onderstaand worden de subvragen en aanvullende vragen die gebruikt zijn voor de interviews gepresenteerd. Tevens worden de subvragen schematisch gekoppeld aan het betreffende onderdeel van het theoretisch en institutioneel kader, teneinde de onderlinge samenhang te verduidelijken.

Subvraag 1

Is de Nederlandse markt voor serviced offices volwassen?

1. Hoe zou u de actuele situatie op de Nederlandse markt voor serviced offices omschrijven?
2. Wat zijn de toekomstverwachtingen voor de Nederlandse markt van serviced offices?

Subvraag 2

Is een betrouwbare en transparante taxatie een taxatie waar de gebruiker van een taxatie vertrouwen aan kan ontlelen in het maatschappelijk en economisch verkeer?

1. Wat verstaat u onder een betrouwbare en transparante taxatie?
2. Wat zijn volgens u relevante zaken die onderzocht moeten worden bij de taxatie van een serviced office?
3. In hoeverre voldoen de huidige taxaties van serviced offices in Nederland hieraan?

Subvraag 3

Is een traditionele inkomstenbenadering, zoals de BAR/NAR methodiek, geschikt voor de taxatie van een serviced office?

1. Welke taxatiebenadering moet volgens u gehanteerd worden bij de taxatie van een serviced office en waarom?
2. In hoeverre geven de taxaties van serviced offices volgens u een correct beeld van de waarde?
3. Welke waarde wordt doorgaans geschat, een 'stenen waardering' of van de operationele entiteit?
4. Hoe worden deze waarden dan geschat?
5. Worden er kosten en/of opbrengsten genormaliseerd door de taxateur en wordt gebruik gemaakt van een referentiekader?
6. Welke methodiek past volgens u het beste bij het waarderen van serviced offices?

Subvraag 4

Dienen de exploitatiecijfers bij de taxatie van een serviced office geraadpleegd te worden en dient een inschatting gemaakt te worden van de toekomstige cashflow?

1. Welke geldstromen zijn er te onderscheiden bij de exploitatie van een serviced office?
2. Hoe beoordeelt u de exploitatie van een serviced office?
3. Hoe maakt u een inschatting van de verwachte toekomstige cashflow?

Subvraag 5

Zijn de exploitaties van serviced offices vanwege de verscheidenheid in concepten en het gebrek aan data moeilijk met elkaar te vergelijken?

1. Hoe beoordeelt u de beschikbaarheid van data van exploitaties en/of transacties van serviced offices?
2. Welke varianten van serviced offices neemt u waar in de markt?
3. Bent u van mening dat serviced offices vanuit het waarderingsperspectief goed met elkaar te vergelijken zijn?

Subvraag 6

Wordt bij de waardering van een serviced office als operationele entiteit een allocatieprobleem naar de waarde van het vastgoed en de waarde van de exploitatie waargenomen?

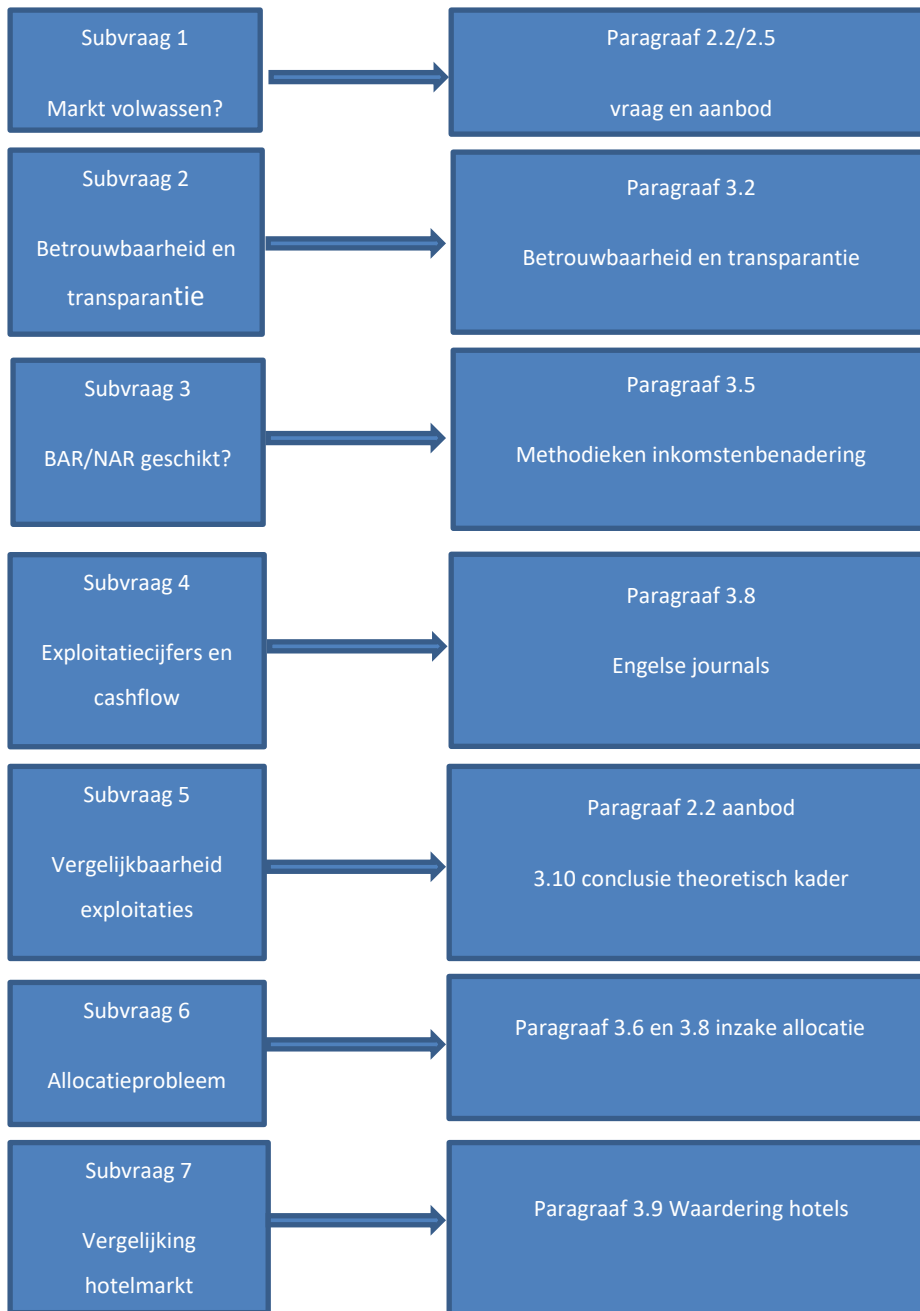
1. In hoeverre is er sprake van een materiële en/of een immateriële waardecomponent bij de waardering van een serviced office?
2. Indien van toepassing, hoe kent u waarde toe aan de afzonderlijke componenten?
3. Is er sprake van een ander risicoprofiel voor het vastgoed dan voor de exploitatie?

Subvraag 7

De serviced office markt vertoont gelijkenis met de hotelmarkt. Zouden de waarderingsmethodieken die gehanteerd worden bij de waardering van een hotel ook geschikt kunnen zijn voor serviced offices?

1. Met welk ander type exploitatiegebonden vastgoed is een serviced office het beste te vergelijken?
2. In hoeverre is de methodiek voor het waarderen van vergelijkbare objecten toepasbaar voor serviced offices?

Figuur 6: schema samenhang subvragen met theoretisch en institutioneel kader



De wijze waarop de centrale vraag nader is uitgewerkt, is in dit hoofdstuk toegelicht. De uitwerkingen van de interviews staan in het volgende hoofdstuk.

5. Uitwerking kwalitatieve interviews

5.1 Inleiding

In dit hoofdstuk worden de uitkomsten van de interviews, die in de maanden maart, april en mei 2019 zijn afgenomen, op verkorte wijze weergegeven. In het kader van discretie en om de geïnterviewden in de gelegenheid te stellen zo transparant mogelijk te antwoorden, worden de antwoorden van de experts geanonimiseerd opgenomen in het onderzoek.

De opzet van de interviews is zo gestructureerd dat eerst enkele inleidende vragen omtrent de markt voor serviced offices zijn gesteld. Vervolgens werden algemene vragen gesteld omtrent vastgoedtaxaties, waarna de meer waarderingsspecifieke vragen met betrekking tot serviced offices aan bod kwamen. In de analyse worden subvragen en aanvullende vragen beantwoord. Tot slot wordt een deelconclusie gegeven op basis van de subvragen en interviews.

5.2 Uitwerking subvragen

De uitwerkingen van de interviews worden onderstaand samengevat weergegeven. De volledige uitwerkingen kunnen bij de onderzoeker worden opgevraagd. Om aan te geven hoeveel experts dezelfde mening zijn toegedaan worden de volgende begrippen gehanteerd:

- Enkele: 1-2 personen;
- Sommige: 3-4 personen;
- Verschillende: 5-6 personen;
- Veel: 7-8 personen;
- Meerderheid: 9-11 personen.

Subvraag 1

Is de Nederlandse markt voor serviced offices volwassen?

Alle respondenten geven aan dat zij nog een verdere groei verwachten van de markt voor serviced offices. Dit geldt zowel voor de vraag als het aanbod. Verschillende respondenten geven daarbij aan dat het aantal concepten in de toekomst uitgekristalliseerd zal worden. Enkele respondenten geven aan dat de spelers met een te weinig goed doordacht concept en te weinig massa minder levensvatbaarheid zullen hebben. Tevens geven enkele personen aan dat wanneer de vraag naar serviced offices minder wordt de leegstand relatief snel kan oplopen vanwege het flexibele contractuele karakter. Verschillende personen geven aan dat de vraag niet alleen van ZZP'ers, kleine bedrijven en startups komt, maar ook dat de 'large corporates' in toenemende mate gebruik maken van serviced offices. Veel personen geven aan dat de groei zich met name in de G4 en Eindhoven zal concentreren. Sommige respondenten zien ook mogelijkheden voor de satellietsteden, bijvoorbeeld voor nevenvestigingen van grotere bedrijven. Dit zal echter van een andere schaalgrootte zijn dan in de grote steden. Daarnaast zal het prijsniveau en doorgaans ook het serviceniveau lager liggen dan in de grote steden.

Op basis van de antwoorden van de respondenten kan geconcludeerd worden dat de markt voor serviced offices een bepaalde mate van volwassenheid toont, maar dat deze nog niet als volwassen bestempeld mag worden.

Subvraag 2

Is een betrouwbare en transparante taxatie een taxatie waar de gebruiker van een taxatie vertrouwen aan kan ontlelen in het maatschappelijk en economisch verkeer?

De indicatoren betrouwbaarheid en transparantie ten aanzien van taxaties worden verschillend geïnterpreteerd door de respondenten. Verschillende personen geven aan dat bij een betrouwbare taxatie de getaxeerde waarde de markt moet reflecteren. Onder transparantie verstaan sommige personen of de taxatie navolgbaar is en of uit de taxatie duidelijk wordt hoe de taxateur tot de getaxeerde waarde is gekomen. Daarnaast geven sommige respondenten aan dat bij een betrouwbare en transparante taxatie de (bijzondere) uitgangspunten opgenomen moeten worden en geven enkele aan dat er onafhankelijk en objectief getaxeerd moet worden volgens een duidelijke opdrachtschrijving.

Veel respondenten geven aan dat de taxaties van serviced offices wat hen betreft betrouwbaar en transparant zijn. Toch geven ook verschillende personen aan dat de taxaties nog te weinig betrouwbaar en transparant zijn. Enkele personen geven hierbij aan dat er een aparte richtlijn zou moeten komen voor het taxeren van serviced offices en dat wanneer er meer data beschikbaar komt van deze objecten dit ook de betrouwbaarheid en transparantie van de taxaties ten goede zal komen. Ook wordt door enkele respondenten aangegeven dat er bij de waardering nog weinig rekening wordt gehouden met het concept, waardoor de betrouwbaarheid en de transparantie nog voor verbetering vatbaar zijn.

Om tot een betrouwbare en transparante taxatie te komen geeft de meerderheid aan dat de exploitatiecijfers betrokken moeten worden in de taxatie. Sommige respondenten geven aan dat er representatieve referenties gebruikt moeten worden bij de taxatie en dat het business model in combinatie met de kwaliteit en de visie van het management van het betreffende concept onderzocht moeten worden bij de taxatie. Een enkele respondent geeft aan dat er naar de alternatieve aanwendbaarheid gekeken moet worden, dat duurzaamheidsaspecten ook in de waardering betrokken moeten worden en dat de taxateur die een serviced office gaat taxeren verstand moet hebben van het taxeren van exploitatiegebonden vastgoed.

De begrippen betrouwbaarheid en transparantie hebben voor de respondenten een verschillende betekenis. De gegeven antwoorden hebben echter wel raakvlakken met elkaar. Daarnaast geven veel respondenten aan dat de taxaties van serviced offices voldoende betrouwbaar en transparant zijn. Derhalve mag gesteld worden dat er een bepaalde mate van vertrouwen in het economisch en maatschappelijk verkeer ontleend mag worden aan taxaties.

Subvraag 3

Is een traditionele inkomstenbenadering, zoals de BAR/NAR methodiek, geschikt voor de taxatie van een serviced office?

De meerderheid van de respondenten zijn van mening dat de inkomstenbenadering het meest geschikt is voor de waardering van een serviced office. Sommige geven aan dat aanvullend voor bepaalde elementen van de waardering, zoals het schatten van de markthuur en de kengetallen die gebruikt kunnen worden bij de waardering van een serviced office ook de comparatieve methode gehanteerd kan worden. Enkele respondenten geven aan dat een combinatie van de inkomstenbenadering en de comparatieve benadering gehanteerd zou moeten worden. Veel respondenten geven aan dat de taxaties van serviced offices wat hen betreft een goed beeld van de waarde geven. Enkele personen geven aan dat het toetsen van de getaxeerde waarden, bijvoorbeeld op basis van een draagkrachthuurmethode, nog moeizaam is vanwege het gebrek aan data over deze objecten. Sommige respondenten zijn van mening dat de huidige taxaties nog geen correct beeld van de waarde geven, bijvoorbeeld doordat de meerwaarde van het betreffende concept niet betrokken wordt in de waardering. De meerderheid meldt dat doorgaans alleen de waarde van de stenen geschat wordt. Enkele respondenten geven aan dat de operationele entiteit gewaardeerd wordt bij de taxatie. Sommige respondenten geven aan dat serviced offices middels een BAR/NAR methode getaxeed worden, waarbij enkele de aanvulling geven dat dit in combinatie met een DCF berekening gedaan wordt. Sommige antwoorden dat de DCF methode doorgaans gehanteerd wordt bij de taxatie. Enkele respondenten geven aanvullend aan dat wanneer de waarde van de operationele entiteit geschat wordt dat middels een DCF methodiek geschiedt waarbij een free cashflow bepaald wordt. Veel personen geven aan dat bij de taxatie van een serviced office de kosten en opbrengsten niet genormaliseerd worden. Verschillende respondenten geven aan dat dit juist wel het geval is. Veel respondenten geven aan dat er gebruik wordt gemaakt van een referentiekader. Enkele respondenten geven aan dat er in beperkte mate genormaliseerd wordt en dat doorgaans, bij gebrek aan data, de huidige exploitatiecijfers als onderlegger bij de taxatie worden gebruikt. Wanneer de waarde van de stenen wordt bepaald wordt er minder genormaliseerd dan wanneer de waarde van operationele entiteit wordt geschat. Veel respondenten zijn van mening dat (een variant van) de DCF methodiek de meest geschikte methodiek is om een serviced office te taxeren. Enkele personen geven aan dat een variant van de BAR/NAR berekening ook geschikt is. Dit geldt ook voor de IRR-berekening, de 'x keer de EBITDA methode' en de GOP-methode.

