

# **Metodologies per a la valoració d'empreses hoteleres**

**MONTSERRAT CASANOVAS I RAMON**  
Universitat de Barcelona

**POL SANTANDREU I GRÀCIA**  
Universitat de Barcelona

## **Resum**

El creixement que ha experimentat en els últims anys el sector turístic en general i el sector hotelier en particular, junt amb l'actual situació econòmica, posa de manifest la necessitat de moviments i canvis estratègics en el sector. En molts casos aquests moviments propiciaran transaccions corporatives, on la valoració d'hotels i cadenes tindran gran protagonisme.

L'objectiu d'aquest treball és presentar les diferents formes de valorar establiments i empreses hoteleres, considerant les diferents parts que es vulguin valorar i el model de negoci de l'establiment o cadenes hoteleres.

## **Paraules clau**

*Cash flow, RevPar, Valoració, Descompte de fluxos.*

---

## **1. Introducció**

En els últims anys s'ha experimentat una important entrada de capital en el sector hotel·ler. Així mateix s'ha anat produint una onada de compres per a aconseguir majors rendibilitats i posicions en el mercat més favorables. Per a augmentar aquestes rendibilitats, el sector tendirà a la concentració.<sup>1</sup> Tot això, al costat dels canvis en les normes de valoració derivades de les NIC i les NIIF en els diferents entorns europeus, implica que el procés de valoració dels negocis adquireixi una importància vital. Aquest document pretén oferir una visió de com s'estan abordant actualment els processos de concentració en el sector, des del punt de vista de la valoració d'establiments i cadenes hotel·leres.

## **2. Components valorables en un negoci hotel·ler**

El sector hotel·ler, per la seva idiosincràsia, presenta dos clars aspectes a valorar:

- El primer és la valoració de l'edifici i l'immobilitzat que permet realitzar l'explotació del negoci.
- El segon és la valoració del negoci, entès com aquells aspectes a part dels elements tangibles que afegeixen valor al negoci (LESSER/RUBIN, 1993).

Una altra consideració en el procés de valoració de les empreses hotel·leres és la particularitat del negoci en els aspectes referents a la gestió i explotació dels establiments, ja que es realitza en molts casos mitjançant models de negoci diferents: un és la mera tinença de l'immoble, de la que es vol obtenir una rendibilitat, mentre la gestió del negoci està en mans d'empreses especialistes en el sector. El segon model comprèn ambdues activitats per part de la mateixa empresa o grup. Depenent del model d'explotació, podem parlar d'interessos i valoracions diferents de la inversió, barrejant aspectes immobiliaris, operatius i financers (DOWELL/BERNIE, 1997).

Per a entendre els models que s'apliquen a la valoració hotel·lera, primer cal determinar quina serà la part del negoci que es pretén valorar. Aquest

---

1. Opinions de la patronal Exceltur ([www.exceltur.org](http://www.exceltur.org)) i del Banc d'Espanya (Expansión 8 de novembre 2004. pàg.10).

serà un factor determinant per a aplicar posteriorment les diferents tècniques i metodologies de quantificació del valor.

Rushmore i Arasi<sup>2</sup> diferencien tres aspectes en la valoració dels establiments hotelers: el valor de l'empresa, el negoci en funcionament i el de la propietat<sup>3</sup>, entesa aquesta com els elements tangibles del negoci. Cadascun d'aquests valors ha de determinar-se per separat utilitzant diferents tècniques i mètodes. Així mateix defineixen el valor del negoci en funcionament com el valor del capital circulant més el *goodwill*.

En un altre treball, Rushmore defensa el seu model de valoració enfront dels més tradicionals i fa una divisió diferent i més exhaustiva dels components del negoci hoteler: el terreny, les millores, l'actiu propi i el negoci en funcionament<sup>4</sup>. Aquest negoci en funcionament contempla tant la part tangible de l'empresa com tot allò que no ho és però que resulta imprescindible per al funcionament i la creació de valor.

Demond i Kelley<sup>5</sup> defineixen el concepte d'empresa en funcionament<sup>6</sup> com el valor que inclou tots els elements operatius d'una empresa com el valor de mercat del mobiliari, instal·lacions fixes i altre equipament<sup>7</sup>, intangibles i *goodwill*. Com a inversions intangibles, els autors citen que es poden incloure aquelles parts del negoci com patents, propietat intel·lectual, que probablement no conformen la part més operativa de l'empresa, però que són necessàries perquè funcionin.

El valor del negoci en funcionament prové de les vendes de l'establiment, del qual, després de deduir el valor del mobiliari, els estris i equipaments i el valor del negoci, s'obté el valor de l'immoble (POPP, 2001).

Nelson i Messer<sup>8</sup> diferencien dues parts per a valorar motels i hotels: d'una banda el terreny, la construcció i el FF&E i d'altra banda diversos elements del negoci com llicències de venda de licors, inventaris, *goodwill*, fons de maniobra i el concepte d'empresa en funcionament.

---

2. Rushmore, Arasi. *Adjusting Comparable Sales for Hotel Assessment Appeals*. The Appraisal Journal. Vol 54, no 3 (Juliol 1986). 356-366.

3. Personal Property a l'anglès de la bibliografia consultada.

4. Rushmore, S. *Why the Rushmore Approach is a Better Method for Valuing the Real Property Component of a Hotel*. Journal of Property Tax Assessment and Administration. Volume 1 Issue 4, p. 15-28.

5. Reynolds, A. *Attributing hotel Income to Real Estate and to Personality*. The Appraisal Journal. October 1986, p. 615.

6. Going Concern a l'anglès original de l'article i la bibliografia consultada.

7. En el vocabulari específic del negoci hoteler, aquest actiu es denomina FF&E, inicials de l'anglès *furniture, fixtures and equipment*.

8. Nelson, R.; Messer, Jay L.; Allen, Laurence G., *Hotel Enterprise Valuation*, Appraisal Journal, 1988, Vol. 56 Issue 2, p. 163.

