

פורום IVS בישראל נפרד מ IVSC ופועל לקדם את ה IVS בישראל.
מאמר זה אינו מהווה פרסום רשמי של IVSC.

גישות והשקפות בינלאומיות הערכת שווי בתי מלון אפריל 2021

רוברט צ'ס

בתי מלון הם מבין הנכסים שנפגעו בצורה הקשה ביותר בתקופת הקורונה. נכסים כמו בתי מלון וקניונים, שחוו ירידה גדולה בהכנסות, המחישו את הצורך במעבר להערכות שווי מבוססות היוון תזרים מזומנים (DCF), שרק להן הגימישויות הנדרשות כדי להתחשב בשינויים חדים, בין אם זמניים או קבועים, בהכנסות. כמו בהרבה תחומים נוספים הקורונה לא חידשה דבר אלא רק העצימה מגמות. מבחינת השמאים הקורונה חיזקה את הביקורת על שמאיות היוון ישיר רגילות והגבירה את הקולות הקוראים למעבר לשמאיות DCF. למי שהמעבר הזה נראה לו חידוש לא קל ליישום, ראוי שיזכור שכל שמאות בגישת ההיוון היא למעשה DCF, גם היוון ישיר. שכן האחרונה היא מקרה פרטי של DCF שבו מניחים שאין שינויים בהכנסות בשנים הראשונות ועל כן ניגשים ישירות לחישוב ערך היציאה בסוף תקופת התזרים.

בענף המלונאות מקובל מזה עשורים להעריך לפי DCF, ולכן מעבר לעניין הישיר בשמאיות לבתי מלון, שנדרשות בהן מומחיות מיוחדת, ניתן להתרשם משמאיות כאלה לגבי אופן יישום שיטת ה- DCF באופן כללי. ולכן אנחנו שמחים שרוברט צ'יס, מומחה להערכת שווי בתי מלון וכותב מוכשר, הסכים וטרח לכתוב עבורנו מאמר מבוא בנושא.



רוברט צ'יס

לרוברט צ'יס ניסיון רב בשמאיות ובנושאי יחסי שוכר/משכיר בענף המלונאות. זה למעלה מ-30 שנה שהוא עוסק באופן פעיל בנושאי נדל"ן תאגידי בענף המלונאות. לאחר שעבד בקבוצת אימפריאל ובגרנד מטרופוליטן, עבר לתחום הפרקטיקה הפרטית ומילא תפקידים בכירים במספר פירמות.

כיום הוא שותף בג'רלד איב עם אחריות להערכות שווי בתי מלון. בנוסף, בבעלותו משרד ייעוץ פרטי דרכו הוא מייעץ ישירות ללקוחות - משרד רוברט צ'יס ושות'. נסיונו בענף כולל מעורבות בענייני נדל"ן למלונאות ברחבי בריטניה, מדינות אירופיות רבות והונג קונג. הוא גם חבר במאגר הבוררים של RICS ומתמחה ביישוב סכסוכים מורכבים בענייני שכירות. רוברט משמש בתור עד מומחה ומוזמן לעתים קרובות להרצות בכנסים בנושאי התמחותו. קיבל תואר ראשון בהצטיינות בשמאות והוא שמאי רשום ועמית המכון המלכותי למודדים מוסמכים (FRICS).

באופן כללי בתי מלון שייכים לאותה קטגוריה שמכונה 'נכסים הקשורים לעסק'. אלה הם נכסים בהם השווי נובע מיכולת קיימת ועתידית לייצר מכירות ועל כן רווחים. סוג זה של נכסים יירכש ויימכר מתוך מטרה לייצר רווחים ולא על מנת ליהנות מדמי שכירות.

ההנחיות של RICS ביחס להערכות שווי לנכסים מסוג זה נכללות בתקני השמאות של RICS (הספר האדום).

