

Universidad del CEMA

Maestría en Finanzas

Proyecto:

*“Apertura hotel 3 estrellas en el microcentro de
Buenos Aires”*

Autor:
Gabriel Becher

Introducción

Los últimos años de la economía argentina estuvieron marcados por un plan económico que tiene como prioridad mantener una política cambiaria con tipo de cambio alto y competitivo. La industria turística ha sido testigo de este contexto, en el que la cantidad de turistas que arriban al país desde el exterior aumenta año a año. El presente proyecto analiza la apertura de un hotel 3 estrellas en pleno centro de la ciudad de Buenos Aires, punto neurálgico del turismo argentino y lugar donde los hoteles registran las tasas más altas de ocupación del país.

El emprendimiento consiste en reciclar totalmente un edificio antiguo actualmente en desuso, manteniendo su fachada original, para ofrecer 35 habitaciones con las comodidades de un hotel de esta categoría. El monto de la inversión asciende a USD 662 mil. La valuación se realiza en base a un horizonte de 15 años, utilizando el método “Adjusted Present Value” (APV). El valor presente resultante de este estudio para su escenario base es de USD 646 mil, con una TIR modificada de 16,2%. En este escenario se prevé un crecimiento estable del PBI, con una leve apreciación del tipo de cambio real y una relativamente alta inflación en los primeros años pero que se sitúa en niveles controlables. El estudio también valúa el proyecto en escenarios macroeconómicos alternativos, arrojando valores inferiores pero cercanos al escenario base, todos ellos positivos, dando cuenta de que el emprendimiento puede resultar atractivo aún en diferentes contextos de la economía del país.

Fuentes de información:

- Información estadística del sector Hotelería y Turismo
 - Dirección de Estadística y Censo de la Ciudad de Buenos Aires: “Encuesta de Ocupación hotelera” (años 2001 a 2007)
 - Secretaría de Turismo de la Nación (www.sectur.gov.ar) “Estadística de Turismo – Encuesta de Turismo Internacional”
 - Secretaría de Turismo de la Nación “Estadística de Turismo – Encuesta de Ocupación Hotelera y Parahotelera”
 - Secretaría de Turismo de la Nación “Estadística de Turismo – Oferta de Alojamiento Turístico”
 - INDEC (www.indec.mecon.gov.ar): “Encuesta de Ocupación Hotelera”
 - INDEC: “Movimiento Internacional de Personas”
 - Subsecretaría de Turismo de la Ciudad de Buenos Aires: “Informe de Turismo Internacional” (años 2004, 2005 y 2006).
 - Subsecretaría de Turismo de la Ciudad de Buenos Aires – Dirección General de Desarrollo y Promoción Turística: “Informe Anual de Ferias y Exposiciones 2006”
 - Federación Empresaria Hotelera Gastronómica Argentina (FEHGRA) (www.fehgra.org.ar) : “Hotelería y Gastronomía en números – Informe Económico N°6”

- Información sobre Hotelería: precios, técnicas, estudios
 - Cornell University – School of Hotel Administration (www.hotelschool.cornell.edu): Cornell Reports (“Hotel Pricing in a Networked World”, “An Analysis of Revenue Management”, “Why Discounting Doesn’t Work”)
 - 2do Workshop Internacional Inversiones en Hotelería y Turismo: “Alternativas de Gestión e Inversión Hotelera en Argentina” Grupo Fen
 - Subsecretaría de Turismo Ciudad de Buenos Aires: “Informe de Turismo Internacional 2006”

- Proyección y Valuación
 - Credit Suisse First Boston Corporation: “The Cost of Equity in Latin America”
 - Sitio web de Aswath Damodaran (www.damodaran.com)

ÍNDICE

	Página
1- ANÁLISIS DEL NEGOCIO.....	5
1.1 – Descripción del Negocio y Justificación del Proyecto.....	5
1.2 – Estudio del Sector.....	7
a) Sector Hotelero.....	7
b) Precios.....	12
c) Barreras de entrada / salida.....	14
1.3 – Análisis FODA.....	14
1.4 – Variables Clave.....	15
a) Tarifa.....	15
b) Tasa de Ocupación.....	16
c) Costos.....	16
2- PROYECCIÓN Y EVALUACIÓN.....	16
2.1 – Premisas y supuestos del caso. “Caso Base”.....	16
a) Supuestos macroeconómicos.....	16
b) Proyección de variables clave.....	17
c) Evaluación Económica Financiera.....	20
2.2 – Análisis de escenarios alternativos.....	22
a) Escenario alternativo: Inversión Insuficiente.....	22
b) Escenario alternativo: Crisis Cambiaria.....	22
c) Análisis de los resultados en los diferentes escenarios	23
3- INFORME FINAL.....	25
3.1 – Análisis de Sensibilidad y Riesgo.....	25
3.2 – Estrategia de Financiamiento.....	26
3.3 – Conclusiones y Recomendaciones	27
ANEXOS.....	28

1. ANÁLISIS DEL NEGOCIO

1.1 Descripción del proyecto y justificación del negocio

a) El Proyecto

El proyecto se basa en la apertura de un hotel 3 estrellas en un edificio del microcentro porteño. Se trata de una obra a reciclar totalmente en el interior.

La fecha estimada para la apertura es a mediados del mes de julio de 2008.

b) Localización y características del edificio

El hotel estará situado en la calle Suipacha, a pocos metros de la avenida Corrientes.

La ubicación del establecimiento se encuentra enclavada en el núcleo céntrico más concurrido por turistas y visitantes nacionales e internacionales.

Se trata de una obra a reciclar totalmente en el interior, respetando el frente con características de fachada con valor arquitectónico e histórico.

Con altura permitida de hasta 6 pisos, con retiros y azotea, el objetivo prevé alcanzar los 750 metros cuadrados, condición ésta, para poseer la categoría de hotel de 3 estrellas de acuerdo a legislación vigente.

El edificio es propiedad de uno de los socios inversores en el proyecto.

c) Perfil del usuario

El perfil del usuario se prevé predominantemente corporativo, y de congresos y convenciones, así como turistas y pasajeros en general.

Dada la cercanía con hoteles de 4 y 5 estrellas (con clientes decididamente corporativos y de asistencia a congresos y convenciones), se prevé a su vez la posibilidad de complementación con los mismos, a los fines de poder recibir y hospedar a parte de las delegaciones con funciones auxiliares y de logística de los grupos participantes activos de congresos y convenciones, a tarifas sustancialmente menores que las de las categorías más altas.

d) Inversión

La inversión prevista para la refacción del edificio y acondicionamiento para su utilización como hotel se prevé en USD 200.000. Este monto incluye los materiales de construcción y refacción, así como la mano de obra necesaria para llevar el emprendimiento a cabo.

Para el equipamiento del hotel se estima una inversión de USD 62.000. Esto incluye USD 1.500 en muebles y equipos por habitación (televisor, aire acondicionado, cama, mesa y accesorios) y USD 10.000 para el equipamiento de la recepción, sala de estar, cocina y oficina.

El valor de mercado del edificio está estimado en USD 400.000.