De gebruikelijke methodieken behorende tot de inkomstenbenadering, zoals de BAR/NAR methode en de DCF-methode, worden door de respondenten als geschikte methoden genoemd voor de waardering van serviced offices. Op basis van de antwoorden heeft de DCF methode een lichte voorkeur.

Subvraag 4

Dienen de exploitatiecijfers bij de taxatie van een serviced office geraadpleegd te worden en dient een inschatting gemaakt te worden van de toekomstige cashflow?

Bij de exploitatie van een serviced office geeft de meerderheid van de ondervraagden aan de basishuur en de fee voor de levering van diverse aanvullende diensten zoals het personeel en horecavoorzieningen als geldstroom te onderscheiden. Verschillende personen geven aan dat er ook 'all-in' tarieven in deze deelmarkt gehanteerd worden. Aanvullend worden door enkele respondenten de personeelskosten en de inkoop van de aanvullende diensten genoemd als geldstroom. De exploitatie van een serviced office wordt op verschillende wijzen beoordeeld, waarbij de exploitatiecijfers als onderlegger gebruikt worden. Sommige respondenten geven aan dat de draagkrachthuurmethode wordt toegepast en de ontwikkeling van de exploitatie in de loop der jaren beoordeeld wordt. Enkele respondenten geven aan dat de zekerheid van de toekomstige cashflow bepalend is en of eventuele fluctuaties kunnen worden opgevangen in de exploitatie. De bezettingsgraad wordt door sommigen als belangrijke indicator genoemd om de exploitatie te beoordelen. De toekomstige cashflow wordt door sommige respondenten geschat door een 'forecast' te maken van de cashflow waarbij het trackrecord van het gebouw, de locatie en de verwachte marktomstandigheden gedurende de beschouwingsperiode betrokken worden bij het maken van de inschatting. Enkele respondenten geven aanvullend aan dat ook voor het bepalen van de toekomstige cashflow weer de draagkrachthuurmethode wordt gehanteerd. Sommige personen geven aan dat externe invloeden die impact kunnen hebben op de toekomstige cashflow van serviced offices meegewogen worden bij het maken van de inschatting. Enkele personen geven aan dat bij sommige concepten de nadruk niet zozeer ligt op het maken van winst op de aangeboden extra services zelf, maar op het maximaliseren van de netto huur die gegenereerd wordt middels het exploiteren van het betreffende serviced office concept. Enkele respondenten geven aan dat bij de inschatting van de toekomstige cashflow die met het gebouw gegenereerd kan worden de alternatieve aanwendbaarheid ook bepalend is.

In meer of mindere mate zijn de respondenten van mening dat de exploitatiecijfers geraadpleegd zouden moeten worden bij de taxatie van een serviced office. Daarbij wordt op verschillende wijzen een inschatting gemaakt van de toekomstige cashflow van een serviced office, echter de inschatting van de cashflow wordt wel gemaakt.

Subvraag 5

Zijn de exploitaties van serviced offices vanwege de verscheidenheid in concepten en het gebrek aan data moeilijk met elkaar te vergelijken?

De meerderheid van de respondenten meldt dat er weinig data beschikbaar is van de serviced officemarkt. Enkele personen geven aan dat de grotere spelers in de markt wel over veel eigen data beschikken, echter is deze niet openbaar te raadplegen voor derden. De meerderheid van de respondenten is van mening dat er veel verschillende concepten worden aangeboden in de markt. Sommige respondenten maken onderscheid in reguliere serviced offices en coworking spaces. Volgens sommige respondenten zijn soortgelijke concepten vanuit het waarderingsperspectief wel met elkaar te vergelijken. Hierbij wordt wel opgemerkt dat de onderlinge verschillen tussen de concepten vrij groot is. Enkele respondenten geven aan dat de inkomsten bij serviced offices op min of meer vergelijkbare wijze tot stand komen en er derhalve een vergelijk kan worden gemaakt. Sommige respondenten zijn van mening dat er geen vergelijk gemaakt kan worden omdat de data nog te weinig beschikbaar is en de concepten onderling veel verschillen. Vanwege met name de

onderlinge verscheidenheid en het gebrek aan data wordt op basis van de antwoorden van de respondenten geconcludeerd dat de concepten inderdaad moeilijk met elkaar te zijn vergelijken. Bepaalde kengetallen kunnen volgens enkele respondenten wel met elkaar vergeleken worden om de getaxeerde waarde te toetsen.

Subvraag 6

Wordt bij de waardering van een serviced office als operationele entiteit een allocatieprobleem naar de waarde van het vastgoed en de waarde van de exploitatie waargenomen?

Veel respondenten geven aan dat er wat hen betreft in theorie sprake is van een materiële en een immateriële waardecomponent bij de waardering van een serviced office. Enkele respondenten geven hierbij de toevoeging dat de immateriële waardecomponent lastig te abstraheren is uit de waardering, omdat deze componenten met elkaar verweven zijn. Sommige respondenten zijn van mening dat er alleen sprake is van een materiële waardecomponent. Veel respondenten kennen niet afzonderlijk waarde toe aan de verschillende componenten omdat in de praktijk alleen de materiële component gewaardeerd wordt. De enkele respondenten die wel waarde toekennen aan de verschillende componenten doen dat op verschillende manieren. Zo wordt aangegeven dat het verschil tussen de gekapitaliseerde EBITDA en de marktwaarde voor de stenen de immateriële waardecomponent vormen. Een andere wijze is om bij de GOP methode een afslag te nemen op het GOP. Hiermee wordt dan de waarde van het vastgoed bepaald. De afslag vertegenwoordigt de waarde van de exploitatie. Ook zou op basis van de afweging inzake de verhuurbaarheid een scheiding tussen vastgoed en exploitatie kunnen worden gemaakt. Wanneer er zonder de geboden service geen vastgoedwaarde te bepalen zou zijn dienen het vastgoed en de exploitatie als één gewaardeerd te worden.

De meerderheid is van mening dat het risicoprofiel voor het vastgoed lager ligt dan voor de exploitatie. Enkele respondenten geven aan dat voor een aantal concepten op de markt die ook al geruime tijd een goed trackrecord kunnen overleggen het risico van de exploitatie niet hoger zou hoeven te liggen dan het risico op het vastgoed.

Uit de antwoorden van de respondenten kan opgemaakt worden dat er geen eenduidige manier is om waarde aan het vastgoed en/of de exploitatie toe te kennen. In de praktijk wordt veelal alleen de waarde van de materiële component bepaald. Toch wordt ook wel onderkend dat er bij de waardering van een serviced office sprake is van materiële en immateriële componenten en dat deze met elkaar verweven zijn. Omdat de immateriële component lastig is om te abstraheren mag op basis van de antwoorden van de respondenten geconcludeerd worden dat er sprake is van een allocatieprobleem bij de waardering van de operationele entiteit van een serviced office.

Subvraag 7

De serviced office markt vertoont gelijkenis met de hotelmarkt. Zouden de waarderingsmethodieken die gehanteerd worden bij de waardering van een hotel ook geschikt kunnen zijn voor serviced offices?

De meerderheid van de respondenten is van mening dat serviced offices qua type exploitatie het beste te vergelijken zijn met hotels. Enkele respondenten geven aan dat de grotere winkelcentra waar omzethuur van toepassing is, foodcourts en self storageruimten qua exploitatiemodel min of meer vergelijkbaar zijn met serviced offices. Veel respondenten geven aan dat bepaalde kengetallen of elementen die bij het taxeren van min of meer vergelijkbare objecten gebruikt worden ook geschikt kunnen zijn voor de taxatie van serviced offices, maar dat de methodiek niet geheel hetzelfde zal zijn. Sommige respondenten geven aan dat de exploitatie van een serviced office niet vergelijkbaar is met andere typen exploitatiegebonden vastgoed en dat de voor deze objecten gehanteerde methodiek derhalve ook niet toepasbaar is voor serviced offices. Enkele respondenten geven aan dat de methodieken die gehanteerd worden voor het taxeren van overig exploitatiegebonden vastgoed wel goed toepasbaar zijn voor serviced offices. Ook geven enkele respondenten aan dat de geschiktheid van het hanteren van een waarderingsmethodiek voor bijvoorbeeld een hotel afhankelijk is van het feit of er sprake is van een eigenaar/exploitant of van een eigenaar van een serviced office die de exploitatie aan derden heeft uitbesteed. Op basis van de antwoorden van de respondenten kan geconcludeerd worden dat slechts bepaalde elementen en/of kengetallen die gebruikt worden voor het taxeren van hotels ook toepasbaar voor serviced offices zouden kunnen zijn.

5.3 Deelconclusie interviews

In dit hoofdstuk zijn de subvragen en aanvullende vragen uitgewerkt op basis van de antwoorden van de respondenten die tijdens de halfgestructureerde interviews zijn gegeven. Er is voldoende mogelijkheid voor eigen inbreng geweest. De antwoorden zijn gegeven vanuit het perspectief van de geïnterviewden, te weten taxateur, bankier of eigenaar/exploitant.

Uit de interviews kan geconcludeerd worden dat de serviced officemarkt de top nog niet heeft bereikt. Alhoewel de begrippen betrouwbaarheid en transparantie ten aanzien van het taxeren geen eenduidige betekenis hebben zijn de respondenten het wel eens dat aan de taxaties van serviced offices een bepaalde mate van vertrouwen ontleend mag worden. De inkomstenbenadering is de leidende benadering voor het taxeren van serviced offices. Hierbij dient opgemerkt te worden dat de comparatieve benadering aanvullend gehanteerd kan worden, bijvoorbeeld voor het schatten van de markthuur of de bezettingsgraad van een gebouw. Op basis van de antwoorden is er niet één waarderingsmethodiek die de absolute voorkeur geniet onder de respondenten. De DCF methodiek lijkt wel een lichte voorkeur te hebben. Wel is duidelijk geworden dat de exploitatiecijfers van een serviced office in de waardering betrokken zouden moeten worden en dat er een inschatting gemaakt moet worden van de toekomstige cashflow. Dit laatste wordt niet op een eenduidige wijze gedaan. Omdat de concepten onderling veel van elkaar verschillen en er nog weinig data beschikbaar is, lijkt het met elkaar vergelijken van serviced offices bij een taxatie weinig zinvol. Gelet op de verscheidenheid in de antwoorden van de respondenten hoe men omgaat met de waarde van de exploitatie en de waarde van het vastgoed en het feit dat daarentegen onderkend wordt dat het

vastgoed en de exploitatie met elkaar verweven zijn, mag geconcludeerd worden dat er sprake is van een allocatieprobleem. Vanwege de sterk uiteenlopende antwoorden lijken nadere richtlijnen voor het taxeren van serviced offices op zijn plaats.

De serviced officemarkt vertoont gelijkenissen met de hotelmarkt, echter kan niet geconcludeerd worden dat de wijze waarop hotels getaxeerd worden model kunnen staan voor de taxatie van serviced offices.

Alhoewel de kwaliteit van de taxaties van serviced offices niet als slecht wordt ervaren, lijkt er op basis van de antwoorden van de respondenten nog wel behoorlijk wat ruimte te zijn voor verbetering van de taxaties. Het concept wordt nog weinig bij de waardering betrokken. Het in het theoretisch kader beschreven entiteitsconcept leeft niet echt onder de respondenten. Slechts enkele respondenten noemen een FCF berekening als methodiek om een serviced office als operationele entiteit te waarderen. Er lijkt sprake te zijn van een mismatch tussen hoe theoretisch gezien serviced offices getaxeerd zouden moeten worden en hoe dit in de praktijk momenteel gedaan wordt.

Gelet op de verscheidenheid in de antwoorden van de respondenten wordt een extra verdiepingsslag gemaakt door de verschillen ten aanzien van de visie op de waardering en de kwaliteit daarvan binnen de groepen respondenten, te weten de taxateurs, bankiers en de eigenaren/exploitanten in onderstaande tabel weer te geven.

Taxateurs	Op basis van de antwoorden van verschillende taxateurs wordt de kwaliteit van de taxaties van serviced offices als goed beoordeeld. Wel wordt door enkele taxateurs aangegeven dat de kwaliteit van de taxaties verder verbeterd kan worden wanneer er meer data beschikbaar komt van deze deelmarkt. Bij de waardering van een serviced office wordt overwegend de waarde van 'de stenen' geschat. Dit wordt gedaan middels een DCF of een BAR/NAR berekening of een combinatie van deze twee methodieken. Enkele taxateurs geven aan dat bij de waardering de waarde van de operationele entiteit bepaald wordt. Dit wordt dan gedaan middels een freecashflow berekening eventueel in combinatie met een DCF berekening. Daarnaast wordt binnen deze groep respondenten de EBITDA methode en de draagkrachthuurmethode genoemd als mogelijke methode om de waarde van de operationele entiteit te schatten. Op basis van de antwoorden van de taxateurs lijkt er nog geen sprake van consensus te zijn hoe de waarde van de operationele entiteit vastgesteld zou moeten worden. De inschatting van de toekomstige cashflow wordt op verschillende manieren gedaan. Enkele respondenten kijken naar wat een redelijk efficiënte exploitant op de locatie zou kunnen realiseren. Enkele taxateurs geven aan ook hier de draagkrachthuurmethode te gebruiken. Enkele taxateurs maken een prognose van de exploitatie waarbij rekening wordt gehouden met het trackrecord van het gebouw/
-----------	---

	de ondernemer, een eventuele ingroeiperiode en de periode waarin de stabiele omzet gerealiseerd wordt.
Bankiers	De kwaliteit van de taxaties wordt als toereikend beoordeeld. Door enkele bankiers wordt wel aangegeven dat er bij de taxaties nog weinig rekening wordt gehouden met het betreffende concept en de waarderingen daardoor mogelijk aan de lage kant zijn. Daarbij dient opgemerkt te worden dat de exploitatie van een serviced office overwegend alleen gefinancierd wordt wanneer het eigendom en de exploitatie in één hand zijn. Wanneer er sprake is van exploitatie door een derde partij dan is de gesloten huurovereenkomst in combinatie met een eventuele concerngarantie voor de bank leidend. Op de exploitatie heeft de bank in dat geval immers geen 'recourse'. Het vastgoed zelf biedt het meeste zekerheid voor de bank en zal in de financieringsmodellen dominant blijven. De waarde van de operationele entiteit wordt volgens de bankiers in de praktijk niet geschat. Indien dit wel gedaan zou worden dan zou dit het beste kunnen geschieden met een berekening die gebaseerd is op de DCF methodiek. De bankiers kijken voor wat betreft de toekomstige cashflow naar alternatieve aanwendbaarheid van het gebouw en de mate van zekerheid van de toekomstige huurinkomsten.
Eigenaren/exploitanten	De kwaliteit van de taxaties wordt, nu de markt meer volwassen aan het worden is, als beter ervaren dan gedurende de crisis. Toch geven enkele respondenten binnen deze groep aan dat er nog te weinig rekening gehouden wordt met het concept en dat de kennis van de taxateurs van de serviced officemarkt nog te wensen over laat. Enkele respondenten binnen deze groep geven aan dat het maken van winst op de geleverde services voor een eigenaar/exploitant niet het hoofddoel is. Vanwege het feit dat de services geleverd worden, is de bezettingsgraad hoger en daarmee ook het directe en uiteindelijk het indirecte rendement op het vastgoed. Voor een partij die sec een serviced office exploiteert is het meer van belang om de services winstgevend te maken. De waarde van de operationele entiteit wordt volgens de eigenaren/exploitanten in de praktijk niet geschat. Indien dit wel gedaan zou worden dan zou dit het beste kunnen geschieden met een berekening die gebaseerd is op de DCF of GOP methodiek. De eigenaren/exploitanten maken een inschatting van hun toekomstige cashflow door het concept goed te bewaken en daarnaast op de kosten te letten alsmede door de nettohuur die gerealiseerd wordt te optimaliseren.