מסמך זה מסכם בקצרה את השיטות המשמשות שמאים מוסמכים העוסקים באופן יומי בהערכות שווי בתי מלון למטרות שונות. בבואו לבצע שמאות מעין זו, השמאי מנסה להתחקות אחר פעילות טיפוסית של רוכש או שוכר היפוטתי. אותו שוכר מעריך מה כדאי לו לשלם במונחי מחיר או בדמי שכירות עבור היתרון שינבע לו מבעלות על הנכס או משכירתו. כתוצאה מכך השמאות כוללת את הנכס, את הציוד העסקי (או את העלות להתקין ציוד כזה) ואת הפוטנציאל העסקי.

מאמר זה אינו מדריך פרקטי שלם להערכת שווי בתי מלון, מדריך כזה צריך שיסביר נושאים רבים נוספים וצריך שיהיה ארוך יותר באופן משמעותי. אלא זהו מתאר של הטכניקה השמאית עם ציון הנקודות החשובות. שוויו של בית מלון יביא בחשבון נושאים נדל"ניים סטנדרטים כגון מיקום, חלוקה פנימית, גודל וכדומה. אך כפי שנראה בהמשך, שיקול הדעת בנושאים אלה מגולם בתוך הערכת הרווחיות, שהיא פונקציה של כל הגורמים הפיזיים הרלוונטיים והאחרים. את הערכת הרווחיות משלבים עם בחירת תשואה מתאימה על מנת לייצר את הערכת השווי.

הערכת שווי השוק

מההערות שבהקדמה ברור שהשיטה המרכזית להערכת שווי בית מלון היא זו המכונה "שיטת היוון הרווחים". גישה כזו דורשת להעריך מהי הציפייה הסבירה עבור פוטנציאל הרווחיות של בית המלון (פעמים רבות מכונה הערכת 'המפעיל היעיל הסביר') ולאחר מכן להתייחס למחיר שסביר שישולם עבור ההנאה מרווח זה.

הערכות שווי בהיוון רווחים אינן חלופה להערכות שווי בגישת ההשוואה. ניתוח נתוני ההשוואה והפעילות בשוק הוא המקור למשתנים שבסופו של דבר ימלאו את גיליון העבודה של שמאות היוון רווחים. בין שניתוח נתוני ההשוואה משמש על מנת לבסס החלטות לגבי פוטנציאל המחזור, הרווחים או שיעורי ההיוון, ניתוח נתוני ההשוואה הוא קריטי לצורך גיבוש דעה לגבי השווי.

מאחר ופוטנציאל הרווח העתידי אינו סכום קבוע, כפי שלעתים הינם דמי שכירות קבועים, ועלול להשתנות משנה לשנה, הגישה המועדפת להערכת השווי היא על ידי היוון תזרים מזומנים (DCF). היוון תזרים מזומנים מומלץ להערכת הכנסות משתנות וכתוצאה מכך מותאם באופן מושלם להערכות שווי בתי מלון.

על מנת לגבש דעה באשר לפוטנציאל הרווחיות של בית מלון על השמאי לבחון מספר נושאים בנוסף לנושאים הפיזיים הרגילים. אלה כוללים:

- מידע עסקי היסטורי
- הערכת איכות המותג והניהול הקיימים
- גורמים משפיעים - קיימים ומוצעים
- תחרות קיימת ומוצעת
- ביצועי מתחרים
- מצב הנכס

על מנת להעריך את שווי הנכס על השמאי לבצע הערכה מושכלת באשר לפוטנציאל שהמלון מסוגל להשיג. ה RICS ממליצים שהשמאי צריך להיות בעל ניסיון מתאים למשימה, כך שלמעריך בתי מלון יהיה ידע לגבי נתוני ביצועים מתוך מספר רב של נכסים שהעריך בעבר. מידע כזה ייתכן ויהיה חסוי אך הוא ידריך את שיקול הדעת של השמאי. ישנם מספר סוכנויות איסוף נתונים אשר מהם ניתן להזמין נתונים על ביצועי בתי מלון. בדרך כלל מדגמים אלה יאחדו נתונים מחמישה או שישה נכסים, כך שניתן יהיה לראות מה הם הביצועים הממוצעים. צריך שהנתונים הנבחרים יהיו דומים לנכס המוערך מבחינת מיקום, גודל ומאפיינים עסקיים.