El listado de empleados a contratar es el siguiente, con los sueldos unitarios:

- Gerente General – Sueldo Bruto: USD 1.015.-
- Administración: 2 Asistentes – Sueldo Bruto: USD 605.-

- 1 Pasante – Pasantía: USD 190.-
- Ventas: 1 Encargado – Sueldo Bruto: USD 670.-
- 1 Pasante – Pasantía: \$ 190.-
- Recepción: 4 personas: USD 570.-
- Cocina: 2 personas: USD 475.-
- Limpieza: 3 personas: USD 475.-
- Servicio / Desayuno: 2 personas: USD 475.-

e) Características del hotel

El proyecto incorporará las áreas funcionales y servicios requeridos para 3 estrellas:

- Habitaciones: 35, distribuidas en seis plantas (cuatro a reciclar y dos pisos nuevos).
- Salón desayunador en planta baja y hall del primer piso
- Recepción conserjería en planta baja.
- Salón de usos múltiples con conexión Wi-Fi y equipamiento de uso intensivo para huéspedes

Requisitos mínimos para Hoteles 3 estrellas

A continuación, se detallan algunos de los requisitos previstos por la legislación de la ciudad de Buenos Aires, para la categorización de establecimientos hoteleros (Ordenanza 36136 de 1980).

En la misma se establecen, entre otros, los siguientes requisitos para que un establecimiento sea considerado de 3 estrellas.

- Capacidad mínima de 60 plazas en 30 habitaciones.
- Todas las habitaciones deben contar con baño privado.
- Superficie mínima: habitación simple: 10 m²; habitación doble: 12 m²; habitación triple: 15 m².
- Sala de estar con superficie mínima de 40 m².
- Tener salón comedor – desayunador con superficie mínima de 30 m².
- Tener salones de usos múltiples con superficie mínima de 0,5 m² por plaza.

Es importante destacar que por la superficie total del edificio, la categoría de 3 estrellas es la máxima que se puede obtener, ya que para ser categorizado como 4 estrellas, el hotel debería tener un mínimo de 50 habitaciones, con superficies mínimas que superan las capacidades de superficie del edificio a reciclar.

f) Negocio

Si bien el negocio hotelero es conocido generalmente como un negocio riesgoso y sin rendimientos altos, la situación del mercado argentino presenta condiciones especiales que hacen que un proyecto de este tipo pueda resultar atractivo.

Como se verá en el estudio del sector, se registra un alza importante en el turismo en el país, y en la ciudad de Buenos Aires en particular, impulsado entre otras razones por un tipo de cambio real competitivo a nivel internacional. Las tasas de ocupación en los hoteles

de categorías altas en el centro de la ciudad alcanzan records históricos y las proyecciones apuntan a que se mantengan en este sentido. Y las dificultades para conseguir terrenos o edificios aptos para el desarrollo de hoteles provoca que no haya demasiados inversores que puedan entrar en el mercado fácilmente.

1.2 Estudio del sector

a) Sector hotelero

Indicadores de demanda hotelera

Hay ciertos indicadores que demuestran un crecimiento en la demanda hotelera y factores que suponen que dicho crecimiento se mantendrá en el futuro.

Las tasas de ocupación hotelera, el crecimiento en la entrada de turistas al país, así como el aumento de eventos reuniones (congresos, exposiciones) que se registra en la ciudad, plantean un escenario favorable para el desarrollo de emprendimientos hoteleros y turísticos.

Tasa de ocupación hotelera

La tasa promedio de ocupación de habitaciones es el indicador principal que mide la actividad del sector hotelero.

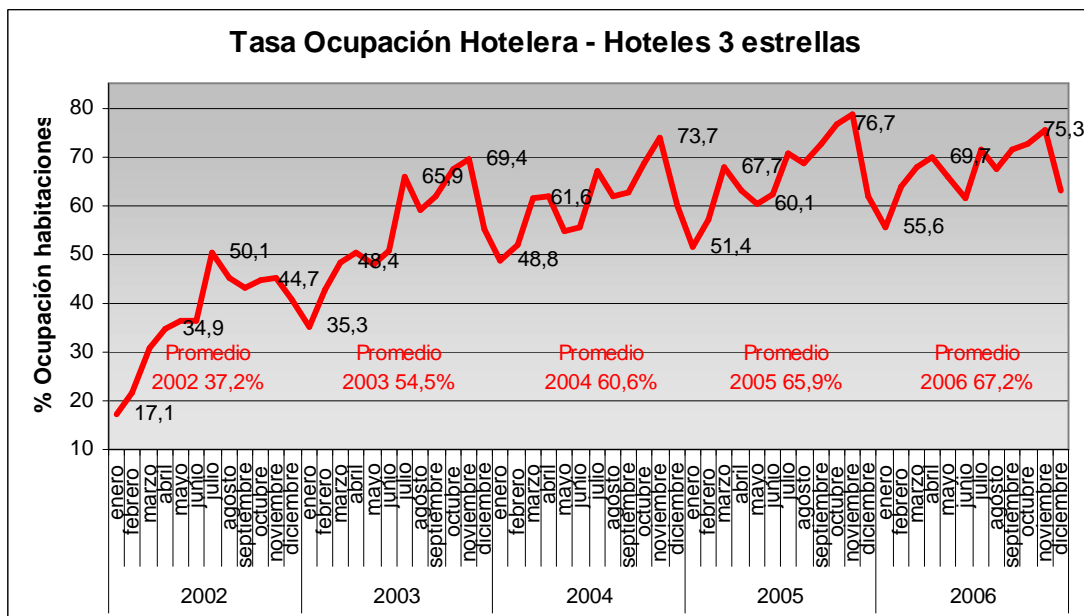
Surge del cociente entre las habitaciones ocupadas durante determinado período, y las habitaciones disponibles a la venta.

En el siguiente gráfico se puede ver la evolución de la tasa de ocupación hotelera para establecimientos de 3 estrellas en la ciudad de Buenos Aires.

El promedio de la tasa del año 2006 ha sido 67,2%, el mayor en los últimos 5 años.

Es comúnmente aceptado para hoteles de esta categoría, que una tasa de ocupación del 60% es un ratio aceptable para un buen desempeño del establecimiento.

Datos obtenidos mediante un relevamiento privado dan cuenta de que la tasa de ocupación de hoteles de 3 estrellas en el microcentro porteño es hasta un 10% mayor que el promedio de la tasa de ocupación de estos hoteles en toda la ciudad. Se estima que las tasas de ocupación de los hoteles de los barrios de San Nicolás, Retiro y Monserrat varían entre un 70% y 85%.