Om de problemen bij de waardering van een serviced office beter inzichtelijk te maken wordt hierna een case study uitgewerkt.

6. Case study

6.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt een case study uitgewerkt. Het doel van de case study is om middels verschillende waarderingsmethodieken op illustratieve wijze de problematiek beter inzichtelijk te maken die bij het waarderen van serviced offices ontstaat. Vanwege de vertrouwelijkheid van de beschikbare gegevens alsmede de beperkte beschikbaarheid van data van serviced offices zijn fictieve cijfers gebruikt in de berekeningen die als bijlage zijn toegevoegd aan deze scriptie. Bij de uitwerking van de case study zal worden ingegaan op de waardering van een serviced office wanneer het vastgoed en de exploitatie in eigendom bij dezelfde partij zijn en derhalve de operationele entiteit gewaardeerd wordt. Daarnaast zal de waardering van een serviced office aan bod komen wanneer het eigendom van het vastgoed en de exploitatie bij verschillende partijen berusten. Per gehanteerde methodiek zal de waarderingsproblematiek worden beschreven, waarna een deelconclusie getrokken zal worden.

6.2 DCF methodieken

Met behulp van de methodieken die worden gebruikt voor het waarderen van een onderneming, wordt wanneer deze worden toegepast bij de waardering van de operationele entiteit van een serviced office, rekening gehouden met de theoretische ondeelbaarheid van vastgoed en exploitatie. Daarnaast kan rekening gehouden worden met zaken als ingroei van de verschillende omzetcomponenten, inflatie, de verhouding vreemd vermogen/eigen vermogen, het effect van belastingen, reserveringen en eventuele extra investeringen. Door de vastgoedtaxateur kan op zich rekenkundig de waarde van de operationele entiteit geschat worden, mits de exploitatiecijfers beschikbaar worden gesteld en er op basis van voldoende beschikbare data een realistische exploitatieprognose kan worden opgesteld. Doorgaans zal de vastgoedtaxateur onvoldoende bekend zijn met de actualiteiten van het waarderen van een onderneming. Hierbij kan gedacht worden aan welke disconteringsvoet gehanteerd zou moeten worden, welke methodiek hiervoor gebruikt zou moeten worden alsmede de opbouw van de disconteringsvoet.

In casu is de economische waarde van een serviced office bepaald (bijlage 4, figuur 6) middels de Adjusted Present Value (APV) methode, dat feitelijk een doorontwikkelde DCF berekening is, waarbij verondersteld wordt dat de ondernemer eigen vermogen tegen 10% beschikbaar zou willen stellen, de 'kostenvoet eigen vermogen unlevered' (KEU). De 'free cashflows' en de waarde van het tax shield zijn contant gemaakt tegen de KEU. De hoogte van de disconteringsvoet is vanzelfsprekend een bepalende factor in de waardering. Zoals al eerder genoemd wordt de waarde vanuit het 'entity concept' geschat. Deze methodiek zou derhalve geschikt kunnen zijn voor het waarderen van de operationele entiteit van een serviced office.

Een allocatieprobleem manifesteert zich ten aanzien van bijvoorbeeld de kosten, wanneer één of enkele vestigingen die in gebruik zijn als serviced office gewaardeerd zouden moeten worden en er sprake is van een onderneming met meerdere vestigingen. In dat geval is het lastig om de kosten die ondernemingsbreed gemaakt worden te alloceren naar één of enkele vestigingen. Bij het waarderen van de gehele onderneming speelt het allocatieprobleem niet.

In dit onderzoek is al geconstateerd dat er sprake is van een aanzienlijke verscheidenheid in concepten en aangeboden services. Ieder ander samenstel van productiefactoren zal dan ook tot een andere waarde leiden. Dit blijkt ook uit de berekeningen van de economische waarde van een serviced office die volgens de APV methode voor dit onderzoek zijn gemaakt. Een wijziging van slechts een paar inputvariabelen kunnen tot grote verschillen in waarde leiden. In de berekeningen zijn gewijzigde tarieven voor serviced offices en de flexwerkplekken doorgevoerd waarbij het nuttigen van koffie, thee en bronwater is inbegrepen of separaat in rekening worden gebracht (bijlage 4, figuur 7). Dit maakt het onderling vergelijken van de concepten dan ook lastig. De vraag is of en hoe een redelijk efficiënte exploitant zoals genoemd in theoretisch kader onderscheiden kan worden. Op het niveau van de separate inputvariabelen geeft bijvoorbeeld een kengetal als de bezettingsgraad wel enig comfort bij de waardering. Hierbij dient wel opgemerkt te worden dat ook kengetallen beïnvloed worden door het type exploitatie dat gevoerd wordt. Een lager tarief zal normaliter immers leiden tot een hogere bezettingsgraad.

Ten aanzien van de 'waardecomponent' van het vastgoed wordt bij het schatten van de economische waarde geen rekening gehouden met 'highest and best use' van het vastgoed, hetgeen verklaarbaar is vanwege het feit dat het huidige samenstel van productiefactoren onderwerp van waardering is. Volgens de IVS wordt bij de waardering van bedrijfsgelateerde objecten de waarde bij voortgezet gebruik geschat, waarbij geldt dat wanneer een alternatief gebruik tot een hogere waarde zou leiden hier melding van gemaakt moet worden. De mogelijkheid bestaat dat de marktwaarde van het vastgoed op basis van alternatieve aanwendbaarheid als bijvoorbeeld reguliere kantoorruimte een hogere waarde vertegenwoordigt (bijlage 4, figuur 8) dan de waarde van de operationele entiteit van een serviced office. Indien een taxatie wordt gemaakt van de operationele entiteit van een serviced office met behulp van de methodieken die gebruikt worden voor business valuation, zou daarnaast ook een highest and best use analyse van het vastgoed verricht moeten worden. Dit vanwege het gegeven dat een serviced office doorgaans relatief eenvoudig weer als reguliere kantoorruimte gebruikt kan worden.

De serviced office exploitant opereert in een vrije markt. Zoals genoemd in 3.8.2 van het theoretisch kader geldt dat voor een deel van de geschikte objecten die zij overwegen om te gaan huren of kopen, dat zij ten aanzien van de huurprijs of koopsom zullen concurreren met andere gebruikers, die het gebouw bijvoorbeeld als reguliere kantoorruimte of als hotel wensen te gebruiken. Derhalve zou, alhoewel dit economisch gezien niet juist lijkt, een separate vastgoedcomponent en business component onderscheiden kunnen worden. Ook wanneer een gebouw dat (deels) verhuurd is aan een serviced office exploitant getaxeerd moet worden, ontstaat het probleem dat vastgoed en exploitatie niet als één geheel gewaardeerd kunnen worden, omdat het eigendom bij verschillende partijen berust. Ook hier is sprake van allocatieproblematiek. Het is lastig om een demarcatie te maken tussen de waarde van het vastgoed en de exploitatie.

Voor het schatten van de waarde van het vastgoed van een serviced office heeft de DCF methodiek op basis van het theoretisch kader en de interviews de voorkeur. Gelet op de eerder genoemde concurrentiepositie van de exploitant ten opzichte van andere gebruikers die zich zouden kunnen vestigen in een gebouw dat geschikt is voor serviced offices, kan de markthuur een geschikte basis zijn wanneer alleen de waarde van het vastgoed voor een gebouw dat (deels) in gebruik is als

serviced office geschat moet worden. Afgezien van de allocatieproblematiek en de economische ondeelbaarheid van vastgoed en exploitatie lijkt de DCF methode verder geschikt voor de waardering van de vastgoedcomponent van een serviced office of de waardering van een gebouw dat (deels) verhuurd is aan een serviced office exploitant. Voor de case study is tevens een berekening middels de GOP methode gemaakt, die hierna behandeld zal worden.

6.3 GOP methode

Wanneer de waarde van de operationele entiteit van een serviced office wordt geschat middels een separate vastgoed en business component kan de GOP methode uitkomst bieden. De GOP methode en de bijbehorende terminologie zijn inhoudelijk al toegelicht in het theoretisch kader. Bij deze methode wordt de waarde van het vastgoed doorgaans geschat middels de NAR methode (bijlage 4, figuur 9). De NAR methode heeft als nadeel dat eventuele fluctuaties in opbrengsten en kosten verband houdende met het vastgoed niet goed zichtbaar gemaakt kunnen worden. De waarde van het vastgoed zou derhalve ook middels een DCF methode geschat kunnen worden, zodat deze zaken wel transparant in het rekenmodel kunnen worden weergegeven (bijlage 4, figuur 10). Vervolgens wordt de intrinsieke waarde van de inventaris geschat en wordt de genormaliseerde bedrijfswinst bepaald. Deze wordt vervolgens gekapitaliseerd tegen een multiplier, zodat de goodwill wordt berekend. Het geheel van de marktwaarde van het vastgoed, inventaris en de goodwill vormen de waarde van de onderneming.⁵

Het bepalen van een genormaliseerde bedrijfswinst is vanwege de beperkte beschikbaarheid van data van serviced offices alsmede grote verscheidenheid in concepten en geboden services geen eenvoudige opgave. Middels deze methodiek worden verschillende productiefactoren bij elkaar opgeteld, hetgeen economisch gezien niet juist lijkt. Deze methodiek lijkt dan ook minder geschikt dan de APV methode om de waarde van de operationele entiteit van een serviced office te kunnen schatten.

6.4 Draagkrachthuurmethode

Wanneer een gebouw (deels) verhuurd wordt aan een serviced office exploitant zou middels de draagkrachthuurmethode gecontroleerd kunnen worden of de exploitatie de overeengekomen huurprijs voor de huur van het (gedeelte van) het gebouw zou kunnen dragen (bijlage 4, figuur 11). Hiertoe zou een exploitatieprognose waarbij de free cashflow berekend wordt uitkomst kunnen bieden. Bij de berekening die is gemaakt voor deze case study ligt de markthuur die wordt betaald door de exploitant fors hoger dan de free cashflow. In casu kan de huur dus niet wordt gedragen door de exploitatie. Bij het hanteren van alleen percentages van de omzet om de markthuur te kunnen schatten, zoals te doen gebruikelijk bij de draagkrachthuurmethode, is voorzichtigheid geboden. De percentages van de omzet die in de case study weergegeven worden liggen binnen de bandbreedte zoals bijvoorbeeld in de hotelmarkt wordt waargenomen, echter leiden deze tot een tekort op basis van deze exploitatie. Kengetallen zouden alleen gebruikt mogen worden wanneer er voldoende referentiemateriaal beschikbaar voor is. Ook voor het hanteren van vuistregels geldt, conform het bepaalde in de IVS, dat dit alleen gedaan mag worden wanneer marktpartijen hier voldoende comfort aan kunnen ontlelen.

⁵ De intrinsieke waarde en de goodwill hebben economisch gezien geen betekenis.

Tot slot dient opgemerkt te worden dat in de case study is gerekend met een vaste huurprijs, waarbij de kosten voor de inrichting voor rekening van huurder zijn. In de praktijk wordt ook gerekend met een basishuur en een omzetcomponent en komen de kosten voor de inrichting soms (deels) voor rekening van de eigenaar, één en ander afhankelijk van de duur van de huurovereenkomst. Ten aanzien van de opbrengsten die gegenereerd worden door exploitant dient opgemerkt te worden dat sommige partijen gebruik maken van yield management, waarbij met behulp van slimme algoritmen de huurprijzen middels prijselasticiteit tot stand komen (Seats to Meet, 2019). Deze systemen bijvoorbeeld worden ook in de hotelbranche en de luchtvaart gebruikt. Voor wat betreft het bepalen van de free cashflow kan worden volstaan met de jaaropbrengsten. De exploitatiecijfers van het betreffende serviced office concept dienen vanzelfsprekend wel beschikbaar gesteld te worden bij de waardering.

6.5 Deelconclusie

Op basis van de gehanteerde methodieken kan geconcludeerd worden dat de APV methodiek zoals gehanteerd voor deze case study het meest geschikt is voor de waardering van de operationele entiteit van een serviced office. Om vast te kunnen stellen of de marktwaarde van het vastgoed eventueel een hogere waarde zou kunnen vertegenwoordigen dan de waarde van de operationele entiteit zou parallel aan de waardering van de operationele entiteit middels de DCF methode de waarde van het vastgoed geschat kunnen worden. De DCF methode geniet in dit geval de voorkeur omdat fluctuaties in kosten en opbrengsten verband houdende met het vastgoed inzichtelijk gemaakt kunnen worden. Laatstgenoemde methodiek is ook goed toepasbaar voor een gebouw dat gewaardeerd moet worden dat (deels) is verhuurd aan serviced office exploitant. Gelet op het feit dat serviced office exploitanten op de vastgoedmarkt concurreren met traditionele gebruikers kan een reguliere DCF berekening gehanteerd worden om de marktwaarde van het vastgoed te schatten. Om te kunnen beoordelen of de overeengekomen huurprijs nu en in de toekomst gedragen zou kunnen worden door de exploitatie verdient het aanbeveling om een exploitatieprognose voor het serviced office gedeelte te maken. Op basis van de berekende free cashflow kan berekend worden of de huur gedragen kan worden door de exploitatie.