D'altra banda, el *goodwill* és valorable (DESMOND i KELLEY) i el seu valor està inclòs dins de l'empresa en funcionament (MILES). L'*Appraisal of Real State*<sup>9</sup> també remarca que el fons de comerç està inclòs dins del valor de l'empresa en funcionament.

Reynolds<sup>10</sup> defineix cinc categories valorables en un negoci hoteler: el terreny, les millores, el FF&E, el capital circulant i el fons de comerç. Així mateix engloba aquests cinc components en tres categories: el terreny i les millores conformen la part real, el FF&E i el capital circulant la part tangible i el fons de comerç la part intangible.

Reichardt i Lennhoff<sup>11</sup> també classifiquen tres components per a valorar els establiments hotelers: el valor de l'edifici, el valor tangible i l'intangible. En el valor de les inversions tangibles figuren els inventaris i el capital circulant, mentre que en les inversions intangibles s'inclouen contractes, llicències i patents, costos inicials del negoci, nom, marca i ensenya i afiliació a un sistema de reserves.

El valor d'una empresa en general i d'un negoci hoteler en particular depenen de la visió de cada propietari i és difícil d'establir (REICHARDT i LENNHOFF). Així mateix per a crear aquest valor es precisen unes inversions de posada en funcionament i un contracte d'afiliació a un sistema de reserves que permeti un percentatge d'ocupació que el faci viable. Posseir unes llicències, entre altres aspectes, i el fet de tenir un fons de comerç o *goodwill*, entre els aspectes de quantificació més intangibles, més el valor dels elements més tangibles, com pot ser el fons de maniobra i el valor dels terrenys i edificis, conforma el valor de l'empresa.

Queda clara, doncs, la necessitat de valorar diferents aspectes del negoci, sobretot per la necessitat de valorar-lo dependent de la part o parts que s'exploten. Aquesta necessitat ens obliga a establir els següents valors d'acord amb les diferents possibilitats descrites anteriorment de participació en el negoci:

---

9. <http://www.appraisalinstitute.org>

10. Reynolds, A. *Attributing hotel Income to Real Estate and to Personality*. The Appraisal Journal. October 1986. P 615

11. Lennhoff, D; Reichardt, H. *Hotel Asset Allocation: Separating the Tangible Personality*. Assessment Journal. Winter 2003, Vol 10 Issue 1, p 25, 7 p.

$$\text{VALOR EMPRESA EN FUNCIONAMENT} = \text{VALOR IMMOBLE} + \text{VALOR ACTIUS TANGIBLES DEL NEGOCI} + \text{VALOR INTANGIBLES*}$$

On:

$$\text{VALOR IMMOBLE} = \text{VALOR TERRENY} + \text{VALOR EDIFICI} + \text{VALOR MILLORES}$$

$$\text{VALOR ACTIUS TANGIBLES DEL NEGOCI} = \text{VALOR FF \& E} + \text{CAPITAL CIRCULANT}$$

$$\text{VALOR INTANGIBLES} = \text{C, L i P} + \text{Capital intel·lectual} + \text{Costos inicials} + \text{Management de la qualitat} + \text{Marca} + \text{Afil·liació}$$

\* També denominat GOODWILL per diferents autors citats en aquest treball.

## 2.1. Empresa o negoci en funcionament

Segons la Cort Suprema d'Estats Units d'Amèrica, el valor d'una empresa que està funcionant, generant negoci i guanyant diners és el valor que tingui per sobre del dret que li tocava al propietari si la llogués<sup>12</sup>.

El valor de l'empresa en funcionament, diu Rushmore, es calcula capitalitzant el NOI (*Net Operating Income*) després d'extreure el *professional fee*<sup>13</sup> (honoraris professionals), és a dir, els pagaments per la gestió del negoci i sumar la inversió tangible del negoci<sup>14</sup>.

Per tant, el valor total de l'empresa es calcularia a partir de l'actualització de fluxos, per a la part dels intangibles, més la suma de la inversió en actius tangibles.

El valor de l'empresa en funcionament conté els següents aspectes: La planta física, la gestió i els empleats, el conjunt d'intangibles identificables com són la franquícia o llicències, desenvolupaments de procediments, mètodes i sistemes, màrqueting, publicitat i promoció, despeses de posada en funcionament, relacions financeres establertes, recursos de proveïdors i inventaris<sup>15</sup>. És la valoració total de la propietat. Això implica incorporar les inversions tangibles i intangibles<sup>16</sup>.

12. Cort Suprema dels EUA 1933.

13. Els honoraris professionals són els pagaments que fan els propietaris dels establiments hotelers a empreses o persones per la gestió del negoci.

14. Baum, E.; Rushmore, S. *Hotels and Motels. Valuations and Market Studies*. Appraisal Institute. Illinois. USA. 2001.

15. Nelson, R.; Messer, Jay L.; Allen, Laurence G. *Hotel Enterprise Valuation*, Appraisal Journal, 1988, Vol. 56 Issue 2, p. 163.

16. Kinnard Jr, W.; Swango, D; Worzak, E. *Intangible Assets in an Operating First-Class Downtown Hotel*. Appraisal Journal. Jan 2001. Vol 69 Issue 1, p. 68.

Altres autors, no obstant això, consideren que el valor del negoci s'obté a partir dels *cash flows* descomptats, sense considerar el valor de l'immoble<sup>17</sup>.

Un altre factor determinant per a la determinació del càlcul del valor de l'empresa en funcionament és la consideració dels pagaments efectuats per a retribuir la gestió del negoci.

Segons Rushmore i Rubin la capitalització del *management fee* pagat pel propietari d'una institució hotelera al manager o companyia de *management* o franquícia, podria determinar el valor de l'empresa en funcionament. En la mateixa línia Nelson comenta que el valor del negoci s'ha de tractar com el flux capitalitzat del *management fee*.