Llegada de turismo extranjero

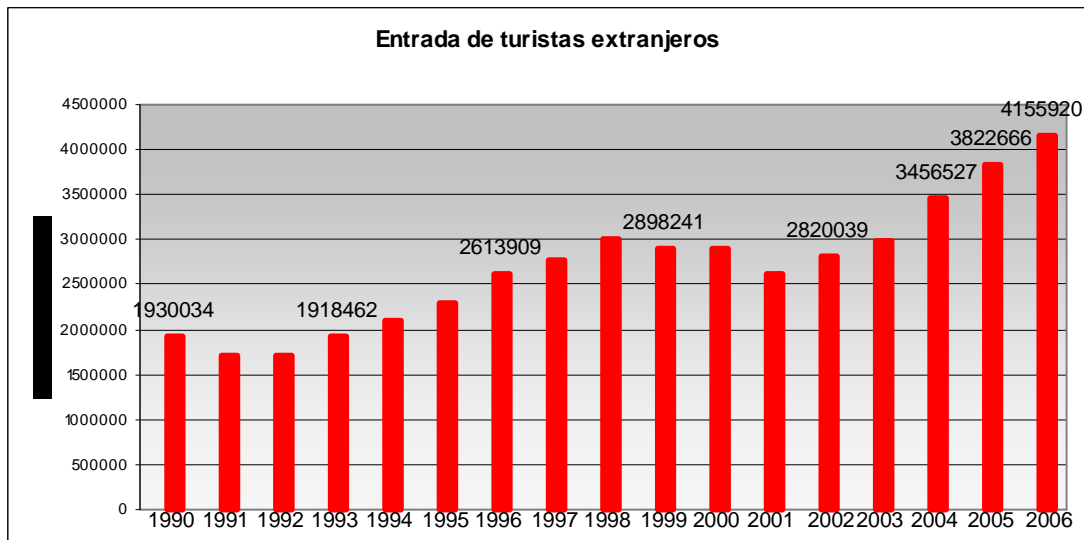
A partir de la salida crisis económica que afectó al país a principios de la década, y desde la salida de la convertibilidad peso – dólar, el turismo internacional en nuestro país ha crecido ininterrumpidamente a tasas satisfactorias.

Las atracciones turísticas, sumadas a las nuevas paridades cambiarias, han convertido a la Argentina en un destino de moda en el turismo mundial.

Sin duda, este factor es determinante para que se verifique un aumento en la tasa de ocupación hotelera y la demanda de hoteles tanto en la ciudad de Buenos Aires como en otros destinos turísticos.

A partir de 2002, hasta 2006, el crecimiento en la entrada de turistas extranjeros ha sido de un promedio anual del 10,2%. El aumento correspondiente al año 2006 en comparación con 2005 fue de 8,7%.

Las proyecciones para el turismo, de no registrarse cambios abruptos en las condiciones macroeconómicas, siguen siendo alentadoras.



Turistas en Buenos Aires

Durante el año 2006, 2.106.835 personas ingresaron a la ciudad de Buenos Aires a través de los aeropuertos de Ezeiza y Aeroparque y del puerto para pernoctar en la ciudad (no se toma en cuenta viajeros en tránsito, viajeros a otros destinos del país o residentes argentinos). Un 67% de estos visitantes, viajó sólo para permanecer en la ciudad de Buenos Aires.

Este dato muestra un incremento del 14,86% con respecto al año 2005 (1.834.203 visitantes).

Del total de visitantes, 295.846 han declarado que viajaron por negocios.

Asistentes a Congresos, Reuniones y Ferias

Durante el año 2006 se realizaron en la Ciudad de Buenos Aires 418 eventos, un 2% más que en el año 2005, mostrando un incremento anual promedio del 6% en los últimos 4 años.

El total de visitantes, ya sean de origen argentino o extranjero, durante el año 2006, fue de 297.453 personas, reflejando un incremento del 9,4% con respecto a 2005, como se puede observar en el gráfico.

Según encuestas relevadas, un 59,6% de los visitantes opta por alojarse en hoteles, siendo un 25,1% los que optaron por alojarse en hoteles de 3 estrellas y un 29,5% en hoteles 4 estrellas.

Las proyecciones para la realización de eventos de este tipo en Buenos Aires son alentadoras. Informes sobre la industria de las Ferias y Congresos en Argentina estiman que la cantidad de eventos continuará creciendo. En el año 2007 se organizaron importantes congresos mundiales, como el de Dermatología con 15.000 asistentes, y para el año 2008 se está organizando el Congreso Mundial de Cardiología, con un número de asistentes cercano a 20.000.

Relación Crecimiento del PBI – Actividad Hotelera

Resulta evidente que la devaluación del Peso argentino a partir del año 2002 ha sido un impulsor clave en el crecimiento del turismo nacional e internacional en el país. La devaluación aumentó significativamente la competitividad-precio del sector medida en dólares, y el aumento fue aun más importante si los precios se miden en euros.

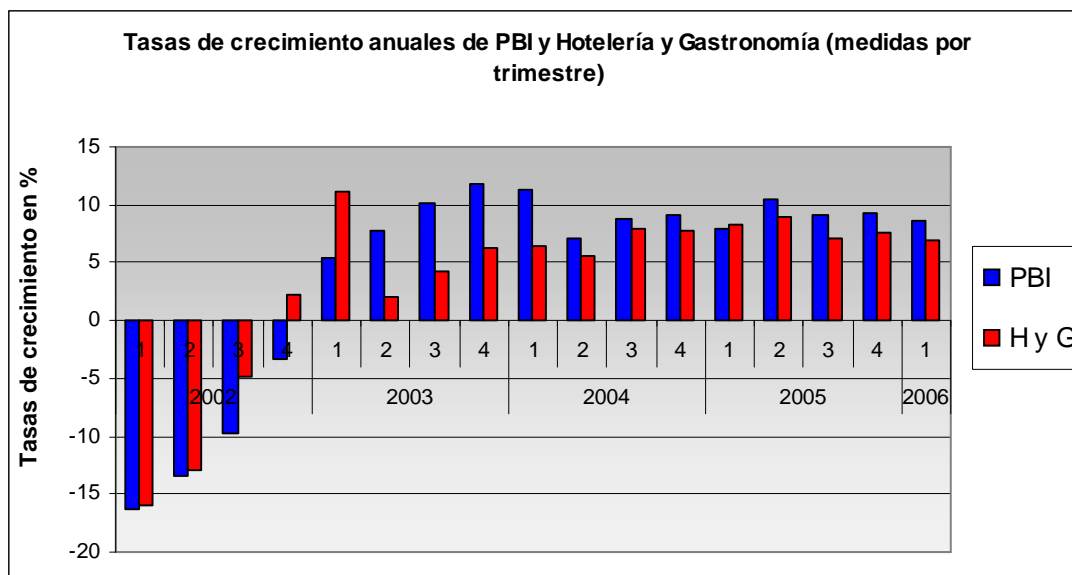
La nueva relación cambiaria resulta atrayente para el turista extranjero, que encuentra en el país un destino diferente, sofisticado, variado y exótico, a buenos precios.

Asimismo, el turismo nacional en la Ciudad de Buenos Aires ha resultado beneficiado dado que turistas del interior del país optan por viajar dentro del territorio nacional, a partir de que los viajes al exterior resultaron encarecidos por esta nueva paridad del Peso – Dólar.

Sin embargo, no sería lógico plantear a este hecho como el único factor determinante. La recuperación económica del país ha tomado un papel preponderante. Afecta principalmente a la población local, que cuenta con mejores ingresos para destinar a turismo. Pero además establece un escenario más propicio para el turismo en general y más atrayente para el turista extranjero. La recuperación macroeconómica del país ha sido noticia en todo el mundo, y ese dato es positivo a la hora de evaluar viajes e inversiones que se realizarán en otro país.