יהיה צורך בביצוע ביקור בנכס וריאיון עם ההנהלה ואלה חשובים על מנת לעזור בהערכת מידת הקיימות לאורך זמן של מידע חשבונאי היסטורי.

מתוך כל המקורות האלה השמאי יגיע למסקנות לגבי הציפייה הסבירה עבור ביצועי העסק בעתיד הקרוב, יחד עם השינויים שרלוונטיים על מנת להשיג ביצועים אלה. שינויים אלה יכולים לכלול השקעות לשדרוג או מיתוג מחדש, או הנהלה חדשה. ייתכן והשמאי יגיע למסקנה שהביצועים ההיסטוריים גבוהים (או נמוכים) באופן שלא ניתן לקיים בעתיד, ושתזרים המזומנים צריך לשקף זאת באיזושהי דרך.

לרוב השמאי יבנה תחזיות מפורטות לביצועי העסק עד הנקודה שבה הוא משיג את מה שנחשב לביצועים "מיוצבים". בדרך כלל מדובר בתקופה של שנתיים או שלוש וכל תקופה לאחר מכן בתזרים המזומנים תתואם לשינויים באינפלציה בלבד.

לניתוח והצגה של דוחות כספיים של בתי מלון מסייעים האימוץ הכמעט אוניברסלי בתעשיית המלונאות של השיטה האחידה לחשבונאות בתעשיית האחסנה (USALI). עקביות זו מאפשרת השוואה בין נכסים לא רק באינדקציות מפתח לביצועי ההכנסות, אלא גם עלויות התפעול.

חלוקה טיפוסית של חשבונות בית מלון תהיה על פי הכותרות הבאות:

| |
|---------------------------------|
| מספר חדרים |
| מספר חדרים תפוסים |
| שיעור תפוסה |
| שיעור יומי ממוצע (ADR) |
| הכנסה לחדר פנוי (RevPAR) |
| הכנסות |
| חדרים |
| מזון ומשקאות |
| אחרים |
| מחלקות משנה |
| סך הכנסות |
| עלויות מחלקתיות |
| חדרים |
| מזון ומשקאות |

| |
|--|
| אחרים |
| מחלקות משנה |
| סך עלויות מחלקתיות |
| |
| רווחים מחלקתיים |
| חדרים |
| מזון ומשקאות |
| אחרים |
| מחלקות משניות |
| סך רווחים מחלקתיים |
| |
| הוצאות שלא חולקו |
| ניהול וכלליות |
| שיווק |
| אחזקה ותיקונים |
| חשבונות חשמל, מים וגז |
| דמי ניהול בסיסיים |
| דמי זיכיון |
| סך הוצאות של חולקו |
| |
| רווח תפעולי גולמי |
| |
| עלויות קבועות |
| דמי תמרוץ להנהלה |
| מסי נדל"ן |
| ביטוח נדל"ן |
| רזרווה למתקנים, ריהוט וציוד |
| סך עלויות קבועות |
| |
| רווח תפעולי נקי תזרימי (EBITDA) |

השמאי יערוך תחזיות מדוייקות שכוללות את כל המשתנים הנ"ל. רוב הכותרות הנ"ל מובנות מאליהן, אולם כדאי שנסביר חלק מהן לשם הבהירות.

מספר חדרים: אלה מספר החדרים בבית המלון.

שיעור יומי ממוצע (ADR): מחירי הלינה משתנים באופן יומי ותלויים בקשת של גורמים הכוללים את היום בשבוע, עונתיות, אירועים מקומיים וכו'. ה-ADR הוא מחיר הלינה הממוצע המושג (או חזוי) לאורך כל השנה. מחיר זה הוא ללא מע"מ ומיסים מקומיים אחרים.