Om een goede waardering van de operationele entiteit van een serviced office te kunnen maken verdient het aanbeveling om de waardering gezamenlijk door een vastgoedtaxateur en een registered valuer te laten opmaken.

Het hanteren van één of enkele kengetallen of vuistregels mag alleen wanneer vastgesteld kan worden dat marktpartijen hier voldoende vertrouwen aan kunnen ontlelen.

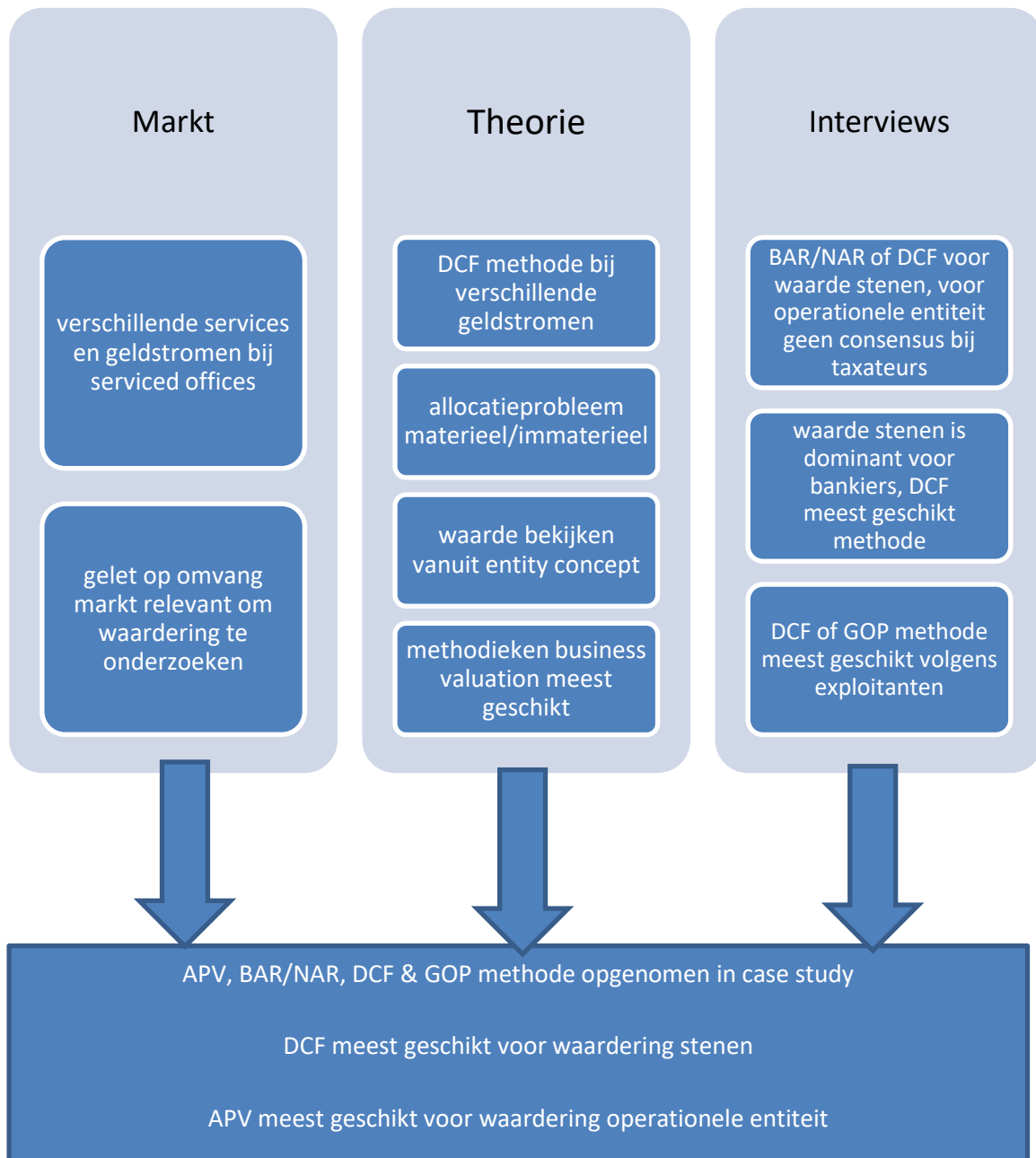
7. Samenvattend schema

7.1 Inleiding

Voorafgaand aan de conclusie zal nog een samenvattend schema worden gepresenteerd waarin de verschillende onderzoekselementen, waarderingsmethoden alsmede de doelgroepen betrokken worden.

7.2 Schema

Figuur 12:



8. Conclusie

8.1 Inleiding

In dit hoofdstuk worden de centrale vraag alsmede de deelvragen in het onderzoek beantwoord. Aan het einde van het hoofdstuk zal gereflecteerd worden op het onderzoek en worden tevens suggesties gedaan voor vervolgonderzoek.

8.2 Beantwoording centrale vraag

De centrale vraag in dit onderzoek is:

In hoeverre leiden de taxatiemethodieken die gehanteerd worden voor exploitatiegebonden vastgoed voor de taxaties van 'serviced offices' tot transparantere en meer betrouwbare taxatieresultaten ten opzichte van een traditionele DCF- of kapitalisatiemethode?

Op basis van het theoretisch kader, de interviews en de case study kan geconcludeerd worden dat wanneer een serviced office gewaardeerd wordt, de methodieken die voor exploitatiegebonden vastgoed gehanteerd worden, niet per definitie leiden tot meer transparante en betrouwbare taxatieresultaten ten opzichte van een traditionele DCF of kapitalisatiemethode. Bij de methodieken voor exploitatiegebonden vastgoed wordt vaak gebruik gemaakt van kengetallen, waar momenteel nog te weinig vertrouwen aan ontleend kan worden gelet op het gebrek aan data van serviced offices. Daarnaast wordt bij de waardering van deze objecten vaak separaat waarde toegekend aan verschillende componenten en worden verschillende methodieken naast elkaar gebruikt, hetgeen op basis van economische literatuur niet juist lijkt. De methodieken kunnen wel een bijdrage leveren aan een meer transparante en betrouwbare taxatie, bijvoorbeeld door deze methodieken te gebruiken ter controle van de waardering.

8.3 Beantwoording deelvragen

Deelvraag 1:

Welke verschijningsvormen van serviced offices zijn er, welke services worden er aangeboden en welke actoren zijn er aan de vraag- en aanbodzijde?

In de geraadpleegde literatuur worden serviced offices in drie groepen onderverdeeld, te weten de reguliere serviced of flex offices, coworking offices en virtual offices. Het aantal aangeboden services verschilt sterk per aanbieder, hetgeen het moeilijk maakt om de verschillende concepten van serviced offices met elkaar te vergelijken. Uit de internetinventarisatie is gebleken dat het aantal aanbieders en het aantal vestigingen de afgelopen tien jaar aanzienlijk zijn gestegen. De vraagzijde wordt overwegend vertegenwoordigd door bedrijven die werkzaam zijn in de zakelijke dienstverlening, de financiële sector, de industrie en handel, vastgoedsector alsmede de media en ICT branche.

Deelvraag 2:

Wat is een betrouwbare en transparante taxatie?

Deze vraag kan niet op eenduidige wijze beantwoord worden. Voor dit onderzoek is transparantie gedefinieerd als het inzichtelijk maken voor de gebruiker van een taxatierapport hoe de taxateur tot

de taxatie is gekomen. Een taxatie moet navolgbaar en narekenbaar zijn. Dit hoeft dan nog niet per definitie betrouwbaar en transparant te zijn. Middels doelargumentatie kunnen immers met opzet bepaalde zaken achtergehouden worden. Uit de interviews kan tevens geconcludeerd worden dat er geen eenduidige definitie is van een betrouwbare en transparante taxatie.

Deelvraag 3:

Welke waarderingsmethoden zijn er voor reguliere kantoren en voor exploitatiegebonden vastgoed?

Voor de waardering van reguliere kantoren en exploitatiegebonden vastgoed worden doorgaans de methoden gebruikt die onder de inkomstenbandering vallen. De meest gebruikte waarderingsmethoden voor reguliere kantoren zijn de NAR methode en de DCF methode. Voor exploitatiegebonden vastgoed worden de GOP methode, draagkrachthuurmethode, de OCF methode en de EBIT/EBITDA methode onderscheiden.

Deelvraag 4:

Welke methodiek is theoretisch verantwoord voor de taxatie van een serviced office?

Op basis van het theoretisch kader zijn de methodieken die gebruikt worden bij business valuation, zoals de APV methode, theoretisch verantwoord om te hanteren bij de taxatie van een serviced office. Deze methodieken gaan uit van het 'entity concept', waarbij ondernemers doelbewust productiefactoren samenvoegen om waarde te genereren.

Deelvraag 5:

Op welke wijze wordt er op dit moment door taxateurs, banken en exploitanten van serviced offices naar de taxaties van deze objecten gekeken?

De kwaliteit van de taxaties van serviced offices wordt als goed beoordeeld door de taxateurs. Wel wordt melding gemaakt van het feit dat er nog weinig data beschikbaar is van serviced offices en dat het beschikbaar stellen van exploitatiecijfers essentieel is om een goede waardering te kunnen afgeven. Door de bankiers wordt de kwaliteit als toereikend omschreven, alhoewel er vaak nog weinig tot geen rekening met het concept wordt gehouden bij de waardering. Bij een object dat verhuurd is een serviced office exploitant leunen de bankiers sterk op de huurovereenkomst en eventuele aanvullende zekerheden zoals een concerngarantie. Bij een eigenaar/exploitant is de vastgoedcomponent dominant. De eigenaren/exploitanten zijn nu meer tevreden over de kwaliteit van de taxaties dan ten tijde van de crisis. Er wordt nog weinig rekening gehouden met het betreffende concept bij de waardering en het ontbreekt bij sommige taxateurs nog aan kennis van de serviced officemarkt. Bij de verschillende partijen is er nog geen consensus over hoe een serviced office nu het beste gewaardeerd zou moeten worden, echter de DCF methode lijkt wel een voorkeur te hebben.

Deelvraag 6:

Welke methodologie past bij de taxatie van serviced offices?

De methodieken die voor business valuation gebruikt worden, passen theoretisch gezien het beste bij de waardering van de operationele entiteit van een serviced office. Voor objecten die (deels) als serviced office verhuurd worden leent een traditionele DCF berekening zich het beste. De DCF methodiek kan ook het beste gehanteerd worden in de 'highest and best use' analyse bij de waardering van de operationele entiteit van een serviced office. De draagkrachthuurmethode kan als controleberekening dienen wanneer een gebouw (deels) verhuurd is als serviced office. Door een exploitatieprognose op te stellen waarbij de free cashflow bepaald wordt, kan worden vastgesteld of de betaalde huur gedragen kan worden door de exploitatie.

8.4 Reflectie en aanbevelingen

Serviced offices lijken een substantieel deel van de Nederlandse kantorenmarkt te gaan uitmaken. De deelmarkt mag nog niet als volwassen gedefinieerd worden. De huidige omvang van de markt is lastig in te schatten omdat er vermoedelijk meerdere aanbieders zijn met één of enkele vestigingen zijn die nu nog onder de radar blijven. Voor een deel van de gebouwen geldt dat deze gedeeltelijk in gebruik zijn als serviced office en voor het overige als regulier kantoor. De inschattingen van de omvang van de markt in de diverse onderzoeken zouden dan ook als 'best guess' geïnterpreteerd moeten worden. Daarnaast is er op dit moment geen uniforme definitie van wat een serviced office is, hetgeen een complicerende factor betekent om de markt nader in kaart te brengen.

Zoals al eerder gemeld, is dit onderzoek van exploratieve aard. Voorafgaand en tijdens dit onderzoek is gebleken dat er nog relatief weinig wetenschappelijke literatuur beschikbaar is over serviced offices. De geraadpleegde literatuur is zelf ook nog verkennend van aard. De halfgestructureerde interviews met de experts hebben dan ook een belangrijke bijdrage geleverd aan het beeld rondom de waardering van serviced offices. Alhoewel er onder de experts geen consensus is over hoe een serviced office nu gewaardeerd zou moeten worden, lijkt een berekening die gebaseerd is op de DCF methodiek wel de voorkeur te hebben. De middels het theoretisch kader en de interviews verkregen inzichten worden grotendeels bevestigd middels de casestudy. Vanwege de beperkte hoeveelheid beschikbare literatuur en data van serviced offices moet dit onderzoek gezien worden als een vertrekpunt voor vervolgonderzoek. Wanneer er meer data beschikbaar komt van deze objecten, biedt dit wellicht ook een opening om andere waarderingsmethodieken te hanteren dan de nu aanbevolen methodieken.

Om tot een zo betrouwbaar mogelijke en transparante waardering te komen gelden de volgende aanbevelingen:

- Gelet op het groeipotentieel, de te verwachten omvang van de deelmarkt alsmede de bevindingen uit dit onderzoek, is het aan te bevelen dat er vanuit de brancheorganisaties en andere stakeholders taxatierichtlijnen geformuleerd worden voor serviced offices;
- Een serviced office kan gedefinieerd worden als exploitatiegebonden vastgoed. De taxateur die een serviced office gaat waarderen zou derhalve moeten beschikken over een aantekening Grootzakelijk Vastgoed in de kamer Bedrijfsmatig Vastgoed van het NRVt.

Daarnaast zal de taxateur moeten beschikken over een gedegen trackrecord op het gebied van waarden van exploitatiegebonden vastgoed;

- Het waarden van de operationele entiteit van een serviced office zou, wanneer de in dit onderzoek genoemde waarderingsmethodieken voor business valuation worden gehanteerd, bij voorkeur gezamenlijk met een registered valuator moeten worden uitgevoerd. Vastgoedwaardering en business valuation zullen als gevolg van de toename van exploitatiegebonden vastgoed dichter naar elkaar groeien. De vastgoedtaxateur en registered valuer kunnen profiteren van elkaars kennis;
- De exploitatiecijfers van een serviced office zouden te allen tijde moeten worden geraadpleegd bij de waardering;
- Het structureel vastleggen van data van serviced offices en het beschikbaar stellen van de noodzakelijke data ten behoeve van de waardering zou de betrouwbaarheid van de waardering ten goede komen.

Tot slot worden nog de volgende aanwijzingen gegeven voor vervolgonderzoek:

- Middels een groepsgesprek met belanghebbende partijen zou aanvullend onderzoek kunnen worden of het mogelijk is om tot een richtlijn te komen voor het waarden van serviced offices;
- Wanneer er structureel meer data wordt vastgelegd en beschikbaar wordt gesteld, kan onderzocht worden of het gebruik van kengetallen zou kunnen leiden tot betrouwbare waarderingsresultaten.