La actividad hotelera se muestra como dependiente de la macro, pero con mejor desempeño que el promedio de la economía. La evolución del sector analizada a partir de los datos del sistema de cuentas nacionales, muestra un comportamiento asociado al ciclo económico, aunque con un mejor desempeño que el promedio de la economía en determinados períodos.

Muestra de ello es la relación que se manifiesta entre el crecimiento del Producto Bruto Interno y el sector Hotelaría y Gastronomía.



Es notoria cómo ambas tasas presentan comportamientos similares a partir de la devaluación del Dólar a comienzos del 2002.

Posiblemente, el hecho que la recuperación en las tasas de crecimiento del producto del rubro Hotelería y Gastronomía haya sido más rápida o anterior a la recuperación del PBI es un indicio que la devaluación tuvo un impacto más rápido en este rubro que en otros de la economía.

En tanto el sector de la Hotelería y la Gastronomía desarrolle políticas sistémicas de competitividad tendientes a la mejora continua de la calidad y al mantenimiento de la competitividad-precio que le permitan aprovechar el evidente despertar turístico de la Argentina, su crecimiento podrá ser aún mayor al esperado. La diferencia entre desarrollar o no desarrollar estas políticas puede ser sustancial.

Análisis de la oferta hotelera

De acuerdo a la normativa vigente (Ordenanza 36.136/80), surge en el Informe Anual de Alojamientos Turísticos de la Ciudad de Buenos Aires la oferta de alojamientos turísticos según las diferentes categorizaciones.

	Establecimientos			Plazas	
	2005	2006		2005	2006
1 Estrella	24	25	1 Estrella	1903	1877
2 Estrellas	43	46	2 Estrellas	4177	4353
3 Estrellas	44	43	3 Estrellas	6809	6629
4 Estrellas	54	52	4 Estrellas	12179	12018
5 Estrellas	17	17	5 Estrellas	8155	8155
Total	182	183	Total	33223	33032

	Habitaciones	
	2005	2006
1 Estrella	902	874
2 Estrellas	2100	2199
3 Estrellas	3188	3106
4 Estrellas	5863	5771
5 Estrellas	4087	4087
Total	16140	16037

En cuanto a la distribución geográfica de los establecimientos, el 32,8% se encuentran en el barrio de San Nicolás (microcentro), destacándose los de 3 y 4 estrellas. El segundo barrio de mayor concentración hotelera es Retiro con un 19 % con mayor presencia de hoteles de 5 estrellas seguido de Balvanera (14,7 %) con predominancia en hoteles de 3 estrellas.

Por lo tanto, en el barrio de San Nicolás, donde estará ubicado el hotel, hay 16 hoteles 3 Estrellas y 26 hoteles 4 Estrellas.

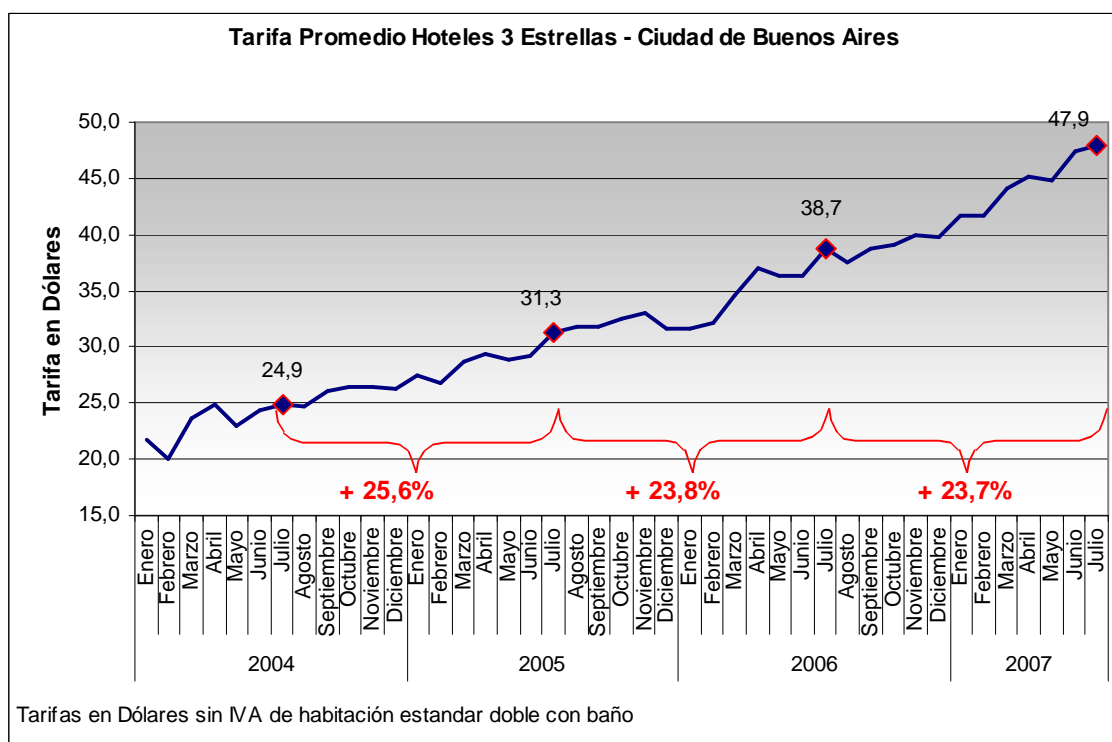
Analizando la evolución de la oferta, que ha sido casi nula en los últimos años, y dado el aumento en la demanda hotelera, podemos entender el por qué de la creciente tasa de ocupación de habitaciones, la cual se encuentra en picos muy altos sobre todo en el microcentro, y podemos concluir que a pesar de haber aumentado la demanda, no aumenta la oferta, posiblemente por la existencia de altas barreras de entrada al sector.

b) Precios

A continuación se presenta una serie histórica de precios de hoteles de 3 estrellas en la Ciudad de Buenos Aires.

A partir de la misma, es posible dar cuenta de un aumento progresivo que se ha registrado durante los últimos años en la tarifa promedio de este tipo de establecimiento hotelero, acompañando el aumento de precios generalizados que se desarrolla en el país, y por encima aún del aumento del Índice de Precios al Consumidor.

Es así como se puede deducir que las tarifas hoteleras dependen más del nivel de precios y costos internos, que de una tarifa internacional.



De hecho, un costo preponderante de los establecimientos hoteleros es el costo de la mano de obra, cuyo salario ha registrado periódicos aumentos en los Convenios Colectivos de Trabajo (Convenio 389/04 entre Federación Empresaria Hotelera Gastronómica y la Unión de Trabajadores del Turismo, Hoteleros y Gastronómicos, ha registrado aumentos en un promedio del 20% en el última año para las diferentes categorías en la Ciudad de Buenos Aires).

Otro indicio de que las tarifas hoteleras dependen más de la economía local que de tarifas internacionales es que hoteles de una misma cadena y una misma categoría, suelen tener tarifas muy diferentes de acuerdo al país o ciudad en la que se encuentren, y en base al nivel de precios y paridad cambiaria de aquel.