הכנסה לחדר פנוי (RevPAR): זהו שילוב של התפוסה ושל ה-ADR והוא נתון מאוד חשוב עבור מלון. תפוסה יכולה להיות "מוקרבת" עבור מחירי לינה גבוהים יותר או לחלופין אפשר להעלות את התפוסה על ידי הורדת מחירים. מפעיל מקצועי יידע לספק את השילוב הרווחי ביותר של מחיר ותפוסה והשמאי צריך להעריך מהו השילוב הזה.

רזרווה למתקנים, ציוד וריהוט: זוהי הפרשה "רעיונית" (קרן פחת) שנועדה לבנות רזרווה לאורך זמן לצורך תיקון וחיידוש של המתקנים, הציוד והריהוט. רזרוות מזומנים כזו, ככל שהיא קיימת, ניתנת להעברה לרוכש והשמאי צריך להיות ער לקיומה.

רווח תפעולי תזרימי נקי (EBITDA): ראשי תיבות באנגלית של רווח לפני ריבית, מיסים, פחת והפחתות. זהו נתון הרווח אותו מעריכים והוא לא כולל מיסים וסעיפים אחרים שמיוחסים לבעלים, שכן הכללת פריטים כגון אלה לא תאפשר השוואה אחד לאחד בין נכסים שונים. לעתים מכונה רווח תפעולי נקי מתואם.

השמאי צריך גם להביא בחשבון את צורת הניהול של בית המלון. כפי שניתן לראות מהפורמט הטיפוסי הנ"ל, יש בו התייחסות לעלות של כל זרם הכנסה. הרכב ההכנסות יכול להשפיע מהותית על הרווחיות הכוללת של בית המלון. למשל, מלון שמשיג את רוב רווחיו מהשכרת חדרים סביר שיהיה רווחי יותר ממלון שיש בו משקל גבוה למכירות מזון ומשקאות, מאחר ועלויות התפעול של מסעדה נוטות להיות גבוהות יותר באופן מהותי.

מרגע שהוכנו תחזיות לביצועים העסקיים הם מוזנים לתוכנת DCF. להלן דוגמא מופשטת לתחשיב DCF:

| שנה | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | יציאה |
|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| הכנסות | 6,083 | 6,205 | 6,329 | 6,455 | 6,584 | |
| EBITDA | 1,786 | 1,822 | 1,858 | 1,895 | 1,933 | |
| התאמות | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| EBITDA מתואם | 1,786 | 1,822 | 1,858 | 1,895 | 1,933 | |
| השקעות | 100 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| תזרים מזומנים נטו | 1,686 | 1,822 | 1,858 | 1,895 | 1,933 | |
| שיעור היוון 9% | | | | | | |
| ערך נוכחי של תזרים מזומנים (A) | 1,547 | 1,534 | 1,435 | 1,342 | 1,256 | 7,114 |
| | | | | | | |
| | | | | | | |

| שנה | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | יציאה |
|-------------|-------------------|-------|---|---|--------------------|-------|
| שמאות | תזרים שנה 5 | 1,933 | | | ניתוח | |
| תשואת יציאה | תשואה 7% | 7% | | | שווי | |
| שיעור היוון | שיעור היוון 9% | 9% | | | שווי לחדר | |
| | | B | | | תשואת רכישה נטו | |
| שמאות | A + B | | | | IRR | |

הדוגמא לעיל היא DCF לחמש שנים עם הנחת "יציאה" בסוף השנה החמישית. מקובל בענף להשתמש ב DCF לעשר שנים, אך הדוגמא לעיל מדגימה את הטכניקה. ראוי גם לציין שאם הגידול בהכנסות בין השנים 5 עד 10 הוא אינפלציוני בלבד, אז תוצאת השמאות בהיוון ישיר תהיה זהה, מאחר ושיעור ההיוון ינכה את הגידול האינפלציוני בחישוב.

מה שניתן לראות הוא שהשמאות כוללת את הערך הנוכחי של תקופת התזרים (A) בתוספת הערך הנוכחי של הרווח בשנת היציאה המשוערת, מהוון בתשואת היציאה (B). ניתן לבחון את התוצאה המתקבלת לפי תשואת הרכישה נטו, תשואת הרוויזיה נטו, ה-IRR (שיעור התשואה הפנימי) והשווי לחדר. כל אלה הן השוואות מועילות כאשר בוחנים את נתוני השוק.