D'opinió contrària és Hennessey, que comenta que els ingressos atribuïbles al valor del negoci no són clarament equivalents a la suma dels *management fees*, motiu pel qual no es poden identificar com el valor del negoci. El cost del *management* és, per tant, un cost, i no té res a veure amb el valor del negoci (DERANGO i MATONIS).

La subcontractació del *management* té com a objectiu afegir valor al negoci. Si el cost del *management* és igual al valor afegit per aquest, aleshores no es produeix increment de valor. Per aquest motiu, no es pot considerar que el valor de l'empresa sigui igual al dels *management fees*.

## 2.2. Valor de l'immoble

El necessari ús de l'edifici en el negoci d'explotació hotelera fa que ens enfrontem al problema i a la possible confusió de no valorar o valorar incorrectament els actius tangibles i els intangibles<sup>18</sup>.

No és massa problemàtic valorar l'edifici. Per a això, s'utilitzen mètodes de valoració com els utilitzats en altres propietats tangibles<sup>19</sup>.

Per al càlcul del valor individualitzat del terreny i l'edifici mitjançant el descompte de fluxos de caixa, cal considerar el flux procedent de la part immobiliària del negoci. Aquest es pot valorar a partir del cost d'oportunitat que suposaria llogar-los a preu de mercat, tenint en compte les diferències respecte al mercat immobiliari tradicional, on el lloguer és total i per anys,

---

17. Hospitality Valuation Services. SR.

18. Dowell, B. *Hotel investment analysis: In swbvybvm.-earch of business value*. Assessment Journal, Mar/Apr97, Vol. 4 Issue 2, p. 46, 8 p.

19. Nelson, R.; Messer, Jay L.; Allen, Laurence G. *Hotel Enterprise Valuation*, Appraisal Journal, 1988, Vol. 56 Issue 2, p. 163.

mentre que en un hotel és parcial i per dies, augmentant d'aquesta manera el risc<sup>20</sup>. D'aquesta manera, cal ajustar un cost d'oportunitat en el lloguer dintre del mercat hoteler<sup>21</sup>. Això és més complicat que en altres sectors, ja que els valors de referència no són pocs, sobretot a causa del dinamisme actual del sector.

### 2.3. Valor dels actius tangibles

Compost per la suma dels valors del mobiliari, els estris i l'equipament i el fons de maniobra necessari, el valor de l'actiu tangible és un dels tres components del valor de l'empresa.

La definició que Rushmore dona del fons de maniobra és la de l'actiu circulant menys el passiu circulant necessari per a l'explotació del negoci. Per a l'autor és inexistent en el negoci hoteler, a causa de la forma de finançar les existències. Per aquest motiu no influeix en la valoració dels negocis hotelers.

És cert que en els negocis hotelers on la contractació dels serveis es fa directament amb el client final, com que aquests paguen al comptat, el finançament dels creditors i proveïdors permet no solament no necessitar fons de maniobra sinó tenir excedents de tresoreria, i d'aquesta manera es pot obtenir una rendibilitat addicional. No obstant això, les empreses que treballen amb majoristes del sector, mantenen períodes de cobrament més elevats, que no poden derivar en la seva totalitat en la cadena de subministraments allargant els terminis de pagament. A més, el consum de begudes i aliments representa una part del cost, però n'existeixen altres de més significatives en import, com el cost de personal, que no es poden diferir més del legalment establert.

Altres autors (NELSON, MESSER, REYNOLDS) defensen la necessitat de disposar d'un fons de maniobra que vindrà determinat per la rotació d'existències i els períodes de cobrament i pagament.

El *Personal Property*, que contempla el mobiliari, estris i equipament, s'ha de valorar tenint en compte que a l'igual que qualsevol inversió, se li exigeix un retorn, que es pot classificar en dues parts: el retorn del *personal property* i el retorn per damunt del *personal property*.

---

20. Walsh, Ch.; Staley Jr, H. *Considerations in the Valuation of Hotels*. Appraisal Journal, Jul1993, Vol 61 Issue 3, p. 348, 9 p.

21. Egan, P. *Mixed business and real estate components in hotel valuation*. Appraisal Journal, Jul.96, Vol 64 Issue 3 , p. 246.

El primer (retorn del *personal property*), està relacionat amb el cicle de vida, és a dir, contempla el fet que aquest FF&E és un valor important per al negoci, que té un cicle de vida relativament curt, entre sis i deu anys i que, per tant, condicionarà els fluxos determinants del valor.

El segon paràmetre (retorn per damunt del *personal property*), consisteix a exigir a aquesta part de l'actiu un rendiment, igual que es fa amb qualsevol actiu o inversió. El retorn del *personal property* contempla el flux necessari per al manteniment i substitució, mentre que el retorn per damunt de la inversió mesura el benefici addicional de l'actiu en relació a l'import invertit

En termes de valoració, el retorn del *personal property* no afegeix valor, mentre que un retorn sobre el *personal property* positiu sí que ho fa.

## **2.4. Valor dels actius intangibles**

La valoració dels elements intangibles de l'empresa es denomina *goodwill*. El *goodwill* és el benefici sobre el retorn normal de les inversions (REYNOLDS)<sup>22</sup>.

Està compost al seu torn, pel valor dels contractes, llicències i patents, el capital intel·lectual, els costos inicials, la qualitat del *management*, la identificació amb un nom o una marca i l'afiliació a un sistema de reserves.

Els costos de posada en funcionament inclouen costos de formació, equip de direcció i administració, compliment de normatives, comptabilitat i sistemes d'informació, despeses prèvies a l'obertura i màrqueting, despeses operacionals i *working capital*<sup>23</sup>. El conjunt d'aquests costos en un model d'indústria més tradicional figuren en l'actiu de l'empresa i s'amortitzen durant períodes de temps llargs. Rushmore defensa, no obstant això, que aquestes despeses figurin íntegrament en el compte de resultats, sense amortitzar-les, afectant de forma més rellevant en el *cash flow* generat i per tant en el seu valor.