También es probable que el aumento de precios que se ha dado en los últimos años sea en parte producto del aumento en las tasas de ocupación hotelera y el no aumento en la oferta hotelera en la ciudad (mayor demanda, sin aumento de oferta).

El promedio de tarifas en la ciudad para hoteles de 3 estrellas es USD 47,90 sin impuestos para el mes de Julio de 2007, último mes con estadísticas oficiales. Según un análisis llevado a cabo, el promedio en la zona del microcentro (barrio San Nicolás) es desde un 15% más alto que el promedio general, arrojando tarifas entre USD 55.- y USD 65.- por habitación doble con baño privado.

¿Cómo se determinan los precios de un hotel nuevo?

Los precios en hotelería están divididos según las categorías de los hoteles. A más estrellas, más servicios, y a más servicios, más alta es la tarifa que se cobra.

Pero no sólo la categoría del hotel o los servicios que se prestan determinan el precio a cobrar. Otro factor importante en la determinación de una tarifa hotelera es la ubicación del hotel y su cercanía a centros turísticos y el acceso de los medios de transporte.

Es por ello que para analizar el rango de tarifas en las que trabajará un hotel nuevo, es preciso conocer el promedio y el rango de precios que se manejan en hoteles de similares características y similar ubicación.

A partir de ello, el hotel podrá analizar en qué punto puede establecer sus propias tarifas dentro de dicho rango, de acuerdo a sus metas financieras y económicas.

En la actualidad, existe una metodología conocida como “*Revenue Management*” muy utilizada a nivel mundial para la determinación de tarifas de establecimientos hoteleros. Esta metodología, la cual es apoyada por sistemas informáticos, tiene como objetivo maximizar los ingresos del hotel tomando ventaja de diferentes tarifas de acuerdo a la demanda de ocupación en cada momento dado. En otras palabras, significa ajustar las tarifas y la cantidad de habitaciones disponibles de acuerdo a la demanda de cuartos.

Estos ajustes de tarifas dependen generalmente de las reservas en un momento determinado, de información histórica, proyecciones, y por qué no, del buen instinto de la gerencia.

Existen herramientas informáticas de apoyo a la toma de decisiones que suministran información sobre el rendimiento y previsiones sobre la demanda con el objetivo clave del “*Revenue Management*”: optimizar los ingresos de cada habitación disponible en cada momento.

Dada esta nueva corriente adoptada para la determinación de tarifas, podemos entender por qué existen para un hotel, diferentes tarifas de acuerdo a diversos segmentos de mercado, así como diferentes tarifas en cada período del año.

Es imprescindible entonces para un desarrollo hotelero, a la hora de definir los precios que cobrará a sus clientes, tener en claro qué posición tomará de acuerdo al rango de precios del mercado para hoteles similares, así como una estrategia de tarifas que permita optimizar los ingresos de acuerdo a tarifas más convenientes según el índice de ocupación de habitaciones, entre otras variables.

En cuanto a qué posición ocupará en el rango general de tarifas del mercado de hoteles de igual categoría, es importante destacar que numerosos estudios han revelado que ante

tasas de ocupación altas (mayores al 70%), definir tarifas por debajo del promedio o de la competencia puede tener un efecto negativo sobre el total de ingresos del establecimiento.

Esto se debe a que altas tasas de ocupación combinadas con demandas turísticas generalmente inelásticas, provocan que el aumento de habitaciones alquiladas por una reducción en el precio, no compense la pérdida de ingresos que generan los descuentos en tarifas.

c) Barreras de entrada / salida

La oferta de hoteles 3 estrellas en el microcentro ha permanecido estable en los últimos años. En el barrio de San Nicolás, como se menciona en anteriormente, existen en la actualidad 16 hoteles de esta categoría y 26 hoteles de 4 estrellas.

Las tasas de ocupación hotelera han crecido a niveles óptimos para la inversión hotelera (tasas de ocupación superiores al 60%-65% son consideradas aptas para una inversión de bajo o moderado riesgo), el flujo de visitantes ha aumentado, sin haber aumentado la oferta. Esto se debe principalmente a las barreras de entrada del sector, y a que, dado el nivel de tarifas hoteleras, el negocio puede resultar posiblemente poco atractivo si se lo evalúa exclusivamente desde el punto de vista operativo. Una alternativa de inversión en hotelería puede ser apostar a la revalorización del terrero: comprar un hotel, obtener resultados operativos moderados y esperar a la venta del inmueble para realizar la mayor parte de la ganancia.

Barreras de entrada

- Dificultad, en el microcentro porteño, para conseguir inmuebles aptos para el desarrollo de emprendimientos hoteleros.
- Alto costo de los inmuebles y activos fijos.
- Inversiones inmobiliarias en la construcción tienden a enfocarse en negocios del tipo oficinas o viviendas.

Barreras de salida

Este es un sector que no presenta importantes barreras de salida.

Los hoteles tienen un valor de reemplazo, dado que el activo subyacente suele tener un uso alternativo con inversión relativamente baja (por ejemplo, convertir el hotel a unidades residenciales u oficinas, o en el peor de los casos, reutilización del terreno).

1.3 Análisis de Fortalezas / Oportunidades / Debilidades / Amenazas

Fortalezas

- Ubicación estratégica en microcentro porteño, en donde se encuentran las tasas de ocupación hotelera más altas del país.
- Edificio con fachada antigua, pero reciclado y con estilo moderno y minimalista en el interior, características muy apreciadas en la actualidad por el turismo, y poco común en el nivel de hotelería de 3 estrellas.

Debilidades

- Poco conocimiento del mercado.

- Bajo nivel de popularidad, al no pertenecer el hotel a cadenas internacionales de alojamientos.

Oportunidades

- Crecimiento sostenido de la economía.
- Aumento del tipo de cambio real que mejora la competitividad precio del sector turístico.
- Buen desempeño de Argentina como atracción turística a nivel internacional.
- Crecimiento a nivel nacional en la organización de eventos internacionales.

Amenazas

- Estancamiento de la economía y desaceleración en el crecimiento del PBI, índice altamente relacionado con la demanda turística.
- Cambios en la política económica con respecto al tipo de cambio, cuya apreciación puede afectar negativamente al sector turismo.

1.4 Identificación de las variables clave

Las variables clave del proyecto son la tasa de ocupación hotelera y las tarifas de las habitaciones, las cuales están relacionadas con el flujo de turistas y viajeros de negocios que llegará al país durante la vida del hotel, que a su vez se relaciona estrechamente con la competitividad precio y el bienestar de la economía.

Hablar de competitividad de precio no significa solamente la cotización del dólar nominal. El valor real del dólar es clave para este mercado, razón por la cual el nivel de precios y salarios es determinante.

Las variables sobre las cuales el hotel tiene un claro control no son muchas y se relacionan con las estrategias de ventas, fidelización de la clientela y diferenciación respecto de la competencia. También posee control sobre la tarifa a facturar, dentro de determinado rango existente en el mercado. La estrategia del “Revenue Management” es una herramienta que de ser bien aplicada, puede arrojar resultados muy satisfactorios, optimizando el nivel de ingresos de establecimiento.