תשואת היציאה נגזרת מניתוח השוק, ושיעור ההיוון מוערך על ידי הוספת שיעור האינפלציה לתשואת היציאה. שמאים רבים גם ישקלו תוספת "פרמיית סיכון" לשיעור ההיוון כדי לשקף את אי הוודאות לגבי התחזיות. ניתן גם להתייחס לעלות ההון המשוקללת בבניית שיעור ההיוון, אך לא משנה באיזו שיטה משתמשים, תמיד חשוב שהגישה בהערכת השווי תהיה עקבית עם זו בניתוח עסקות השוואה.

ראינו ששיטת ה-DCF מאפשרת גמישות בשיקול הדעת לגבי תזרימי מזומנים עתידיים, ופרופיל הסיכון המשויך לכל תזרים, אשר יכולים לכלול לא רק רווחים משתנים מהשקעות אלא גם עניינים חיצוניים כגון אירועים משמעותיים שבכוחם לייצר פעילות עסקית.

גורמים אחרים שהשמאי צריך להביא בחשבון בהערכת שווי מלון יכלול, למשל, הימצאות הסכם ניהול הסכמים כאלה יכולים להיות לתקופות ארוכות וייתכן שלא ניתן לבטלם בעת מכירה או לחלופין ניתן לבטלם תמורת דמי ביטול גבוהים. אם זה המצב אז השמאות צריכה להביא בחשבון את השווי "המשועבד" לתנאי ההסכם.

הסכמי זיכיון גם הם מקובלים בענף. הסכמים כאלה, הגם שהם מתייחסים לנכס, הם בבחינת הסכם בין בעל הזיכיון לנותן הזיכיון והשמאות בדרך כלל תתייחס לשווי הנכס הלא משועבד, גם אם סיום ההסכם בעת המכירה מפחית מהתמורה נטו שמקבל המוכר. ייתכן ולא תהיה השפעה על השווי בין אם הרוכש ההיפוטי יכול ורוצה להמשיך עם ההסכם או עם הסכם זיכיון אחר.

פעמים רבות בענף המלונאות הזמנת העבודה כוללת דרישה ל"הנחות מיוחדות" בשמאות. הנחה מיוחדת נפוצה בפרוייקט חדש לבית מלון, היא להניח שהמלון הגיע לפעילות עסקית מיוצבת ושמאות כזו יכולה להינתן בערכים נוכחיים או עתידיים. צריך שיהיה לשמאי ניסיון מספיק כדי לבחון דרישות להנחות מיוחדות, על מנת שידע איך לטפל בדרישה להנחה מיוחדת שמניחה שרמה מסויימת של פעילות עסקית כבר הושגה.

בעבודות שמאות למטרות בטוחה להלוואה ייתכן ותתבקש הערכה לפי "ברירות מחדל" מסויימות של הנחות מיוחדות, כגון הנחה של תקופת שיווק מוגבלת או הנחה שהמלון נסגר ושחשבונית העסק אינם זמינים. במצבים כאלה ניתן לתקן את ה- DCF על מנת שיתייחס לתקופת הקמה מחדש של העסק או להנחה שהוא נסגר, או שינוי בתשואה, על מנת להביא בחשבון תקופת שיווק מוגבלת.

ניתן לראות שתחשיבי DCF הם מאוד מועילים כאשר עוסקים בהנחות מיוחדות, בשל הגמישות המובנית שהם מספקים.