Bronvermelding

- Arnhem, P.C. van & T.M. Berkhout, G.G.M. ten Have (2013). *Taxatieleer vastgoed 1*. Groningen/Houten: Noordhoff Uitgevers bv
- Arnhem, P.C. van & T.M. Berkhout, G.G.M. ten Have (2015). *Taxatieleer vastgoed 2*. Groningen/Houten: Noordhoff Uitgevers bv
- Baaij, J. de (2003). *Serviced Offices. Een verklaring, beschrijving en voorspelling van een nieuw concept*. Utrecht: Universiteit van Utrecht
- Baarda, B. (2013). *Basisboek Kwalitatief onderzoek*. Groningen/Houten: Noordhoff Uitgevers bv
- Berkhout, T.M. & S. Roggeveen (2018). NVM Business (2018). Praktijkhandleiding Nederlandse Vastgoedtaxaties 2018. *Geraadpleegd op 13 januari 2019 van* <https://www.nvm.nl/actueel/nieuws/2017/1904praktijkhandleiding>
- Beuken, H.S.E.J. (2006). *Waardebepaling van hotelvastgoed*. Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate
- Boeat, M. (2014). *Serviced Offices and Agile Occupiers in the City of London*. London: City of London Corporation
- Cushman & Wakefield (2015). The Occupier Edge. *Insights and Trends Fall Edition 2015, 20-21*
- Dabson, A. & P. McAllister. (2014). *Working Papers in Real Estate and Planning 01/14. The role of serviced offices in the corporate Real Estate Supply Chain*. Reading: Henley Business School, University of Reading
- Dawson, S. (2015). *The London Business Footprint. The growth of serviced offices*. London: Deloitte Real Estate
- Domingues Sainza, S. (2016). *Hybride overeenkomsten in het hotelvastgoed*. Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate
- Dreisin, A. & N. Dunse, A. Evans, M. Pragnell, M. White (2016). *Serviced Offices: A new asset class*. London: Capital Economics
- Dynamis (2018). *Sprekende cijfers Kantorenmarkten medio 2018*. Utrecht: Dynamis B.V.
- Dynamis (2019). *Sprekende cijfers Kantorenmarkten 2019*. Utrecht: Dynamis B.V.
- Frisblik. (2009). Onderzoek naar de succesfactoren van open flexkantoren in Nederland. Frisblik, Ministerie van Verkeer en Waterstaat, Taskforce mobiliteitsmanagement en stichting telewerkforum. *Geraadpleegd op 30 december 2017 van* <https://www.yumpu.com/nl/document/view/23941397/onderzoek-naar-de-succesfactoren-van-open-flexkantoren-kpvv>
- Gool, P. van & P. Jager, M. Theebe, R. Weisz (2013). *Onroerend goed als belegging*. Groningen/Houten: Noordhoff Uitgevers bv
- Harris, P. & R. Kett, M. Nilsson (2001). Valuing Hotels as business entities. *Journal of Leisure Property*, 17-28
- Huisman, R. & J.A. Roodhof. (2013). Flexibele contracten in de kantorenmarkt. Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.
- Hulst, A.F. van. (2004). De disconteringsvoet voor taxaties: DV-tax. Een nadere kennismaking. Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.
- IVBN (2018). *Geraadpleegd op 12 december 2018 van* <https://www.ivbn.nl/kantoren>
- Jones Lang LaSalle (2018). Flexibilisering van de kantorenmarkt. *Geraadpleegd op 23 januari 2019 van* <http://www.jll.nl/netherlands/nl-nl/onderzoek/229/flexibilisering-van-de-kantorenmarkt>
- Laterveer, M. (2011). *Serviced Offices; een dynamische markt in opkomst*. Utrecht: Universiteit Utrecht
- Lusht, K.M. (2001). *Real Estate Valuation. Principles and Applications*. State College: KML Publishing
- Mast, J. (2017). Hospitality Management. Waar letten banken op bij het financieren van hotels? *Geraadpleegd op 8 januari 2019 van* <https://www.hospitality-management.nl/waar-letten-banken-op-bij-het-financieren-van-hotels>

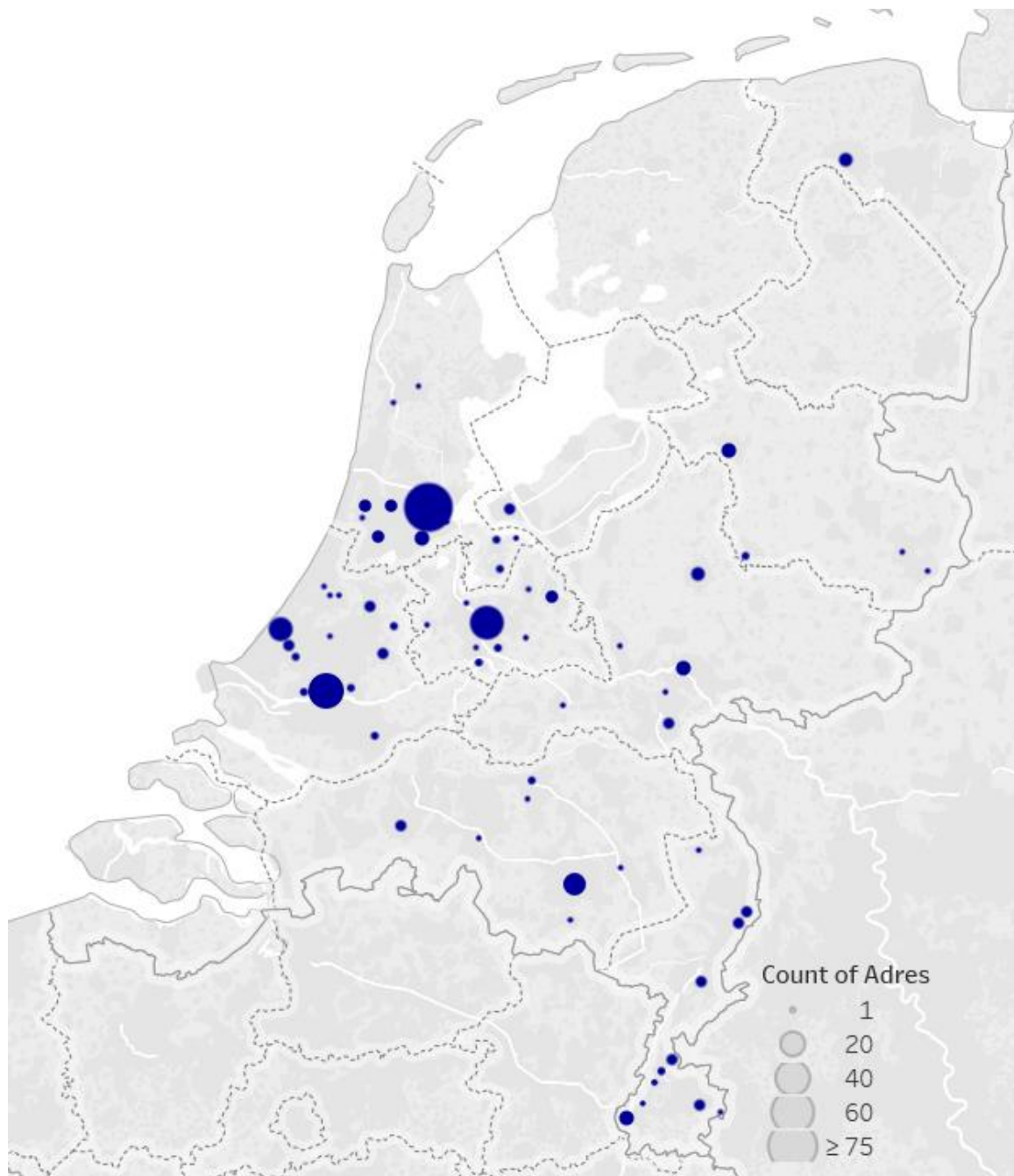
- McAllister, P. (2001). Offices with services or serviced offices? Exploring the valuation issues. *Journal of Property Investment & Finance*, 412-426
- Miller, M. & F. Modigliani (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 261-297
- Nederlandse Beroepsorganisatie van Accountants (2011). Zeg waar het op staat. Hoofdpunten uit de publieke managementletter over het commercieel vastgoed. *Geraadpleegd op 13 januari 2019 van <https://www.nba.nl/globalassets/projecten/kennis-delen-pmls/commercieel-vastgoed/zeg-waar-het-op-staat-samenvatting.pdf>*
- Nederlands Register Vastgoed Taxateurs (2018). Reglement Definities NRVt. *Geraadpleegd op 13 januari 2019 van <https://www.nrvt.nl/wp-content/uploads/2018/06/Reglement-Definities-NRVt-2018.pdf>*
- Nederlands Register Vastgoed Taxateurs (2019). Praktijkhandreiking Bedrijfsmatig Vastgoed. *Geraadpleegd op 13 januari 2019 van <https://www.nrvt.nl/wp-content/uploads/2018/12/NRVt-Praktijkhandreiking-Bedrijfsmatig-Vastgoed-1-januari-2019.pdf>*
- Nederlands Register Vastgoed Taxateurs (2018). Subreglement Grootzakelijk Vastgoed NRVt. *Geraadpleegd op 04 juli 2019 van <https://www.nrvt.nl/wp-content/uploads/2018/06/Subreglement-GZV-NRVt-2018.pdf>*
- Norman, P. (2016). Serviced Offices must keep up with demand. *Geraadpleegd op 16 maart 2016 van <http://www.costar.co.uk/en/assets/news/2016/April/CoStar%ADColumn%ADServiced%ADoffices%ADmust%ADkeep%ADup%ADwith%ADdemand/#1/2>*
- Pijl, B.J. (2018). *De waardeonderbouwing van taxaties bedrijfsmatig vastgoed. Een kritische evaluatie.* Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate
- Platform Taxateurs en Accountants (2013). Goed gewaardeerd vastgoed. 28 aanbevelingen voor taxeren en taxatierapporten. *Geraadpleegd op 13 januari 2019 van <https://www.ivbn.nl/viewer/file.aspx?fileinfoID=596>*
- Platform Taxateurs en Accountants (2014). Good Practises: voorbeelden voor de praktijk. Goed gewaardeerd vastgoed. 28 aanbevelingen voor taxeren en taxatierapporten. *Geraadpleegd op 13 januari 2019 van <https://www.ivbn.nl/viewer/file.aspx?FileInfoID=761>*
- PWC (2016). *Emerging Trends in Real Estate 2016 Europe*. London: PWC and the Urban Land Institute.
- Rabobank (2019). *Rabo Real Estate Finance Vastgoedbericht 2019*. Utrecht: Coöperatieve Rabobank U.A.
- RICS (2017). *RICS Wereldwijde taxatiestandaarden 2017*. Londen: Royal Institution of Chartered Surveyors
- Rushmore, S. & J.W. O'Neill, S. Rushmore Jr. *Hotel Market Analysis and Valuation. International Issues and Software Applications*. Chicago: Appraisal Institute
- Seats to Meet (2019) *Geraadpleegd op 28 juni 2019 van <https://www.seats2meetstrips.nl/kennisbank/wat-kost-het-huren-van-een-vergaderruimte/>*
- Stec Groep (2018). *De opkomst van flexibele kantoorconcepten. Hype of structurele verandering?* Nieuwegein: NVM Business
- Vastgoedjournaal (2018). *Geraadpleegd op 12 december 2018 van <https://vastgoedjournaal.nl/news/38553/wat-zijn-de-grootste-flexoffice-aanbieders-van-nederland->*
- Vis, J. (2013). Business Valuation: 5 misvattingen bij waarden. *Financieel Management. Geraadpleegd op 23 december 2018 van <https://financieel-management.nl/artikel/business-valuation-5-misvattingen-bij-waarden>*
- Vis, J. (2010). *Ondernemend Waarden: Waarderend Ondernemen. De subjectiviteit van het begrip economische waarde*. Apeldoorn/Antwerpen: Maklu Uitgevers nv
- Vis, J. (2006). *Werken met waarde. Analyseren van economische waarde*. Alphen aan den Rijn: Kluwer

Wehner, P. (2015) Revising the formula. *Estates Gazette*. Geraadpleegd op 16 maart 2017 van <https://www.headspacegroup.co.uk/assets/pdf/press-logos/Estates%20Gazette%20-%20Revising%20the%20Formula.pdf>

Bijlagen

Bijlage 1 Spreiding serviced offices in Nederland

Figuur 2:



Bijlage 2 Reguliere waarderingsmethodieken behorende tot de inkomstenbenadering

Binnen de kapitalisatiemethode wordt voor vastgoed dat vrij van huur en gebruik is meestal de huurwaardekapitalisatiemethode gebruikt. De BAR- of NAR-methode wordt doorgaans gebruikt om de waarde van verhuurd vastgoed te berekenen. Bij de huurwaardekapitalisatiemethode wordt de marktwaarde berekend door de mogelijk te realiseren markthuur te delen door een rentevoet of yield en de uitkomst van deze berekening te verminderen met de wettelijke transactiekosten. De markthuur en yield worden bij deze methode op comparatieve wijze verkregen. Schematisch ziet deze methode er als volgt uit (Van Arnhem et al., 2013, p. 268):

$$W = H / y - kk$$

W= waarde

H=huurwaarde

Y= yield

Kk= wettelijke transactiekosten (% van de waarde VON)

Ter illustratie wordt tevens een rekenvoorbeeld gegeven van een kantoorruimte in eigen gebruik.