Las variables fuera del alcance del Hotel serían la cantidad de turistas en la ciudad de Buenos Aires, que a su vez depende de variables macroeconómicas como la variación del tipo de cambio, inflación, acuerdo salariales, nivel general de la economía o impactos de nivel internacional (guerras, atentados, etc).

a) Tarifa

Ya se hizo mención a cómo se determinan las tarifas de un nuevo emprendimiento hotelero. La tendencia indica que la tarifa puede variar día a día, de acuerdo al nivel de ocupación del hotel y la búsqueda de la tarifa óptima por habitación ocupada.

De todas formas es posible hablar de promedios. En el mes de Julio 2007, último mes con datos oficiales, la tarifas promedio de hoteles de 3 estrellas en la zona céntrica de Buenos Aires se ubicaban en el rango de USD 55.- a USD 60.-

En este esquema se manejará la tarifa promedio del hotel para el primer año, sumando un porcentaje cercano al 15% por la comisión a agencias de viaje en habitaciones que se contratan a través de éstas y no directamente con el hotel.

Se estima que el 50% de los huéspedes llegarán a través de agencias de viajes, mientras que un 44% serán huéspedes corporativos, es decir, personas que llegan a la ciudad por negocios y congresos y cuyas tarifas son acordadas directamente por las empresas con el hotel. El 6% restante corresponde a personas que se presentan espontáneamente en el hotel (segmento “walk-in”), así como empleados de aerolíneas aéreas y del gobierno.

b) Tasa de Ocupación

La tasa de ocupación de hoteles de similares características en el centro porteño se encuentran en la actualidad en un rango del 70% al 85%. Estas tasas son comúnmente aceptadas como buenas a muy buenas para el desempeño de un establecimiento hotelero. Si bien la misma depende en gran medida de factores que no están al alcance del manejo del hotel, sí se puede lograr mejorar la ocupación dentro de este rango a través de buenas políticas comerciales de fidelización de clientes, diferenciación con hoteles similares y buen desempeño en el desarrollo del “*Revenue Management*”.

b) Costos

En cuanto a los costos, se parte de un costo variable unitario por habitación de USD 10.- diarios. Esto incluye el costo de los insumos de los baños, frigobar, desayuno y costos diarios de roturas y reemplazos.

También se calculan costos variables de comercialización, que se refiere específicamente a la comisión que se otorga a las agencias de viaje. La comisión promedio se calcula en un 15% sobre la tarifa que se establece para agencias. El 50% de los huéspedes se estima contratarán al hotel a través de agencias.

En hotelería, sin embargo, la mayor parte de los costos son fijos. Entre los mismos, los de mayor incidencia son los sueldos del personal. Los salarios que se planea abonar a los empleados son los exhibidos en la primer parte de este trabajo.

2- PROYECCIÓN Y EVALUACIÓN

Se establecen para el análisis tres escenarios macroeconómicos excluyentes, en los cuales se define un conjunto valores de variables no controlables y su proyección.

Las variables macroeconómicas que se proyectan en estos escenarios son la evolución del PBI, el tipo de cambio Peso – Dólar, los niveles de los índices de precios tanto minorista como mayorista (IPC e IPM), así como la evolución de los salarios y las tasas de interés.

2.1 Premisas y supuestos del caso. “Caso Base”

a) Supuestos macroeconómicos

El escenario base es aquel de mayor probabilidad de ocurrencia. En este análisis, el escenario macroeconómico base que se adopta es el Crecimiento Equilibrado, en función de una tendencia actual pero que supone una tasa baja pero constante de crecimiento, un contexto macroeconómico calmo, sin crisis o sobresaltos.

Se prevé el mantenimiento de un tipo de cambio real alto, aunque levemente decreciente en el tiempo vía inflación, la cual se mantiene en niveles altos pero controlada. El Estado mantiene una disciplina fiscal, y se registra una desaceleración del crecimiento del PBI, que converge a un ritmo sostenible.

Las variables macroeconómicas presentan la siguiente evolución:

- El PBI crece al 6% el primer año, luego al 5%, para a partir del cuarto año crecer a tasas entre 3,5% y 4%.
- El tipo de cambio nominal aumenta entre 4% y 5% los primeros tres años, para luego crecer a un promedio de 3% anual.
- El IPC va disminuyendo de las altas tasas de variación que presenta en la actualidad, partiendo de un nivel del 15% a un 8% anual en el cuarto año, para establecerse en niveles más controlables del 4,5% a partir del año nueve. El IPM registra un comportamiento similar, aunque en los primeros años el aumento del índice es menor que el IPC.
- Los salarios pasan de un aumento anual del 18%, a un alza del 15% en el segundo año, 12% en el tercero, 10% en el cuarto, y luego 8% en el quinto período, para continuar a partir del período nueve en una tasa de aumento del 5% anual.
- El tipo de cambio real, dados estos índices de variación de las variables macroeconómicas y un índice de precios al consumidor en Estados Unidos que aumenta anualmente a una tasa levemente superior al 2%, se estima en el primer año en un valor apenas por encima de 3 \$/USD, y luego registra una disminución gradual del 4,5% el primer año, 2,5% el segundo año, 2,6% el tercero, para luego estabilizarse a partir del quinto período en un valor cercano a 2,80 \$/USD.

b) Proyección de las variables clave

Se identifican a su vez diferentes escenarios microeconómicos del proyecto, en función de las variables clave que se han podido identificar, a las cuales se les asigna una probabilidad de ocurrencia en función del desempeño del hotel en el manejo de las mismas. Estos escenarios se dan independientemente de los escenarios macroeconómicos.

Los escenarios “micro” para las variables Tasa de ocupación y Tarifa por habitación son los siguientes:

Escenarios	ESCENARIOS					Valor Esperado
	Muy Malo	Malo	Aceptable	Bueno	Muy Bueno	
Premisas	1	2	3	4	5	6
Habitaciones ocupadas <i>Probabilidad asignada</i>	65,00% 0,05	70,00% 0,25	75,00% 0,40	80,00% 0,25	85,00% 0,05	75,00% 100%
Tarifa por habitación doble en USD <i>Probabilidad asignada</i>	55,0 0,05	58,0 0,25	62,0 0,40	66,0 0,25	68,0 0,05	62,0 1,00

Una tasa de ocupación del 75% es una tasa aceptable dadas las condiciones actuales del mercado, siendo ésta una tasa levemente inferior al promedio del sector en la zona donde se

ubicará el hotel. El hotel podría alcanzar bajo las mismas condiciones tasas más altas si desarrolla una eficaz política de ventas y estrategias de fidelización de clientes, así como un servicio que lo distinga de hoteles de similares características. Si por el contrario, el hotel no logra desarrollar políticas tendientes a consolidar la demanda, la tasa de ocupación podría ser menor.

El rango de tarifas de USD 55.- a USD 68 es el rango actual de hoteles 3 estrellas en el centro porteño. Las posibilidades del hotel en este sentido están relacionadas con lograr una tarifa promedio superior a USD 62.- con una eficaz implementación de la metodología descrita anteriormente, el “*Revenue Management*”, apuntando a maximizar la tarifa por habitación disponible en cada momento dado. Brindar un servicio diferencial, que apunte a satisfacer necesidades del tipo de turista que se alojará en el hotel, especialmente focalizada al turista de negocios, posibilitará al hotel ubicarse en la franja superior en este rango de precios.