A diferència d'altres negocis que es poden considerar similars, com el lloguer d'oficines, aquests costos no es produeixen solament en el moment

---

22. Reynolds, A. *Attributing hotel Income to Real Estate and to Personalty*. The Appraisal Journal. October 1986. P 615

23. W Rushmore, S. *Why the Rushmore Approach is a Better Method for Valuing the Real Property Component of a Hotel*. Journal of Property Tax Assessment and Administration. Volume 1 Issue 4, p 15-28.



de posada en funcionament del negoci, sinó que són constants. El fet que els clients no facin les reserves de forma massa anticipada i el lloguer de les habitacions, en contraposició amb el negoci de lloguer d'immobles, únicament té una durada d'un a quatre dies, fa que els hotels hagin de destinar constantment esforços i recursos per a mantenir el seu posicionament en el mercat i seguir captant clients.

Per a la valoració de la denominada força de treball s'apliquen els mateixos criteris que els costos inicials. Durant la fase d'obertura i preobertura, el personal és reclutat i moltes vegades format (en un índex per sobre de la majoria de sectors de l'activitat empresarial). Aquest procés acostuma a succeir durant un període d'entre dos i tres mesos abans de l'obertura de l'establiment. No obstant això, i a part d'aquesta despesa inicial, en el sector hotelier i a causa de l'elevada rotació de personal, aquest tipus de despeses es produeix repetidament i, per tant, a l'efecte de valoració s'han d'imputar íntegrament al compte de resultats de l'exercici en què s'incorren.

En un estudi de Timothy Hinkin i Toni Simons (2001), realitzat sobre una mostra de 98 hotels d'entre 72 i 652 habitacions, es va quantificar la rotació de personal en un 47% per a un període de sis mesos.

En un altre estudi realitzat l'any 2000, Timothy Hinkin i Bruce Tracey van xifrar el cost de la rotació de personal en un negoci hotelier. Aquest inclou la selecció, reclutament, acomiadament, productivitat i rescissió de contractes. El cost d'un empleat *front desk*<sup>24</sup> en quatre hotels d'Estats Units —dos a Nova York i dos a Miami— es va xifrar en una mitjana de 12.245 \$ a Nova York i de 5.827 \$ a Miami. La diferència entre ambdós valors demostra que la localització és significativa en la valoració, almenys pel que fa referència als costos de personal.

Vint anys enrere, el propietari d'un immoble llogava l'edifici a una cadena i el preu que rebia era el benefici atribuït a l'edifici i el terreny. Actualment, el model de negoci més comú és que el propietari d'una infraestructura hotelera inexpert en el sector, contracta una empresa especialista que gestioni el dia a dia de l'activitat. El propietari assumeix el risc de l'activitat i paga un *management fee* pels serveis.

Quan el propietari d'un hotel s'associa a una marca i a un sistema de reserves té dues opcions: la primera és utilitzar una companyia de *management* i una marca, com és el cas de les cadenes Hyatt, Marriott o Hilton. La segona és utilitzar una companyia de *management* sense marca i contractar separadament una franquícia que el proveirà d'un sistema de reserves, com

---

24. Personal que treballa cara al públic.

per exemple Ramada, Microtel, Comfort In, Days Inn. El pagament de la franquícia contempla les despeses de reserva, programes freqüents de viatges, formació i informació tecnològica, i tot això pagat al franquiciador, que és despesa en el compte de resultats.

Els imports que es paguen pels serveis de *management* sense que la companyia aportí cap marca, consisteixen en un percentatge de les vendes brutes que se situa entre el 2% i el 4%<sup>25</sup>.

El pagament pel servei de franquícia està al voltant del 3% i el 5% de les vendes procedents d'habitacions. Si la franquícia contempla a més el servei de reserves i alguns dels esmentats anteriorment, el percentatge sobre les vendes que s'ha de pagar al franquiciador està entre el 6% i el 10%<sup>26</sup>.

El cavall de batalla de la valoració dels intangibles en hotels ha estat sempre la marca<sup>27</sup>. Pel fet que la contribució al benefici i per tant la consecució de valor va molt lligada a les marques, l'afiliació a una ensenya pot variar molt pel que fa a marques molt similars. (O'NEILL i BELFRAGE).

L'ús d'una marca reconeguda, generalment incrementa les vendes i per tant el valor de l'establiment afiliat. Aquest valor és més atribuïble al nom de la marca que a la propietat de l'immoble (LESSER i RUBIN).

Per tant, el nom de la marca és essencial per a la decisió d'inversió en un hotel (MUTKOSKI i SMITH).

El procediment per a valorar l'afiliació a una marca consisteix a seleccionar les vendes atribuïbles a aquesta afiliació i associar-les al cost que genera la marca. Si els ingressos no superen els costos, aleshores no hi ha creació de valor. En cas contrari, quan els ingressos procedents de l'activitat de la marca superen els costos derivats de l'afiliació, es crea valor i aquest és quantificable (O'NEILL i BELFRAGE).

Per a quantificar el valor de l'afiliació també s'utilitza un model recentment desenvolupat consistent en la comparativa del valor del RevPAR<sup>28</sup>. La diferència del valor d'aquest paràmetre observat en la competència, donarà

25. Rushmore, S. *Why the Rushmore Approach is a Better Method for Valuing the Real Property Component of a Hotel*. Journal of Property Tax Assessment and Administration. Volume 1 Issue 4, p 15-28.

26. HVS International.

27. Heather J. Reichardt and David C. Lehhoff. *Hotel Asset Allocation: Separating the Tangible Personalty*. *Assessment Journal* 10, no.1 (Winter 2003).

28. RRevPAR = Vendes per habitació disponible. Es calcula a partir de la següent fórmula:

$$\text{Vendes habitació} / \text{Nombre d'habitacions disponibles}$$

Essent les vendes per habitació:

$$\text{Nombre d'habitacions} * \text{preu diari mitjà} * \% \text{ ocupació.}$$

el valor generat pels intangibles associat al nom, reputació i afiliació a alguna cadena<sup>29</sup>.