Huurwaarde= 1.000 m² VVO x € 125,- per m²= € 125.000,-

Yield= 7%

Waarde VON = € 125.000,- / 7% = € 1.785.714,-

Wettelijke transactiekosten (7% x waarde VON)= € 125.000,-

Waarde kosten koper= waarde von- wettelijke transactiekosten= € 1.660.714,-

Bij het vaststellen van de waarde middels de BAR/NAR-berekening is er sprake van een feitelijke huuropbrengst die zelfstandig gegenereerd wordt door het vastgoedobject. Deze huuropbrengst wordt gedeeld door het beleggingsresultaat dat in het eerste jaar van exploitatie van een investering in vastgoed is te behalen. De eventuele contante waarde van het verschil tussen de markthuur en de betaalde huur wordt tot het einde van de duur van de huurovereenkomst als kapitaalscorrectie betrokken in de waardering. Daarnaast worden er eventueel nog correcties gehanteerd voor zaken als achterstallig onderhoud, incentives, leegstand en upgrading van het gebouw. Tot slot worden ook hier de wettelijke transactiekosten in mindering gebracht. Het verschil tussen de BAR en de NAR-berekening is dat de BAR-berekening uitgaat van bruto huurinkomsten en de NAR-berekening van netto huurinkomsten, waarbij dus de periodiek te maken exploitatiekosten voor een vastgoedeigenaar in mindering zijn gebracht op de bruto huurinkomsten. Alhoewel er geen eenduidige definitie bestaat voor de BAR/NAR berekening, worden deze schematisch doorgaans als volgt weergegeven (Van Arnhem et al., 2013, p. 275-282):

BAR:

$$W = (HP/Y_{\text{bar}}) - kk$$

W= waarde

HP= huuropbrengst

Ybar= yield (bar)

Kk= wettelijke transactiekosten (% van de waarde VON)

NAR:

$$W = (HP - K_e) / Y_{\text{nar}} - kk$$

W= waarde

HP= huuropbrengst

K_e=exploitatiekosten

Y_{nar}= yield (nar)

Kk= wettelijke transactiekosten (% van de waarde VON)

Bij de discounted cashflow methode worden alle toekomstige netto geldstromen, inclusief de inkomsten van de veronderstelde verkoop aan het einde van de beschouwingsperiode, en uitgaven contant gemaakt en vervolgens bij elkaar opgeteld (Van Arnhem et al., 2013, p. 299). Aangezien er bij deze methodiek meer inputvariabelen worden gehanteerd dan bij de BAR/NAR methodiek, dient de taxateur zorgvuldig te werk te gaan wanneer deze methode wordt toegepast. Schematisch kan de DCF methodiek als volgt weergegeven worden (Van Arnhem et al., 2013, p. 301):

n

$$PV = \sum_{t=1}^n PMT / (1+r)^t$$

t=1

n= aantal termijnen

r= disconteringsvoet

t= 1...n

PMT= periodieke nettotermin in periode t

PV= present value (contante waarde)

De disconteringsvoet die gehanteerd wordt, is bij voorkeur gebaseerd op referentietransacties (Van Arnhem et al., 2015, p. 138). Wanneer de disconteringsvoet op deze wijze verkregen wordt, zou deze

marktconform moeten zijn en derhalve geschikt zijn voor het schatten van de marktwaarde. Wanneer men beoogt de beleggingswaarde te schatten dan moet de disconteringsvoet bestaan uit het geëiste rendement van het geïnvesteerde vermogen (Van Gool et al., 2013, p. 330). In de praktijk blijkt het lastig te zijn om een referentietransactie dusdanig te ontleden zodat een marktconforme disconteringsvoet wordt verkregen (Van Gool et al., 2013, p. 333). Wanneer er geen referenties beschikbaar zijn, wordt de disconteringsvoet geschat. Dit geschiedt doorgaans op basis van het effectieve rendement op 10-jaars staatsleningen en/of een swaprente met risico-opslagen voor de categorie onroerend goed waarin het te taxeren object zich bevindt en specifieke object risico's (Van Arnhem et al., 2015, p. 138). De disconteringsvoet wordt in dat geval dus opgebouwd. Het effectieve rendement op de eerder genoemde staatslening en/of de swaprente wordt gezien als het 'risicovrije rendement'. Hierbij is de kans klein dat een belegger het geïnvesteerde vermogen niet terugkrijgt (Vis, 2006, p. 29). Daarnaast is de koopkracht van het geld aan verandering onderhevig (Vis, 2010, p. 136). Hierdoor is er strikt genomen geen sprake van een echt risicovrij rendement. De bepaling van de overige risico opslagen die gehanteerd worden bij een disconteringsvoet voor een vastgoedtaxatie zijn niet goed te herleiden (Van Hulst, 2004, p.36).

Alhoewel de DCF methode niet onomstreden is, geeft de methode wel op een transparante wijze aan wat de uitgangspunten voor de waardering zijn geweest en is dit inmiddels een populaire taxatiemethode. Zo wordt volgens IPD Nederland bij institutionele beleggers tussen de 70 % en 80 % van de kantoorbeleggingen middels DCF methode gewaardeerd (Van Gool et al., 2012, p. 316). Alhoewel bij wisselende geldstromen de kapitalisatiemethoden ook gehanteerd kunnen worden, is de DCF methode volgens Rodermond en Lokerse bij uitstek geschikt wanneer er sprake is van wisselende geldstromen (Van Arnhem et al., 2015, p. 424). Bij exploitatiegebonden vastgoed fluctueren de geldstromen eveneens.

Bijlage 3 Voorbeeld berekening waardering serviced offices middels GOP methode

Berekening marktwaarde vastgoed

Markthuur = 3.000 m ² VVO x € 150,- per m ² =	€ 450.000,-
Af: Exploitatiekosten van het vastgoed	€ 45.000,-
Netto markthuur	€ 405.000,-
Marktwaarde vastgoed (@NAR 6,0 % VON)	€ 6.750.000,-
Kosten koper (7% x marktwaarde VON)	€ 441.589,-
Marktwaarde kosten koper	€ 6.308.411,-
Intrinsieke waarde inventaris	€ 1.000.000,-

Omzet	€ 1.200.000,-
Af: Lasten	€ 600.000,-
Beschikbaar voor kapitaalslasten (=GOP)	€ 600.000,-
Af: Afschrijving en financiering gebouw	€ 347.500,-
Af: Afschrijving en financiering inventaris	€ 167.500,-
Genormaliseerde bedrijfswinst	€ 85.000,-

Berekening multiplier

Kapitaalmarktrente	0,123%
Bedrijfsafhankelijke risicopremie	6,0%
Risicopremie vanwege financiering	6,0%
Afslag vanwege afnemende bedrijfswinst	3,0%
Liquiditeitsoplag	<u>4,877%</u>
	20%

Multiplier= 1/20%= 5

Waarde goodwill= € 85.000,- x 5=	€ 425.000,-
Waarde serviced office (vastgoed+inventaris+goodwill)	€ 7.733.411,-

Bijlage 4 Berekeningen waardering serviced offices case study

Figuur 6: Berekening middels APV methode (versie 1)

Samenvatting veronderstellingen							
reguliere servicekosten per m² medewerkers (FTE)	€ 30,00	Aflossing lening debiteuren	0,04	pand inventaris	0,000	afschr per jaar	
gem salaris per FTE per mnd	€ 2.500,00	credit	0,07	VPB	0,250	afschr per jaar	
sociale lasten	0,25	kostprijs lunch per dag	€ 5,00	Rente	0,040		
BVO totaal in m²	6000	kostprijs beverages per dag	€ 2,00	Risicovrije-rente	0,020		
VVO totaal in m²	5000	reservering FF&E	0,03	marktrisicopremie	0,030		
algemene ruimte	1000	algemene kosten	0,01	small firm premium	0,050		
VVO reg serviced offices	3000	overige kosten	0,01	KEU	0,100	Inflatie	0,02
VVO flexwerkplekken	800	instandhoudingsonderhoud	€ 41.025,51				
VVO vergaderruimten (5 st)	200	onroerende zaakbelasting	€ 21.024,00				
aantal flexwerkplekken	160	waterschapslasten	€ 1.512,00				
besch uren per vergaderruimte	2080	rioollasten	€ 207,80				
aantal personen serviced offices	429	opstalverzekering	€ 4.235,00				
aantal personen vergaderruimten	40	beheerkosten	€ 22.500,00				
herbouwwaarde	€ 7.000.000,00						
markthuur per m² VVO	€ 150,00						
grondwaarde	€ 1.950.000,00						
WOZ waarde	€ 6.000.000,00						
		Prognoseperiode					Restperiode
		2019	2020	2021	2022	2023	
bezetting reg serviced offices		0,68	0,75	0,81	0,87	0,87	0,87
bezetting flexwerkplekken		0,65	0,74	0,83	0,90	0,90	0,90
bezetting vergaderruimten		0,60	0,68	0,75	0,80	0,80	0,80
bezetting lunch		0,50	0,55	0,63	0,70	0,70	0,70
huurprijs SO per m² VVO pj	€	275,00	€ 280,50	€ 286,11	€ 291,83	€ 297,67	€ 303,62
huurprijs flexwerkplek per mnd	€	325,00	€ 331,50	€ 338,13	€ 344,89	€ 351,79	€ 358,83
huurprijs vergaderruimte per uur	€	50,00	€ 51,00	€ 52,02	€ 53,06	€ 54,12	€ 55,20
opbrengst lunch	€	5,00	€ 5,10	€ 5,20	€ 5,31	€ 5,41	€ 5,52
kostprijs lunch	€	5,00	€ 5,10	€ 5,20	€ 5,31	€ 5,41	€ 5,52
kostprijs beverages	€	2,00	€ 2,04	€ 2,08	€ 2,12	€ 2,16	€ 2,21
Prognose		Prognoseperiode					Restperiode
		2019	2020	2021	2022	2023	
winst & verliesrekening							
opbrengst reg serviced offices	€	561.000	€ 631.125	€ 695.247	€ 761.682	€ 776.916	€ 792.454
opbrengst flexwerkplekken	€	405.600	€ 470.995	€ 538.844	€ 595.974	€ 607.894	€ 620.052
opbrengst vergaderruimten	€	312.000	€ 360.672	€ 405.756	€ 441.463	€ 450.292	€ 459.298
opbrengst lunch	€	382.571	€ 429.245	€ 501.514	€ 568.383	€ 579.751	€ 591.346
opbrengst totaal	€	1.661.171	€ 1.892.037	€ 2.141.362	€ 2.367.502	€ 2.414.852	€ 2.463.149
kostprijs lunch	€	382.571	€ 429.245	€ 501.514	€ 568.383	€ 579.751	€ 591.346
kostprijs beverages	€	218.103	€ 247.712	€ 275.883	€ 302.875	€ 308.932	€ 315.111
bruto marge	€	1.060.497	€ 1.215.080	€ 1.363.964	€ 1.496.244	€ 1.526.169	€ 1.556.692
reguliere servicekosten	€	150.000	€ 153.000	€ 156.060	€ 159.181	€ 162.365	€ 165.612
salaris	€	97.200	€ 99.144	€ 101.127	€ 103.149	€ 105.212	€ 107.317
sociale lasten	€	24.300	€ 24.786	€ 25.282	€ 25.787	€ 26.303	€ 26.829
instandhoudingsonderhoud	€	41.026	€ 41.846	€ 42.683	€ 43.537	€ 44.407	€ 45.295
onroerende zaakbelasting	€	21.024	€ 21.444	€ 21.873	€ 22.311	€ 22.757	€ 23.212
waterschapslasten	€	1.512	€ 1.542	€ 1.573	€ 1.605	€ 1.637	€ 1.669
rioollasten	€	208	€ 212	€ 216	€ 221	€ 225	€ 229
opstalverzekering	€	4.235	€ 4.320	€ 4.406	€ 4.494	€ 4.584	€ 4.676
beheerkosten	€	22.500	€ 22.950	€ 23.409	€ 23.877	€ 24.355	€ 24.842
algemene kosten	€	16.612	€ 18.920	€ 21.414	€ 23.675	€ 24.149	€ 24.631
reservering FF&E	€	49.835	€ 56.761	€ 64.241	€ 71.025	€ 72.446	€ 73.894
overige kosten	€	16.612	€ 18.920	€ 21.414	€ 23.675	€ 24.149	€ 24.631
afschrijving pand	€	-	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -
afschrijving inventaris	€	285.714	€ 244.898	€ 217.055	€ 200.333	€ 200.286	€ 200.245
totaal kosten	€	730.777	€ 708.744	€ 700.753	€ 702.870	€ 712.873	€ 723.084
WVRB	€	329.720	€ 506.336	€ 663.211	€ 793.374	€ 813.296	€ 833.608
rente	€	160.000	€ 160.000	€ 153.600	€ 147.200	€ 140.800	€ 134.400
winst voor belastingen	€	169.720	€ 346.336	€ 509.611	€ 646.174	€ 672.496	€ 699.208
vpb (belastingen)	€	42.430	€ 86.584	€ 127.403	€ 161.543	€ 168.124	€ 174.802
netto winst	€	127.290	€ 259.752	€ 382.209	€ 484.630	€ 504.372	€ 524.406

		Prognoseperiode					Restperiode
balans	Beginbalans	2019	2020	2021	2022	2023	
pand	€ 6.000.000	€ 6.000.000	€ 6.000.000	€ 6.000.000	€ 6.000.000	€ 6.000.000	€ 6.000.000
inventaris	€ 2.000.000	€ 1.714.286	€ 1.519.388	€ 1.402.332	€ 1.401.999	€ 1.401.714	€ 1.401.469
debiteuren	€ -	€ 83.059	€ 94.602	€ 107.068	€ 118.375	€ 120.743	€ 123.157
liquide middelen	€ -	€ 443.530	€ 230.645	€ 510.574	€ 863.995	€ 1.265.521	€ 1.628.475
totaal activa	€ 8.000.000	€ 8.240.874	€ 7.844.635	€ 8.019.974	€ 8.384.369	€ 8.787.977	€ 9.153.101
eigen vermogen	€ 4.000.000	€ 4.127.290	€ 4.387.042	€ 4.769.251	€ 5.253.881	€ 5.758.253	€ 6.282.659
vreemd vermogen	€ 4.000.000	€ 4.000.000	€ 3.840.000	€ 3.680.000	€ 3.520.000	€ 3.360.000	€ 3.200.000
crediteuren	€ -	€ 31.154	€ 32.469	€ 33.859	€ 35.178	€ 35.881	€ 36.599
totaal passiva	€ 8.000.000	€ 8.158.444	€ 8.259.511	€ 8.483.109	€ 8.809.059	€ 9.154.134	€ 9.519.258
netto werkkapitaal (NWK)	€ -	€ 51.904	€ 62.133	€ 73.209	€ 83.198	€ 84.861	€ 86.559
cashflow statement							
cashflow statement							
		2019	2020	2021	2022	2023	restperiode
WVRB		€ 329.720	€ 506.336	€ 663.211	€ 793.374	€ 813.296	€ 833.608
VPB operationeel resultaat		€ -	€ 126.584	€ 165.803	€ 198.343	€ 203.324	€ 208.402
NOR		€ 329.720	€ 379.752	€ 497.409	€ 595.030	€ 609.972	€ 625.206
afschrijvingen		€ 285.714	€ 244.898	€ 217.055	€ 200.333	€ 200.286	€ 200.245
mutatie NWK		€ -51.904	€ -10.228	€ -11.077	€ -9.988	€ -1.664	€ -1.697
investeringen vaste activa		€ -	€ -50.000	€ -100.000	€ -200.000	€ -200.000	€ -200.000
FCF		€ 563.530	€ 564.422	€ 603.387	€ 585.375	€ 608.593	€ 623.754
tax shield							
		2019	2020	2021	2022	2023	restperiode
tax shield		€ 40.000	€ 40.000	€ 38.400	€ 36.800	€ 35.200	€ 33.600
waardering							
	t=0	2019	2020	2021	2022	2023	restperiode
FCF		€ 563.530	€ 564.422	€ 603.387	€ 585.375	€ 608.593	€ 623.754
disconteringsfactor	0,100	1,100	1,210	1,331	1,464	1,611	waarde restperiode
Waarde FCF		€ 512.300	€ 466.464	€ 453.334	€ 399.819	€ 377.889	€ 6.237.537
waarde Taxshield							
		2019	2020	2021	2022	2023	restperiode
taxshield		€ 40.000	€ 40.000	€ 38.400	€ 36.800	€ 35.200	€ 33.600
disconteringsfactor	0,100	1,100	1,210	1,331	1,464	1,611	
		€ 36.364	€ 33.058	€ 28.850	€ 25.135	€ 21.856	€ 336.000
economische waarde prognoseperiode	€ 2.209.806						
economische waarde restperiode	€ 3.873.020						
economische waarde taxshield	€ 353.893						
economische waarde incl taxshield	€ 6.440.000						