הערכת שווי דמי השכירות

הגישה הטכנית להערכת שווי דמי השכירות דומה מאוד להערכת שווי השוק. השמאי יעריך את הפעילות העסקית המיוצבת במועד הקובע. כדי למצוא מהם דמי השכירות הראויים יש לבצע מספר הפחתות מה- EBITDA ואלו הם:

- הפרשה למלאי. ברוב המקרים הבעלים של המלון הוא גם הבעלים של המלאי, ולכן כדי שדמי השכירות לא יכללו סעיפים אלה יש להעריך את שווי המלאי, ושיעור פשוט באחוזים משווי המלאי ינוכה מהרווח.
- הון חוזר. בדרך כלל הכנסות של שני שבועות למעט הכנסות מחדרים מנוכות בתור הפרשת שוכרים. סכום זה יכול להשתנות מהותית בהתאם לסגנון התפעול של המלון.
- השקעות שבוצעו על ידי השוכרים. אם יש השקעות שבוצעו על ידי השוכרים שמהם יש להתעלם, דרך אחת להעריך את שווי השכירות היא על ידי אמורטיזציה (הפחתה לאורך זמן) של עלות ההשקעות מתוך הרווח שחושב. דרך אחרת להתעלם מהשקעות השוכרים היא לבנות פרופיל עסקי של הנכס ללא ההשקעות.

הרווח הנגזר לאחר הפחתות השוכרים מכונה "המאזן הניתן לחלוקה", במלים אחרות המאזן שמתוכו השוק ההיפוטטי של שוכרים פוטנציאליים יגיש הצעות לשכירת הנכס. גובה ההצעות יהיה תלוי בתנאי חוזה השכירות, בנוסף לגורמי ביקוש והיצע נוספים והוא בדרך כלל מבוסס כהצעה באחוזים. טווח ההצעות ישתנה בין שווקים, סוג בתי המלון ותנאי השכירות, אך בדרך כלל ייפול בין טווח של 50% עד 75% מהמאזן הניתן לחלוקה. בדרך כלל 75% הוא הטווח העליון עבור המלונות המבוקשים ביותר במיקומים טובים.

ניתוח השוק מספק נתוני השוואה לדמי השכירות, אשר בדרך כלל מושווים על בסיס דמי שכירות לחדר לשנה.

בבתי מלון מאוד הומוגניים, כפי שקיימים בענף המלונות הזולים הממותגים, חלק מהשמאים יסמכו באופן ניכר על השוואה למחיר שכירות לחדר לשנה, מאחר והרכב ההכנסות בין ובתוך נתוני השוואה דומה מאוד, דבר המפחית את השונות בניתוח. למרות זאת, שיטה זו נחשבת למשנית.

כאשר מעריכים נכס שכפוף לשכירות אשר השימוש שלו הוא בית מלון, ניתן להעריך את דמי השכירות על ידי שימוש בגישת היוון ההכנסות "הרגילה". השמאי צריך להיות מודע לשווי האפשרי בעת חידוש החוזה, שכן שווי זה יכול להיות גבוה מזה שיתקבל על ידי הנחה פשוטה של נכס ריק ופנוי.

ייעוץ בנושאי שמאות צריך שיציית לדרישות שבתקני השמאות של RICS (הספר האדום).

הערכת שווי בתי מלון דורשת ידע מיוחד והבנה מפורטת של העסק התפעולי של המלון. נדרשת זהירות להבין האם לנכס יש את הרישיונות הדרושים לפעול כמו גם את היתרי הבנייה הרגילים. עניינים קטנים כמו השאלה האם קיימת בעלות על המלאי וניתן להעביר אותו בזמן מכירה עלולים להיות מלכודת שצריך להיזהר מפניה.

הרבה יותר קל להעריך מלון עם גילוי מלא של מידע והבנה מלאה של השוק שבו המלון פועל.

תרגום: רון כהן

© כל הזכויות שמורות לרוברט צ'יס ולפורום IVS בישראל

פורום IVS בישראל היא קבוצה של בכירי מקצועות הנדל"ן בישראל ובעלי עניין בתחום, אשר שמה לה למטרה לקדם את אימוץ תקני השמאות הבינלאומיים (IVS) בישראל ולהפיץ בישראל ידע בינלאומי על נדל"ן. בין היתר אנחנו מקיימים ובינרים עם מומחים מחו"ל ומישראל ומפרסמים מאמרים מקצועיים בעברית ובאנגלית. האתר שלנו: www.ivsforum.org