The Appraisal Institute's Course 800 afirma que nombrosos estudis han demostrat clarament que el reconeixement de nom i bona reputació del servei d'alta qualitat —el que es pot denominar reconeixement de marca— més el valor de l'afiliació suposa aproximadament un valor sobre el total d'entre el 20% i el 25%.

### 3. Models de valoració de les empreses hoteleres

Com en qualsevol negoci, en el sector hotelier existeixen diferents models de valoració per a les diferents parts del negoci.

El valor de mercat és aquell que el mercat està disposat a pagar per una empresa o companyia. En els casos on la companyia a valorar cotitzi en algun mercat organitzat, el valor de cotització multiplicat pel nombre d'accions determinarà el valor de mercat de l'empresa.

*The Appraisal of Real Estate, 9th Edition*, defineix el valor de mercat com el més probable, en una data concreta, pel qual els drets de propietat podrien posar-se a la venda en un mercat competitiu sota les condicions d'una venda real, on tant comprador com venedor actuen d'una manera prudent, amb coneixement de causa i per interès propi i assumint que res no és infinitament durable<sup>30</sup>.

Implícitament a aquesta definició s'estableixen uns condicionaments a tenir en compte<sup>31</sup>: Comprador i venedor estan motivats pel propi interès, ambdós disposen de bona informació i actuen amb prudència, la propietat està o ha estat exposada per un temps en un mercat obert, el pagament es realitzarà en efectiu o termes equivalents i per a valorar es contempla el finançament.

En canvi, quan una empresa no cotitza en un mercat, s'utilitzen diferents tècniques per a arribar a determinar-ne el valor total o parcial.

És evident que un accionista no pagarà el mateix per dues instal·lacions hoteleres situades a la mateixa ciutat, una davant de l'altra, amb el mateix nombre d'habitacions, d'igual categoria, un servei igualment exquisit i si-

---

29. Belfrage, Eric E; O'Neill John W. *A Strategy for Estimating Identified Intangible Asset Value: Hotel Affiliation Contribution*. The Appraisal Journal. Winter 2005.

30. American Institute of Real Estate Appraisers. *The Appraisal of Real Estate*, 9<sup>th</sup> edition. (Chicago American Institute of Real Appraisers, 1987).

31. Lesser, D.; Rubin, K. *Understanding the Unique Aspects of Hotel Property Tax Valuation*. Appraisal Journal, 1993, Vol. 61 Issue 1, p. 9.

milar decoració, si un d'ells fa deu anys que està funcionant i forma part d'una cadena, mentre que l'altre fa només dos mesos que va obrir les seves portes i no està afiliat ni tan sols a una central de reserves (NELSON, MESSER i ALLEN). No obstant això, sí que hi ha parts del negoci que podrien tenir valors similars. Per exemple, quina diferència hi ha entre el valor dels edificis? Segurament molt poca. La valoració d'establiments implica una tasca de divisió dels diferents components generadors de valor, ja que la diferència del valor total vindrà determinada pels aspectes menys tangibles com la clientela, la reputació en el mercat o el poder de marca.

La FIRREA<sup>32</sup> (*Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement*) recomana la separació entre els elements tangibles i els intangibles en el procés de valoració<sup>33</sup>.

Una vegada es tenen diferenciades les parts del negoci, es poden aplicar diferents mètodes per a valorar-les. Aquests models de valoració van des dels més lògics i basats en la comparació amb valors de mercat per a les parts més tangibles, a altres basats en el descompte de fluxos futurs, passant per models basats en estudis estadístics.

Es pot fer la següent classificació de models de valoració per als establiments hotelers:

1. Models de valoració basats en l'aproximació de costos.
2. Models de valoració basats en la comparació de les vendes.
3. Models basats en l'actualització de fluxos.
4. Models basats en múltiples.
5. Models basats en estudis estadístics.

### ***3.1. Models basats en mètodes de costos***

Aquests models basats en mètodes de costos (*cost approach*) consisteixen a calcular què costaria avui la substitució del que s'està valorant, tenint en compte la depreciació d'acord al deteriorament físic, obsolescència funcional i econòmica<sup>34</sup>.

---

32. La FIRREA (*Financial Institutions Reform Recovery and Enforcement Act of 1989*) és una llei federal dels Estats Units d'Amèrica que regula aspectes relacionats amb els préstecs i crèdits del sector bancari. En els seus continguts tracta aspectes de valoracions immobiliàries i empresarials.

33. Sección 34.44 títol XI.

34. Lesser, D.; Rubin, K. *Understanding the unique aspects of hotel property tax valuation*. *Appraisal Journal*, 1993, Vol. 61 Issue 1, p. 9.

Entenent que generalment la base de les decisions de compra està basada en factors econòmics, com el benefici net i el retorn de les inversions, i com que el *cost approach* no reflecteix cap d'aquests efectes, aquesta aproximació representa un pes específic molt baix en el procés de valoració d'un negoci hoteler (LESSER i RUBIN), i queda relegat l'ús del model a aspectes molt tangibles del negoci.

Rushmore i de Roos expressen que el mètode de costos pot ser un bon mètode d'estimació del valor de les noves propietats, ja que en establiments amb més antiguitat el resultat perd en objectivitat per la dificultat de contemplar aspectes tan rellevants com la pèrdua real de valor per depreciació<sup>35</sup>.

Alguns dels components que se solen valorar pel mètode d'aproximació de costos són els següents:

- *FF&E*: El valor del FF&E pot significar segons Rushmore i Baum el 25% del valor total del negoci. Altres autors fan una estimació de 7.500 \$ de FF&E per habitació<sup>36</sup>.
- *Working capital*: Segons el mercat i la localització, s'admeten valors d'aproximadament 800 \$ per habitació<sup>37</sup>.
- *Despeses organitzatives*: El mercat admet valors d'aproximadament 2.500 \$ per habitació<sup>38</sup>.
- *Inventari*: Es calculen valors al voltant de 1.500 \$ per habitació (NELSON, MESSER, ALLEN).