Figuur 7: Berekening middels APV methode (versie 2)

Samenvatting veronderstellingen							
reguliere servicekosten per m²	€ 30,00	Aflossing lening	0,04	pand	0,000	afschr per jaar	
medewerkers (FTE)	3	debiteuren	0,05	inventaris	0,143	afschr per jaar	
gem salaris per mnd	€ 2.500,00	credit	0,07	VPB	0,250		
sociale lasten	0,25	kostprijs lunch per dag	€ 5,00	Rente	0,040		
BVO totaal in m²	6000	kostprijs beverages per dag	€ 2,00	Risicovrije-rente	0,020		
VVO totaal in m²	5000	reservering FF&E	0,03	marktrisicopremie	0,030		
algemene ruimte	1000	algemene kosten	0,01	small firm premium	0,050		
VVO reg serviced offices	3000	overige kosten	0,01	KEU	0,100	Inflatie	0,02
VVO flexwerkplekken	800	instandhoudingsonderhoud	€ 41.025,51				
VVO vergaderruimten (5 st)	200	onroerende zaakbelasting	€ 21.024,00				
aantal flexwerkplekken	160	waterschapslasten	€ 1.512,00				
besch uren per vergaderruimte	2080	rioollasten	€ 207,80				
aantal personen serviced offices	429	opstalverzekering	€ 4.235,00				
aantal personen vergaderruimten	40	beheerkosten	€ 22.500,00				
herbouwwaarde	€ 7.000.000,00						
markthuur per m² VVO	€ 150,00						
grondwaarde	€ 1.950.000,00						
WOZ waarde	€ 6.000.000,00						
		Prognoseperiode					Restperiode
		2019	2020	2021	2022	2023	
bezetting reg serviced offices		0,68	0,75	0,81	0,87	0,87	0,87
bezetting flexwerkplekken		0,65	0,74	0,83	0,90	0,90	0,90
bezetting vergaderruimten		0,60	0,68	0,75	0,80	0,80	0,80
bezetting lunch		0,50	0,55	0,63	0,70	0,70	0,70
huurprijs SO per m² VVO pj	€	250,00	€ 255,00	€ 260,10	€ 265,30	€ 270,61	€ 276,02
huurprijs flexwerkplek per mnd	€	300,00	€ 306,00	€ 312,12	€ 318,36	€ 324,73	€ 331,22
huurprijs vergaderruimte per uur	€	50,00	€ 51,00	€ 52,02	€ 53,06	€ 54,12	€ 55,20
opbrengst lunch	€	5,00	€ 5,10	€ 5,20	€ 5,31	€ 5,41	€ 5,52
opbrengst beverages	€	4,00	€ 4,08	€ 4,16	€ 4,24	€ 4,33	€ 4,42
kostprijs lunch	€	5,00	€ 5,10	€ 5,20	€ 5,31	€ 5,41	€ 5,52
kostprijs beverages	€	2,00	€ 2,04	€ 2,08	€ 2,12	€ 2,16	€ 2,21
Prognose		Prognoseperiode					Restperiode
		2019	2020	2021	2022	2023	
winst & verliesrekening							
opbrengst reg serviced offices	€	510.000	€ 573.750	€ 632.043	€ 692.438	€ 706.287	€ 720.413
opbrengst flexwerkplekken	€	374.400	€ 434.765	€ 497.394	€ 550.130	€ 561.133	€ 572.355
opbrengst vergaderruimten	€	312.000	€ 360.672	€ 405.756	€ 441.463	€ 450.292	€ 459.298
opbrengst lunch	€	382.571	€ 429.245	€ 501.514	€ 568.383	€ 579.751	€ 591.346
opbrengst beverages	€	411.246	€ 466.570	€ 519.306	€ 570.433	€ 581.841	€ 593.478
opbrengst totaal	€	1.990.217	€ 2.265.002	€ 2.556.014	€ 2.822.847	€ 2.879.304	€ 2.936.890
kostprijs lunch	€	382.571	€ 429.245	€ 501.514	€ 568.383	€ 579.751	€ 591.346
kostprijs beverages	€	218.103	€ 247.712	€ 275.883	€ 302.875	€ 308.932	€ 315.111
bruto marge	€	1.389.543	€ 1.588.045	€ 1.778.616	€ 1.951.589	€ 1.990.621	€ 2.030.433
reguliere servicekosten	€	150.000	€ 153.000	€ 156.060	€ 159.181	€ 162.365	€ 165.612
salaris	€	97.200	€ 99.144	€ 101.127	€ 103.149	€ 105.212	€ 107.317
sociale lasten	€	24.300	€ 24.786	€ 25.282	€ 25.787	€ 26.303	€ 26.829
instandhoudingsonderhoud	€	41.026	€ 41.846	€ 42.683	€ 43.537	€ 44.407	€ 45.295
onroerende zaakbelasting	€	21.024	€ 21.444	€ 21.873	€ 22.311	€ 22.757	€ 23.212
waterschapslasten	€	1.512	€ 1.542	€ 1.573	€ 1.605	€ 1.637	€ 1.669
rioollasten	€	208	€ 212	€ 216	€ 221	€ 225	€ 229
opstalverzekering	€	4.235	€ 4.320	€ 4.406	€ 4.494	€ 4.584	€ 4.676
beheerkosten	€	22.500	€ 22.950	€ 23.409	€ 23.877	€ 24.355	€ 24.842
algemene kosten	€	19.902	€ 22.650	€ 25.560	€ 28.228	€ 28.793	€ 29.369
reservering FF&E	€	59.707	€ 67.950	€ 76.680	€ 84.685	€ 86.379	€ 88.107
overige kosten	€	19.902	€ 22.650	€ 25.560	€ 28.228	€ 28.793	€ 29.369
afschrijving pand	€	-	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -
afschrijving Inventaris	€	285.714	€ 244.898	€ 217.055	€ 200.333	€ 200.286	€ 200.245
totaal kosten	€	747.229	€ 727.392	€ 721.485	€ 725.637	€ 736.096	€ 746.771
WVRB	€	642.313	€ 860.653	€ 1.057.131	€ 1.225.951	€ 1.254.525	€ 1.283.662
rente	€	160.000	€ 160.000	€ 153.600	€ 147.200	€ 140.800	€ 134.400
winst voor belastingen	€	482.313	€ 700.653	€ 903.531	€ 1.078.751	€ 1.113.725	€ 1.149.262
vpb (belastingen)	€	120.578	€ 175.163	€ 225.883	€ 269.688	€ 278.431	€ 287.315
netto winst	€	361.735	€ 525.489	€ 677.648	€ 809.064	€ 835.294	€ 861.946

		Prognoseperiode					Restperiode
balans	Beginbalans	2019	2020	2021	2022	2023	
pand	€ 6.000.000	€ 6.000.000	€ 6.000.000	€ 6.000.000	€ 6.000.000	€ 6.000.000	€ 6.000.000
inventaris	€ 2.000.000	€ 1.714.286	€ 1.519.388	€ 1.402.332	€ 1.401.999	€ 1.401.714	€ 1.401.469
debiteuren	€ -	€ 99.511	€ 113.250	€ 127.801	€ 141.142	€ 143.965	€ 146.844
liquide middelen	€ -	€ 740.823	€ 230.645	€ 510.574	€ 863.995	€ 1.265.521	€ 1.965.583
totaal activa	€ 8.000.000	€ 8.554.619	€ 7.863.283	€ 8.040.707	€ 8.407.136	€ 8.811.200	€ 9.513.896
eigen vermogen	€ 4.000.000	€ 4.361.735	€ 4.887.224	€ 5.564.873	€ 6.373.936	€ 7.209.230	€ 8.071.176
vreemd vermogen	€ 4.000.000	€ 4.000.000	€ 3.840.000	€ 3.680.000	€ 3.520.000	€ 3.360.000	€ 3.200.000
crediteuren	€ -	€ 32.306	€ 33.775	€ 35.310	€ 36.771	€ 37.507	€ 38.257
totaal passiva	€ 8.000.000	€ 8.394.041	€ 8.760.999	€ 9.280.183	€ 9.930.707	€ 10.606.736	€ 11.309.433
netto werkkapitaal (NWK)	€ -	€ 67.205	€ 79.475	€ 92.491	€ 104.371	€ 106.458	€ 108.588
cashflow statement							
cashflow statement							
		2019	2020	2021	2022	2023	restperiode
WVRB		€ 642.313	€ 860.653	€ 1.057.131	€ 1.225.951	€ 1.254.525	€ 1.283.662
VPB operationeel resultaat		€ -	€ 215.163	€ 264.283	€ 306.488	€ 313.631	€ 320.915
NOR		€ 642.313	€ 645.489	€ 792.848	€ 919.464	€ 940.894	€ 962.746
afschrijvingen		€ 285.714	€ 244.898	€ 217.055	€ 200.333	€ 200.286	€ 200.245
mutatie NWK		€ -67.205	€ -12.271	€ -13.015	€ -11.880	€ -2.087	€ -2.129
investeringen vaste activa		€ -	€ -50.000	€ -100.000	€ -200.000	€ -200.000	€ -200.000
FCF		€ 860.823	€ 828.117	€ 896.888	€ 907.916	€ 939.092	€ 960.862
tax shield							
		2019	2020	2021	2022	2023	restperiode
tax shield		€ 40.000	€ 40.000	€ 38.400	€ 36.800	€ 35.200	€ 33.600
waardering							
	t=0	2019	2020	2021	2022	2023	restperiode
FCF		€ 860.823	€ 828.117	€ 896.888	€ 907.916	€ 939.092	€ 960.862
disconteringsfactor	0,100	1,100	1,210	1,331	1,464	1,611	waarde restperiode
Waarde FCF		€ 782.566	€ 684.394	€ 673.846	€ 620.119	€ 583.102	€ 9.608.619
waarde Taxshield							
		2019	2020	2021	2022	2023	restperiode
taxshield		€ 40.000	€ 40.000	€ 38.400	€ 36.800	€ 35.200	€ 33.600
disconteringsfactor	0,100	1,100	1,210	1,331	1,464	1,611	
		€ 36.364	€ 33.058	€ 28.850	€ 25.135	€ 21.856	€ 336.000
economische waarde prognoseperiode	€ 3.344.027						
economische waarde restperiode	€ 5.966.196						
economische waarde taxshield	€ 353.893						
economische waarde incl taxshield	€ 9.660.000						

Figuur 8: Berekening middels DCF methode

Samenvatting veronderstellingen												
reguliere servicekosten per m²	€	30,00										
BVO totaal in m²		6000										
VVO totaal in m²		5000										
herbouwwaarde	€	7.000.000,00										
markthuur per m² VVO	€	150,00										
grondwaarde	€	1.950.000,00										
WOZ waarde	€	6.000.000,00										
instandhoudingsonderhoud	€	41.025,51										
onroerende zaakbelasting	€	21.024,00										
waterschapslasten	€	1.512,00										
rioollasten	€	207,80										
opstalverzekering	€	4.235,00										
beheerkosten	€	22.500,00										
Inflatie		0,02										
disconteringsvoet		0,07										
exit yield (BAR VON)		0,09										
kosten koper		0,061										
jaar		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
jaar		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
huuropbrengsten												
theoretische huuropbrengst	€	750.000	€ 765.000	€ 780.300	€ 795.906	€ 811.824	€ 828.061	€ 844.622	€ 861.514	€ 878.745	€ 896.319	€ 914.246
exploitatiekosten												
onroerende zaakbelasting	€	21.024	€ 21.444	€ 21.873	€ 22.311	€ 22.757	€ 23.212	€ 23.676	€ 24.150	€ 24.633	€ 25.126	
instandhoudingsonderhoud	€	41.026	€ 41.846	€ 42.683	€ 43.537	€ 44.407	€ 45.295	€ 46.201	€ 47.125	€ 48.068	€ 49.029	
waterschapslasten	€	1.512	€ 1.542	€ 1.573	€ 1.605	€ 1.637	€ 1.669	€ 1.703	€ 1.737	€ 1.772	€ 1.807	
rioollasten	€	208	€ 212	€ 216	€ 221	€ 225	€ 229	€ 234	€ 239	€ 243	€ 248	
opstalverzekering	€	4.235	€ 4.320	€ 4.406	€ 4.494	€ 4.584	€ 4.676	€ 4.769	€ 4.865	€ 4.962	€ 5.061	
beheerkosten	€	22.500	€ 22.950	€ 23.409	€ 23.877	€ 24.355	€ 24.842	€ 25.339	€ 25.845	€ 26.362	€ 26.890	
servicekosten eigen rekening	€	22.500	€ 22.950	€ 23.409	€ 23.877	€ 24.355	€ 24.842	€ 25.339	€ 25.845	€ 26.362	€ 26.890	
totaal exploitatiekosten	€	113.004	€ 115.264	€ 117.570	€ 119.921	€ 122.319	€ 124.766	€ 127.261	€ 129.806	€ 132.403	€ 135.051	
leegstand												
aanvangsleegstand												
mutatieleegstand												
structurele leegstand	€	112.500	€ 153.000	€ 156.060	€ 159.181	€ 162.365	€ 165.612	€ 168.924	€ 172.303	€ 175.749	€ 179.264	
netto huuropbrengsten	€	524.496	€ 496.736	€ 506.670	€ 516.804	€ 527.140	€ 537.683	€ 548.436	€ 559.405	€ 570.593	€ 582.005	
contante waarde	€	490.183	€ 433.868	€ 413.594	€ 394.267	€ 375.843	€ 358.281	€ 341.539	€ 325.579	€ 310.365	€ 295.862	
exitwaarde												€ 10.158.287
NCW exitwaarde	€	5.163.958										
marktwaarde VON	€	8.903.338										
marktwaarde KK	€	8.390.000										
BAR VON op markthuur (output)		8,42%										
NAR VON op markthuur (output)		5,89%										