Se opta para los niveles iniciales de las mismas por los valores esperados de los escenarios “micro” anteriormente planteados, siendo la tasa de ocupación inicial del 75% y la tarifa promedio USD 62.-

Proyección

Ya habiendo proyectado las variables macroeconómicas, se debe proyectar el comportamiento de las variables “micro” a partir de las mismas.

Como se mencionó a lo largo del presente estudio, impactan fuertemente en las tasas de ocupación hoteleras el tipo de cambio real y la evolución del PBI.

Para registrar este impacto en la proyección de esta variable, se utiliza un esquema de escalas, en las cuales a diferentes escalas de crecimiento del PBI y de valor del tipo de cambio real (TCR), se proyectan diferentes niveles de tasa de ocupación del hotel. Las escalas se reflejan a continuación:

PBI	Tasa Ocupación
6,0%	90%
5,0%	85%
4,0%	80%
3,0%	75,00%
2,0%	70%
1,0%	65%
0,0%	60%

TCR	Tasa Ocupación
3,6	85%
3,3	80%
3,2	78%
3,0	75,00%
2,9	72,5%
2,7	70%
2,5	68%

A medida que aumenta el crecimiento del PBI o que aumenta el tipo de cambio real (se deprecia el Peso en términos reales), la tasa de ocupación hotelera aumentará. Esto se debe a que un aumento mayor en el PBI significa un mayor nivel de actividad, que favorece tanto al aumento de los viajes de negocios, como al turismo nacional en general (mayor cantidad de turistas de origen nacional). A su vez, da una imagen positiva en el mundo exterior, factor relevante para el turismo de países desarrollados hacia países en desarrollo. Por otro lado, el aumento del tipo de cambio real hace más competitiva a la economía en

términos de paridad internacional, generando un mayor flujo de turistas del exterior hacia el país, incentivados por una paridad cambiaria que los beneficia.

Estos esquemas parten de una tasa de ocupación hotelera del 75%, resultante del valor esperado de los 5 escenarios microeconómicos desarrollados en el punto anterior.

Para el cálculo del tipo de cambio real (TCR), se tomará la proyección del tipo de cambio nominal e índices de precios al consumidor (IPC Argentina y CPI EE.UU) de cada escenario macroeconómico.

Por último, para arribar a una única tasa de ocupación, se deben ponderar las tasas resultantes de ambos esquemas (PBI y TCR) en una sola tasa promedio.

Esta ponderación surge del análisis y estimación de la composición de la totalidad de huéspedes a alojarse según su origen.

Si todos los huéspedes fueran de origen argentino, el impacto del tipo de cambio real sobre la tasa de ocupación sería menor que el impacto del crecimiento del PBI. Simplemente se podría decir que ante un tipo de cambio real alto, al ser el país más competitivo en términos de precios internacionales, sería más difícil para el turista de origen argentino viajar al exterior, por lo que crece el turismo a nivel nacional. Sin embargo esto no tendría mayor envergadura si no existiera un crecimiento real en el PBI.

Del mismo modo, si los turistas fueran de origen internacional, entonces la evolución del tipo de cambio real sería una variable más determinante, por encima del crecimiento del PBI.

Como se ha mencionado anteriormente, el hotel tendrá un importante flujo de huéspedes corporativos (44% de la ocupación total). Dentro de este segmento, se prevé que el 65% será de origen nacional (asistentes a congresos y convenciones, empresarios con negocios en la capital, empleados de firmas con presencia en el interior que viajan a Buenos Aires).

Las proporciones de turistas de negocios según las encuestas de ocupación hotelera de la ciudad e informes de turismo, muestran que el 60% de los turistas de negocios en la ciudad son de origen argentino. Sin embargo, se debe contemplar que los turistas de negocios del exterior suelen hospedarse en su mayoría en hoteles de 4 a 5 estrellas, mientras que los de origen nacional en hoteles de 3 y 4 estrellas. Esto es ratificado por el Informe de Turismo Internacional Año 2006 elaborado por la Subsecretaría de Turismo de la Ciudad de Buenos Aires, en el cual se informa que el 40% de los turistas de origen extranjero eligen por hospedarse en hoteles de categorías 4 y 5 estrellas, mientras que sólo el 26,7% lo hace en hoteles de categoría 3 estrellas o menor.

Del segmento de agencias de turismo y segmento “walk-in” (56% del total), se estima que la proporción de turistas según su origen será en 45% turistas argentinos y 55% del exterior. Si bien el número de turistas en la ciudad se dividen casi en partes iguales entre turistas argentinos o extranjeros, se debe contemplar en este caso que los turistas argentinos eligen hospedarse en diferentes sectores de la ciudad, mientras que los extranjeros privilegian los barrios céntricos.

De este análisis, surge que el 54% de los huéspedes serán de origen nacional, mientras que el 46% de origen extranjero.

A partir de estos supuestos, la ponderación de la tasa de ocupación por niveles de crecimiento del PBI será del 54%, mientras que la tasa en función del tipo de cambio real se ponderará al 46%, para así obtener una tasa de ocupación única dadas estas dos variables macroeconómicas.

Para la proyección de la tarifa del hotel, se tomará como parámetro la evolución del Índice de Precios al consumidor, variando la tarifa en igual proporción que éste.

Para proyectar los costos, se utilizará la variación del IPC para el cálculo de los costos variables por habitación, y para los sueldos del personal, la proyección anual de aumentos generales de salarios.

c) Evaluación Económica Financiera

Para valuar el proyecto se fija un horizonte de 15 años, estableciendo a partir del año 16 una renta permanente basada en la normalización del *free cash flow*, sin tasa de crecimiento ya que no se proyecta reinvertir en el hotel sumas que merezcan ser apreciadas para ampliar capacidad o incorporar otros servicios.

Para actualizar los flujos futuros y arribar al valor del proyecto, se determina una tasa de descuento que corresponde al costo del capital propio. La misma se basa en el modelo de CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), en una versión que se ajusta para su utilización en países emergentes (Metodología Credit Suisse First Boston).

La fórmula es la siguiente:

$$K_e = R_f + \beta * (Pr_{USA}) * \alpha * K$$

Donde:

- K_e : Costo esperado del Equity
- R_f : Tasa libre de riesgo (bono soberano) local = R_f USA + Riesgo País
- β : Se utiliza beta comparable del sector hotelero, 0,65, extraída de la base de Betas por sector publicada en el sitio de Internet de Aswath Damodaran (www.damodaran.com).
- Pr_{USA} : Prima de riesgo en USA (retorno anual exigido sobre la tasa libre de riesgo).
- α : Coeficiente de variación en el mercado local dividido por de coeficiente de variación USA.
- K : Factor de ajuste por interdependencia entre R_f y el “Equity Risk Premium” (Pr_{USA}).