### ***3.2. Models basats en la comparació de les vendes***

Consisteix a comparar el valor de propietats similars que s'hagin venut recentment<sup>39</sup>.

S'utilitza per a formes simples d'immobles com terrenys, habitatges familiars, o propietats homogènies. En immobles més complexos com es-

---

35. deRoos, J.; Rushmore, S. *Hotel Valuation Techniques*. American hotel & Lodging Educational Institute. Oct, 2004.

36. Lodging Hospitality 1994.

37. Nelson, R., Messer, Jay L., Allen, Laurence G., *Hotel Enterprise Valuation*, Appraisal Journal, 1988, Vol. 56 Issue 2, p. 163.

38. Nelson, R., Messer, Jay L., Allen, Laurence G., *Hotel Enterprise Valuation*, Appraisal Journal, 1988, Vol. 56 Issue 2, p. 163.

39. Lesser, D.; Rubin, K. *Understanding the unique aspects of hotel property tax valuation*. Appraisal Journal, 1993, Vol. 61 Issue 1, p. 9.

tabliments comercials, oficines etc., on els ajustaments a realitzar són més complexos, aquest mètode perd part de la seva raó de ser.

Els negocis hotelers, en ser molt específics i essencialment diferents entre si, en el tipus d'operacions, la qualitat i la condició de les instal·lacions, els atributs, la localització, així com disposar de característiques pròpies, els inversors en hotels no acostumen a utilitzar aquest mètode per a prendre les decisions de compra. No obstant això, sí que ho utilitzen per a l'obtenció d'un rang de valor orientatiu, que servirà per a suportar l'informe de valoració final. (LESSER i RUBIN).

Segons l'opinió de Walsh i Staley els inversors en hotels tendeixen a classificar en diferents tipus els negocis d'acord a tres atributs:

1. Tipus de producte: Establiments de servei complet o de pernoctacions.
2. Tipus de mercat en el qual operen: Per exemple, hotels de ciutat o d'aeroport.
3. Localització: Est o Oest en el mercat d'EUA.

Seguint aquestes classificacions, la referència de les vendes per a valorar el negoci pot ser un bon mètode sempre que es respectin els atributs de diferenciació.

Els inversors no han d'utilitzar aquest mètode segons Ruhmore i de Roos. Resulta qüestionable determinar amb aquest mètode, aspectes com el valor aportat per la capacitat financera o les motivacions humanes implícites en una compravenda<sup>40</sup>.

### ***3.3. Models basats en múltiples***

Els models basats en múltiples han estat i són molt utilitzats en el sector hotelier. Els més utilitzats són els que multipliquen el nombre d'habitacions pel benefici i per un determinat nombre d'anys. En aquest sentit, en el sector s'accepta un NOI per habitació comprès entre 5.000 \$ i 15.000 \$ per habitació<sup>41</sup>.

---

40. Baum, E.; Rushmore, S. *Hotels and Motels. Valuations and Market Studies*. Appraisal Institute. Illinois. USA. 2001.

41. Walsh, Ch.; Staley Jr, H. *Considerations in the Valuation of Hotels*. Appraisal Journal, Jul 1993, Vol 61 Issue 3, p. 348, 9 p.

### 3.4. Models basats en estadístics

Es tracta de models de valoració d'establiments fonamentats a partir de l'estudi de mostres de compravendes realitzades a les que es busquen relacions de paràmetres amb el valor.

A manera d'exemple, John O'Neill, en un estudi realitzat l'any 2004, busca un model de valoració d'hotels mitjançant una anàlisi de la regressió lineal múltiple. Selecciona dades de 327 establiments venuts entre els anys 1990 al 2002.

Les variables que considera per al desenvolupament de l'estudi són: Ocupació, ADR<sup>42</sup>, nombre d'habitacions, NOI per habitació, regió, localització en àrea metropolitana gran, tipus d'hotel, obertura durant l'any i venda anual.

Les conclusions de l'anàlisi estadística són que quatre variables expliquen el 90 % del model. El millor predictor del preu pagat per habitació és el NOI. El segon l'ADR, després el nombre d'habitacions, probablement perquè determina altres fonts d'ingressos com el *food and beverage*<sup>43</sup>, recreatiu i centres de negoci, i finalment el nivell d'ocupació, que conjuntament amb l'ADR conforma el RevPAR.

El model de valoració parteix d'un coeficient constant al que se sumen els valors de les variables multiplicats per diferents coeficients, tal com mostra el quadre 2:

**Quadre 1.** Model de valoració d'O'Neill<sup>44</sup>.

Coeficient constant	- 42.873
+ NOI per habitació	*5,615
+ ADR	*615,039
+ Nombre d'habitacions	*33,693
+ Ocupació	*234,891
= Valor per habitació	

42. Average Daily Rate

43. Menjar i beguda. En el sector s'utilitza aquest terme per a identificar les vendes addicionals a la facturació de lloguer d'habitacions.

44. O'Neill, J., *An Automated Valuation Model for Hotels, Hotel & Restaurant Administration Quarterly*, 2004, Vol. 45 Issue 3, p. 260.

El mateix autor, en un article publicat l'any 2001 treballa amb el model següent<sup>45</sup>:

$$\text{Valor hotel} = (-89.146 \$ + 761 \$ X + 1.345 Z) * R$$

### **3.5. Models de valoració per descompte de fluxos**

Mitjançant el descompte de fluxos de caixa<sup>46</sup> es pot valorar qualsevol component del negoci.

Aquest és el model més utilitzat pels compradors amb coneixements i experiència (LESSER i RUBIN). En la valoració de negocis hotelers és el que té un major pes específic en la determinació del valor final.