Figuur 9: Berekening middels NAR/GOP methode

Samenvatting veronderstellingen						
reguliere servicekosten per m²	€ 30,00	Aflossing lening	0,04	pand	0,000	afschr per jaar
medewerkers (FTE)	3	debiteuren	0,05	inventaris	0,143	afschr per jaar
gem salaris per FTE per mnd	€ 2.500,00	credit	0,07	VPB	0,250	
sociale lasten	0,25	kostprijs lunch per dag	€ 5,00	NAR VON	0,0600	
BVO totaal in m²	6000	kostprijs beverages per dag	€ 2,00	KK	0,0610	
VVO totaal in m²	5000	reservering FF&E	0,03			
algemene ruimte	1000	algemene kosten	0,02			
VVO reg serviced offices	3000	overige kosten	0,02			
VVO flexwerkplekken	800	instandhoudingsonderhoud	€ 41.025,51			
VVO vergaderruimten (5 st)	200	onroerende zaakbelasting	€ 21.024,00			
aantal flexwerkplekken	160	waterschapslasten	€ 1.512,00			
besch uren per vergaderruimte	2080	rioollasten	€ 207,80			
aantal personen serviced offices	429	opstalverzekering	€ 4.235,00			
aantal personen vergaderruimten	40	beheerkosten	€ 22.500,00			
herbouwwaarde	€ 7.000.000,00					
markthuur per m² VVO	€ 150,00					
grondwaarde	€ 1.950.000,00					
WOZ waarde	€ 6.000.000,00					
NAR berekening marktwaarde vastgoed						
Markthuur	€ 750.000,00					
exploitatiekosten						
onroerende zaakbelasting	€ 21.024					
instandhoudingsonderhoud	€ 41.026					
waterschapslasten	€ 1.512					
rioollasten	€ 208					
opstalverzekering	€ 4.235					
beheerkosten	€ 22.500					
servicekosten eigen rekening	€ 22.500					
totaal exploitatiekosten	€ 113.004					
leegstand						
aanvangsleegstand						
mutatieleegstand						
structurele leegstand	€ 112.500					
netto huuropbrengsten	€ 524.496					
marktwaarde vastgoed VON	€ 8.741.594,83					
marktwaarde vastgoed KK	€ 8.239.014,92					
intrinsieke waarde inventaris						
intrinsieke waarde inventaris	€ 1.401.468,78					
omzet	€ 2.936.889,64					
af: kosten	€ 1.353.059,07					
GOP	€ 1.583.830,57					
af: afschrijving en financiering gebouw	€ 231.320,40					
af: afschrijving inventaris	€ 200.000,00					
genormaliseerde bedrijfswinst	€ 1.152.510,17					
berekening multiplier						
kapitaalmarktrente	2%					
bedrijfsafhankelijke risicopremie	7%					
risicopremie vanwege financiering	6%					
afslag vanwege afnemende bedrijfswinst	0%					
liquiditeitsopslag	7%					
Multiplier	4,55					
waarde goodwill	€ 5.238.682,60					
waarde totaal	€ 14.880.000,00					

Figuur 10: Berekening middels DCF/GOP methode

Samenvatting veronderstellingen											
reguliere servicekosten per m²	€	30,00									
BVO totaal in m²		6000									
VVO totaal in m²		5000									
herbouwwaarde	€	7.000.000,00									
markthuur per m² VVO	€	150,00									
grondwaarde	€	1.950.000,00									
WOZ waarde	€	6.000.000,00									
instandhoudingsonderhoud	€	41.025,51									
onroerende zaakbelasting	€	21.024,00									
waterschapslasten	€	1.512,00									
rioollasten	€	207,80									
opstalverzekering	€	4.235,00									
beheerkosten	€	22.500,00									
Inflatie		0,02									
disconteringsvoet		0,07									
exit yield (BAR VON)		0,09									
kosten koper		0,061									
jaar		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
jaar		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
huuropbrengsten											
theoretische huuropbrengst	€	750.000	€ 765.000	€ 780.300	€ 795.906	€ 811.824	€ 828.061	€ 844.622	€ 861.514	€ 878.745	€ 896.319
exploitatiekosten											
onroerende zaakbelasting	€	21.024	€ 21.444	€ 21.873	€ 22.311	€ 22.757	€ 23.212	€ 23.676	€ 24.150	€ 24.633	€ 25.126
instandhoudingsonderhoud	€	41.026	€ 41.846	€ 42.683	€ 43.537	€ 44.407	€ 45.295	€ 46.201	€ 47.125	€ 48.068	€ 49.029
waterschapslasten	€	1.512	€ 1.542	€ 1.573	€ 1.605	€ 1.637	€ 1.669	€ 1.703	€ 1.737	€ 1.772	€ 1.807
rioollasten	€	208	€ 212	€ 216	€ 221	€ 225	€ 229	€ 234	€ 239	€ 243	€ 248
opstalverzekering	€	4.235	€ 4.320	€ 4.406	€ 4.494	€ 4.584	€ 4.676	€ 4.769	€ 4.865	€ 4.962	€ 5.061
beheerkosten	€	22.500	€ 22.950	€ 23.409	€ 23.877	€ 24.355	€ 24.842	€ 25.339	€ 25.845	€ 26.362	€ 26.890
servicekosten eigen rekening	€	22.500	€ 22.950	€ 23.409	€ 23.877	€ 24.355	€ 24.842	€ 25.339	€ 25.845	€ 26.362	€ 26.890
totaal exploitatiekosten	€	113.004	€ 115.264	€ 117.570	€ 119.921	€ 122.319	€ 124.766	€ 127.261	€ 129.806	€ 132.403	€ 135.051
leegstand											
aanvangsleegstand											
mutatieleegstand											
structurele leegstand	€	112.500	€ 153.000	€ 156.060	€ 159.181	€ 162.365	€ 165.612	€ 168.924	€ 172.303	€ 175.749	€ 179.264
netto huuropbrengsten	€	524.496	€ 496.736	€ 506.670	€ 516.804	€ 527.140	€ 537.683	€ 548.436	€ 559.405	€ 570.593	€ 582.005
contante waarde	€	490.183	€ 433.868	€ 413.594	€ 394.267	€ 375.843	€ 358.281	€ 341.539	€ 325.579	€ 310.365	€ 295.862
exitwaarde											€ 10.158.287
NCW exitwaarde	€	5.163.958									
marktwaarde VON	€	8.903.338									
marktwaarde KK	€	8.390.000									
BAR VON op markthuur (output)		8,42%									
NAR VON op markthuur (output)		5,89%									
GOP methodiek											
intrinsieke waarde inventaris	€	1.401.468,78									
omzet	€	2.936.889,64									
af: kosten	€	1.353.059,07									
GOP	€	1.583.830,57									
af: afschrijving en financiering gebouw	€	231.320,40									
af: afschrijving inventaris	€	200.000,00									
genormaliseerde bedrijfswinst	€	1.152.510,17									
berekening multiplier											
kapitaalmarktrente		2%									
bedrijfsafhankelijke risicopremie		7%									
risicopremie vanwege financiering		6%									
afslag vanwege afnemende bedrijfswinst		0%									
liquiditeitsopslag		7%									
Multiplier		4,55									
waarde goodwill	€	5.238.682,60									
waarde totaal	€	15.030.000,00									

Figuur 11: Berekening middels draagkrachthuurmethode

Samenvatting veronderstellingen							
reguliere servicekosten per m²	€ 30,00						
medewerkers (FTE)	3	debiteuren	0,05				
gem salaris per FTE per mnd	€ 2.500,00	credit	0,07				
sociale lasten	0,25	kostprijs lunch per dag	€ 5,00				
BVO totaal in m²	6000	kostprijs beverages per dag	€ 2,00				
VVO totaal in m²	5000	reservering FF&E	0,03				
algemene ruimte	1000	algemene kosten	0,01				
VVO reg serviced offices	3000	overige kosten	0,01				
VVO flexwerkplekken	800	opbrengst lunch pp per dag	€ 7,00				
VVO vergaderruimten (5 st)	200	opbrengst beverages pp per dag	€ 4,00				
aantal flexwerkplekken	160	pand	0,033	afschr per jaar			
besch uren per vergaderruimte	2080	inventaris	0,143	afschr per jaar			
aantal personen serviced offices	429	VPB	0,250				
aantal personen vergaderruimten	40	Rente	0,040				
markthuur per m² VVO	€ 150,00	Inflatie	0,020				
		Prognoseperiode					Restperiode
		2019	2020	2021	2022	2023	
bezetting reg serviced offices		0,68	0,75	0,81	0,87	0,87	0,87
bezetting flexwerkplekken		0,65	0,74	0,83	0,90	0,90	0,90
bezetting vergaderruimten		0,60	0,68	0,75	0,80	0,80	0,80
bezetting lunch		0,50	0,55	0,63	0,70	0,70	0,70
huurprijs SO per m² VVO pj	€	275,00	€ 280,50	€ 286,11	€ 291,83	€ 297,67	€ 303,62
huurprijs flexwerkplek per mnd	€	325,00	€ 331,50	€ 338,13	€ 344,89	€ 351,79	€ 358,83
huurprijs vergaderruimte per uur	€	50,00	€ 51,00	€ 52,02	€ 53,06	€ 54,12	€ 55,20
opbrengst lunch	€	7,00	€ 7,14	€ 7,28	€ 7,43	€ 7,58	€ 7,73
opbrengst beverages	€	4,00	€ 4,08	€ 4,16	€ 4,24	€ 4,33	€ 4,42
kostprijs lunch	€	5,00	€ 5,10	€ 5,20	€ 5,31	€ 5,41	€ 5,52
kostprijs beverages	€	2,00	€ 2,04	€ 2,08	€ 2,12	€ 2,16	€ 2,21
Prognose		Prognoseperiode					Restperiode
		2019	2020	2021	2022	2023	
winst & verliesrekening							
opbrengst reg serviced offices	€	561.000	€ 631.125	€ 695.247	€ 761.682	€ 776.916	€ 792.454
opbrengst flexwerkplekken	€	405.600	€ 470.995	€ 538.844	€ 595.974	€ 607.894	€ 620.052
opbrengst vergaderruimten	€	312.000	€ 360.672	€ 405.756	€ 441.463	€ 450.292	€ 459.298
opbrengst lunch	€	535.600	€ 600.943	€ 702.120	€ 795.736	€ 811.651	€ 827.884
opbrengst beverages	€	411.246	€ 466.570	€ 519.306	€ 570.433	€ 581.841	€ 593.478
opbrengst totaal	€	2.225.446	€ 2.530.306	€ 2.861.273	€ 3.165.288	€ 3.228.594	€ 3.293.165
kostprijs lunch	€	382.571	€ 600.943	€ 702.120	€ 795.736	€ 811.651	€ 827.884
kostprijs beverages	€	218.103	€ 247.712	€ 275.883	€ 302.875	€ 308.932	€ 315.111
bruto marge	€	1.624.771	€ 1.681.650	€ 1.883.270	€ 2.066.677	€ 2.108.010	€ 2.150.171
reguliere servicekosten	€	150.000	€ 153.000	€ 156.060	€ 159.181	€ 162.365	€ 165.612
salaris	€	97.200	€ 99.144	€ 101.127	€ 103.149	€ 105.212	€ 107.317
sociale lasten	€	24.300	€ 24.786	€ 25.282	€ 25.787	€ 26.303	€ 26.829
algemene kosten	€	22.254	€ 25.303	€ 28.613	€ 31.653	€ 32.286	€ 32.932
reservering FF&E	€	66.763	€ 75.909	€ 85.838	€ 94.959	€ 96.858	€ 98.795
overige kosten	€	22.254	€ 25.303	€ 28.613	€ 31.653	€ 32.286	€ 32.932
huur	€	750.000	€ 765.000	€ 780.300	€ 795.906	€ 811.824	€ 828.061
afschrijving inventaris	€	285.714	€ 244.898	€ 217.055	€ 200.333	€ 200.286	€ 200.245
totaal kosten	€	1.418.487	€ 1.413.343	€ 1.422.888	€ 1.442.622	€ 1.467.420	€ 1.492.722
WVRB	€	206.285	€ 268.307	€ 460.382	€ 624.055	€ 640.591	€ 657.449
rente	€	-	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -
winst voor belastingen	€	206.285	€ 268.307	€ 460.382	€ 624.055	€ 640.591	€ 657.449
vpb (belastingen)	€	51.571	€ 67.077	€ 115.096	€ 156.014	€ 160.148	€ 164.362
netto winst	€	154.714	€ 201.230	€ 345.287	€ 468.041	€ 480.443	€ 493.087

balans	Beginbalans	2019	2020	2021	2022	2023	Restperiode
pand	€ 0						
inventaris	€ 2.000.000	€ 1.714.286	€ 1.519.388	€ 1.402.332	€ 1.401.999	€ 1.401.714	€ 1.401.469
debiteuren	€ 0	€ 111.272	€ 126.515	€ 143.064	€ 158.264	€ 161.430	€ 164.658
liquide middelen	€ 0	€ 65.042	€ 230.645	€ 510.574	€ 863.995	€ 1.265.521	€ 1.418.941
totaal activa	€ 2.000.000	€ 1.890.600	€ 1.876.548	€ 2.055.970	€ 2.424.259	€ 2.828.664	€ 2.985.068
eigen vermogen	€ 2.000.000	€ 2.154.714	€ 2.355.944	€ 2.701.231	€ 3.169.272	€ 3.649.715	€ 4.142.802
vreemd vermogen	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0
crediteuren	€ 0	€ 26.794	€ 28.241	€ 29.787	€ 31.247	€ 31.872	€ 32.509
totaal passiva	€ 2.000.000	€ 2.181.508	€ 2.384.185	€ 2.731.018	€ 3.200.519	€ 3.681.587	€ 4.175.311
netto werkkapitaal (NWK)	€ 0	€ 84.478	€ 98.274	€ 113.276	€ 127.018	€ 129.558	€ 132.149
cashflow statement							
cashflow statement		2019	2020	2021	2022	2023	restperiode
WVRB		€ 206.285	€ 268.307	€ 460.382	€ 624.055	€ 640.591	€ 657.449
VPB operationeel resultaat		€ 0	€ 67.077	€ 115.096	€ 156.014	€ 160.148	€ 164.362
NOR		€ 206.285	€ 201.230	€ 345.287	€ 468.041	€ 480.443	€ 493.087
afschrijvingen		€ 285.714	€ 244.898	€ 217.055	€ 200.333	€ 200.286	€ 200.245
mutatie NWK		-€ 84.478	-€ 13.796	-€ 15.002	-€ 13.741	-€ 2.540	-€ 2.591
investerings vaste activa		€ 0	-€ 50.000	-€ 100.000	-€ 200.000	-€ 200.000	-€ 200.000
FCF		€ 407.521	€ 382.332	€ 447.340	€ 454.633	€ 478.188	€ 490.740
jaar		2019	2020	2021	2022	2023	restperiode
huur	€	750.000	€ 765.000	€ 780.300	€ 795.906	€ 811.824	€ 828.061
draagkracht tov omzet FCF berekening		34%	30%	27%	25%	25%	25%
tekort obv FCF		-€ 342.479	-€ 382.668	-€ 332.960	-€ 341.273	-€ 333.636	-€ 337.320