L'anàlisi mitjançant el descompte de fluxos per a la determinació del valor, ha estat molt utilitzat durant els anys vuitanta, però la dificultat en la predicció dels fluxos fa més fàcil utilitzar un sol flux com el NOI (*Net Operational Income*), en lloc dels generats en diferents períodes<sup>47</sup>.

El model basat en el principi que el valor de la propietat ve determinat pel retorn net, que es determina a partir del valor present dels beneficis futurs previstos (RUSHMORE i De ROOS). El benefici es calcula a partir d'un pressupost d'ingressos i despeses. Mitjançant el procés de capitalització, en el descompte de *cash flows* aquests beneficis es converteixen en un indicador del valor<sup>48</sup>.

Per a la utilització del model de descompte de fluxos per a la valoració d'establiments del sector hotelier, cal tenir en compte diferents aspectes:

- Quina part o parts de l'empresa és factible valorar amb aquest model.
- Aspectes més tècnics, però no per això menys importants, com la utilització del tipus de fluxos, la taxa d'actualització, l'horitzó temporal o el valor residual entre altres.

En resposta a la primera de les qüestions, que es refereix a la part de l'empresa susceptible de ser valorada amb aquest sistema, és necessari de-

---

45. Lloyd-Jones, A.; O'Neill, J. *Hotel Values in the Aftermath of September 11, 2001*. Cornell Hotel & Restaurant Administration Quarterly. Dec 2001, Vol 42 Issue 6, p. 10, 12 p.

46. DCF (Discounted Cash Flows).

47. Walsh, Ch.; Staley Jr, H. *Considerations in the Valuation of Hotels*. Appraisal Journal, Jul1993, Vol 61 Issue 3, p. 348, 9 p.

48. deRoos, J.; Rushmore, S. *Hotel Valuation Techniques*. American hotel & Lodging Educational Institute. Oct, 2004. Capítol de la publicació *Hotel Investments Issues and Perspectives*.



terminar uns fluxos rellevants presents o futurs que, posteriorment actualitzats a una taxa d'interès determinada donaran un valor de la part de la companyia corresponent.

El primer enfocament en la literatura de valoració va ser fer una aproximació del valor del benefici capitalitzant per separat el valor de les inversions tangibles de les intangibles. S'ha de separar el valor del NOI procedent de l'edificació, dels actius tangibles i dels intangibles, per a establir, una vegada capitalitzats, el valor de cadascuna de les parts de l'empresa<sup>49</sup>.

En aquest sentit, apareixen els primers dubtes i complicacions per a dividir el benefici operatiu procedent de les diferents parts del negoci (RUSHMORE).

La taxa d'actualització en els models de capitalització de fluxos, és el paràmetre divisor dels fluxos considerats per a cada exercici. El seu valor és de gran rellevància en la determinació del valor de l'empresa. Per aquest motiu, la seva elecció ha de contemplar els següents aspectes:

- La taxa d'actualització hauria de ser més alta per a la propietat i més baixa per als intangibles, considerant el risc relatiu que representa cadascuna de les parts<sup>50</sup>.
- El valor d'una empresa depèn de la capacitat de totes les inversions de generar un retorn raonable<sup>51</sup>.
- El retorn del capital està definit en el *Diccionari of Real Estate Appraisal* com la recuperació del capital invertit a través d'un ingrés o reversió<sup>52</sup>.
- Els canvis de tendència en el mercat i la volatilitat han fet que la taxa d'actualització sigui més alta que la d'altres negocis amb un component immobiliari, ja que es valora un risc més elevat. Es considera una taxa entre 200 a 500 punts bàsics per sobre d'altres taxes aplicables a immobles<sup>53</sup>.

---

49. Kinnard Jr, W.; Swango, D; Worzak, E. *Intangible Assets in an Operating First-Class Downtown Hotel*. Appraisal Journal. Jan 2001. Vol 69 Issue 1, p. 68, 16 p.

50. Lennhoff, D; Reichardt, H. *Hotel Asset Allocation: Separating the Tangible Personality*. Assessment Journal. Winter 2003, Vol 10 Issue 1, p 25, 7 p.

51. Valuation of intellectual property and intangible assets.

52. Appraisal institute 2002.

53. Walsh, Ch.; Staley Jr, H. *Considerations in the Valuation of Hotels*. Appraisal Journal, Jul1993, Vol 61 Issue 3, p. 348, 9 p.

Per a determinar la taxa d'actualització per als intangibles s'ha de preparar una taula dels components que es volen valorar i la rendibilitat exigida per a cadascun d'ells. D'aquesta manera s'ha de disposar d'indicadors de capitalització de les següents parts del negoci<sup>54</sup>:

- Indicador apropiat per a la inversió en hotels.
- Indicador de capitalització comparable solament per a la part de l'immoble.
- Indicador per a la propietat personal tangible.

En resum, es necessiten diferents rendibilitats exigides per a capitalitzar els beneficis generats pel negoci, dividint els atribuïbles a l'immoble, els elements tangibles i els intangibles.

Aquestes taxes de capitalització estan documentades per nombrosos estudis realitzats als Estats Units d'Amèrica, inclòs el *Korpacz Real Estate Investor Survey*. El valor mitjà del negoci global estava en el 10,77% el primer trimestre de l'any 2002. Pel que fa als immobles, la rendibilitat oferta per apartaments de lloguer en el sector immobiliari era en la mateixa època del 8,56%. Per a elements tangibles, tenint en compte un període d'amortització de menys de 10 anys, s'estipula un cost del 15%.

Els models tradicionals de valoració tenen en compte un valor residual dels elements intangibles, que es justifica quan el RevPAR és més elevat que la mitjana d'hotels. Rushmore no té en compte aquest valor<sup>55</sup>.

## 4. Conclusions

El sector hotelier està experimentant canvis importants que fa que els models de valoració prenguin una rellevant importància.

La particularitat del negoci, on es pot obtenir una rendibilitat de l'immoble i l'altra del negoci, obliga a dividir un negoci en diferents components. Una vegada localitzades les diferents parts del negoci, s'apliquen diferents sistemes i models de valoració per a cadascuna d'elles. Les parts més tangibles del negoci permeten models com la comparativa de costos o

---

54. Belfrage, Eric E; O'Neill John W. *A Strategy for Estimating Identified Intangible Asset Value: Hotel Affiliation Contribution*. The Appraisal Journal. Winter 2005.

55. Rushmore, S. *Why the Rushmore Approach is a Better Method for Valuing the Real Property Component of a Hotel*. Journal of Property Tax Assessment and Administration. Volume 1 Issue 4, p 15-28.

models basats en comparatives amb altres operacions similars. D'altra banda, el model més adequat per a la valoració de les parts intangibles del negoci és el descompte de fluxos, ja que permet contemplar la generació de valor del negoci. No obstant això l'anàlisi de la pràctica habitual de l'aplicació d'aquests models constata errors en la seva aplicació, com la incoherència en les taxes de descompte o en els fluxos utilitzats.

## Bibliografia

- BELFRAGE, ERIC E; O'NEILL JOHN W. *A Strategy for Estimating Identified Intangible Asset Value: Hotel Affiliation Contribution*. The Appraisal Journal. Winter 2005.
- BAUM, E.; RUSHMORE, S. *Hotels and Motels. Valuations and Market Studies*. Appraisal Institute. Illinois. USA. 2001.
- CASANOVAS, M. *Métodos Prácticos de Valoración de Empresas*. AECA. Vol 3. Juliol 1983. Madrid.
- DAMORAN, A. *Journal of Applied Finance*. Fall/Winter 2003, Vol.13 Issue 2, p63-76, 14p.
- DESMOND, G.; KELLEY, R. *Business Valuation Handbook*. Llano, California. Valuation Press, 1977. P 252.
- DOWELL, B. *Hotel investment analysis: In search of business value*. Assessment Journal, Mar/Apr97, Vol. 4 Issue 2, p46, 8p
- EGAN, P. *Mixed business and real estate components in hotel valuation*. Appraisal Journal, Jul.96, Vol 64 Issue 3 , p246
- GODDARD, R.; BUSER, A.; HETHERINGTON, S. *Los factores clave para la inversión hotelera en todo el mundo*. Gestión H. 2000. P.36
- GOLDHOFF, G.; RUSHMORE, S. *Hotel value trends*, Cornell Hotel & Restaurants Administration Quarterly, 1997, Vol. 38 Issue 6, p.18.
- KINNARD JR, W.; SWANGO, D; WORZAK, E. *Intangible Assets in a an Operating First-Class Downtown Hotel*. Appraisal Journal. Jan 2001. Vol 69 Issue 1, p68, 16p.
- LENNHOFF, D.; REICHARDT, H. *Hotel Asset Allocation: Separating the Tangible Personalty*. Assessment Journal. Winter 2003, Vol 10 Issue 1, p.25, 7p.
- LESSER, D.; RUBIN, K. *Understanding the Unique Aspects of Hotel Property Tax Valuation*. Appraisal Journal, 1993, Vol. 61 Issue 1, p. 9
- LLOYD-JONES, A.; O'NEILL, J. *Hotel Values in the Aftermath of September 11, 2001*. Cornell Hotel & Restaurant Administration Quarterly. Dec 2001, Vol 42 Issue 6, p. 10, 12 p.
- Madura, J. *Administración Financiera Internacional*. Internacional Thomson Ediciones. México. 2001

- NELSON, R.; MESSER, JAY L.; ALLEN, LAURENCE G. *Hotel Enterprise Valuation*, Appraisal Journal, 1988, Vol. 56 Issue 2, p. 163.
- O'NEILL, J. *A New Approach to Hotel Values, Lodging Hospitality* 11/1/2004, Vol. 60 Issue 15, p. 38.
- O'NEILL, J. *An Automated Valuation Model for Hotels, Hotel & Restaurant Administration Quarterly*, 2004, Vol. 45 Issue 3, p. 260.
- REYNOLDS, A. *Attributing hotel Income to Real Estate and to Personality*. The Appraisal Journal. October 1986. p. 615.
- DEROOS, J.; RUSHMORE, S. *Hotel Valuation Techniques*. American hotel & Lodging Educational Institute. Oct, 2004.
- RUSHMORE, S. *The valuation of Hotels and Motels*. Appraisal Institute of Real Estate Appraisers, 1978, p. 51.
- RUSHMORE, S. *Seven Current Hotel-Valuation Techniques*. Cornell Hotel & Restaurants Administration Quarterly, 1992, Vol. 33 Issue 4, p. 50.
- RUSHMORE, S. *Focus on Hotel Valuation*. Cornell Hotel & Restaurants Administration Quarterly, 1988, Vol. 29 Issue 1, p. 62.
- Rushmore, S. *Ethics in hotel appraising*. Appraisal Journal, 1993, Vol. 61, Issue 3, p.357.
- Rushmore, S. *Why the Rushmore Approach is a Better Method for Valuing the Real Property Component of a Hotel*. Journal of Property Tax Assessment and Administration. Volume 1 Issue 4, p 15-28.
- RUSHMORE, A. *Adjusting Comparable Sales for Hotel Assessment Appeals*. The Appraisal Journal. Vol 54, no 3 (July 1986). 356-366.
- SANTANDREU, E. i P. *Valoración, Venta y Adquisición de empresas*, Barcelona, Gestión 2000, 1998.
- SMITH, K.; THORSTEINDOTTIR, K. *European Hotel Valuation*. HVS International. 2006.
- WALSH, CH.; STALEY JR, H. *Considerations in the Valuation of Hotels*. Appraisal Journal, Jul 1993, Vol 61 Issue 3, p. 348, 9 p.
- WOLMAN, PETER A. *Quantifying Net Income Attributable to Business Intangibles for a Hotel- Operated Full-Service Day Spa*. The Appraisal Journal, 2005.