Costo del Capital Propio	
Rendimiento Bono Arg.	8,50%
β Unlevered	0,65
Risk Premium USA	5,0%
Coeficiente de variación Argentina	2,54
Coeficiente de variación USA	2,24
Factor de Corrección	0,86
Re (D/E =0)	11,7%

Dada la tasa de descuento 11,7%, el proyecto arroja los siguientes valores en este escenario base:

VAN (en miles)	USD 646
TIR	22,40%
TIRM	16,21%

En este mismo escenario, se muestran los diferentes totales que arroja el valor del proyecto de acuerdo a los diferentes escenarios de las variables (tasa de ocupación y tarifa) anteriormente detallados.

Escenario Crecimiento Equilibrado (Valores en M USD)							
<i>Tarifa por habitación doble</i>							
<i>Tasa de Ocupación</i>	Escenarios <i>micro</i>	1	2	3	4	5	6
	1	-214	-41	189	419	534	187
	2	-15		172	419	667	416
	3	184	384	649	915	1048	646
	4	383	596	879	1163	1305	876
	5	582	808	1109	1411	1562	1106
	6	184	384	649	915	1048	646
Valor Máximo:		1562		Valor Mínimo:		-214	

Se observa que el valor máximo en este escenario macroeconómico que puede alcanzar el proyecto es de USD 1.561 mil, bajo los supuestos de alcanzar las dos variables clave su mejor escenario. El valor mínimo negativo es de USD 214 mil, que ocurre en el caso de que las dos variables se ubiquen en su peor escenario simultáneamente.

Se puede observar a su vez que el valor del proyecto es negativo sólo en tres combinaciones de escenarios, siendo positivo en todas las demás combinaciones, y que el valor parece ser sensible de manera similar a ambas variables: esto es, ambas presentan en cada escenario valores similares, dado un escenario de la segunda variable. Al final de este trabajo se realiza un análisis de sensibilidad de estas variables en detalle, para analizar su impacto en el valor del proyecto.

En el siguiente cuadro se detallan los valores que toma el proyecto en los tres escenarios macroeconómicos, manteniendo los valores esperados de las variables micro en los escenarios micro.

VALOR ESPERADO DEL PROYECTO				
	1. CRECIMIENTO EQUILIBRADO	2. INVERSIÓN INSUFICIENTE	3. CRISIS CAMBIARIA	Valor Esperado
Probabilidad	50%	40%	10%	100%
Escenario	1	2	3	
Valor (en M USD)	646	589	630	622
Tasa de Ocupación				75,00%
Tarifa por habitación doble				USD 62

El valor esperado del proyecto ponderando los 3 escenarios es USD 646 mil, un 4% por debajo del valor del proyecto en el escenario base.

2.2 Análisis de escenarios alternativos

a) Escenario alternativo: Inversión Insuficiente

En este escenario, con probabilidad de ocurrencia del 40%, la inversión privada resulta insuficiente, mientras el Estado sigue estimulando la demanda y busca sustituir sin éxito la inversión privada. Los ajustes se producen vía precios, generando una mayor inflación, mayor aumento de salarios, una apreciación del tipo de cambio real y aumento de las tasas de interés. El crecimiento se desacelera y se estanca los primeros años.

Partiendo de las mismas variables microeconómicas citadas para el caso base, con los mismos supuestos para su valor su proyección, el proyecto arroja los siguientes valores:

VAN (en miles)	USD 589
TIR	20,92%
TIRM	15,87%

Así como en el caso base, se detallan los diferentes valores que alcanza el proyecto en este escenario macroeconómico dados diferentes escenarios *micro* de las variables clave.

En este caso, el proyecto toma un valor máximo de USD 1.557 mil y un mínimo negativo de USD 314 mil. Si bien el proyecto toma valores inferiores al caso base, también en este escenario sólo aparecen valores negativos solo en las tres combinaciones de escenarios más pobres, siendo en el resto de los escenarios todos los valores positivos.

Escenario Inversión Insuficiente		(Valores en M USD)					
		<i>Tarifa por habitación doble</i>					
<i>Escenarios micro</i>		1	2	3	4	5	6
<i>Tasa de Ocupación</i>	1	-314	-141	89	319	434	86
	2	-96	91	341	590	715	338
	3	122	324	592	861	996	589
	4	339	555	844	1132	1277	840
	5	556	787	1095	1403	1558	1091
	6	122	324	592	861	996	589
Valor Máximo:		1558		Valor Mínimo:		-314	

b) Escenario alternativo: Crisis Cambiaria

En este escenario, con 10% de probabilidad de ocurrencia, las políticas públicas son inconsistentes, habiendo un estímulo a la demanda, pero falta de disciplina fiscal. Se registra un alza considerable en las tasas de interés, existe una corrida contra el Peso y un alza importante en el tipo de cambio nominal, lo que genera una depreciación del tipo de cambio real significativa, aún habiendo aceleración inflacionaria. Cae el PBI y aumenta el riesgo país.

VAN (en miles)	USD 630
TIR	20,77%
TIRM	16,12%

Partiendo de las mismas variables micro de los escenarios anteriores, los valores que toma el proyecto son los siguientes:

Las conclusiones para el análisis de los diferentes valores que puede tomar el proyecto en este escenario dados los distintos escenarios *micro* son similares a los dos escenarios *macro* anteriores. El valor máximo es en este caso USD 1.439 mil y el mínimo negativo USD 134 mil, mostrando sin embargo sólo un caso de valor negativo y una amplitud menor que el resto de los escenarios entre el valor máximo y el mínimo.

Escenario Crisis Cambiaria		(Valores en M USD)					
		Tarifa por habitación doble					
Tasa de Ocupación	Escenarios <i>micro</i>	1	2	3	4	5	6
	1	-134	21	226	431	534	224
	2	43	209	430	650	760	427
	3	219	397	633	869	986	630
	4	395	585	836	1087	1213	833
	5	571	771	1038	1305	1439	1035
	6	219	397	633	869	986	630
Valor Máximo:		1439		Valor Mínimo:		-134	

c) Análisis de los resultados en los diferentes escenarios

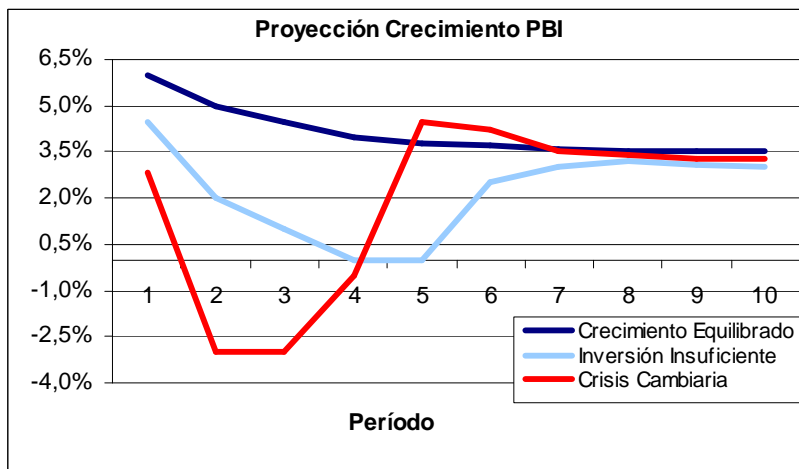
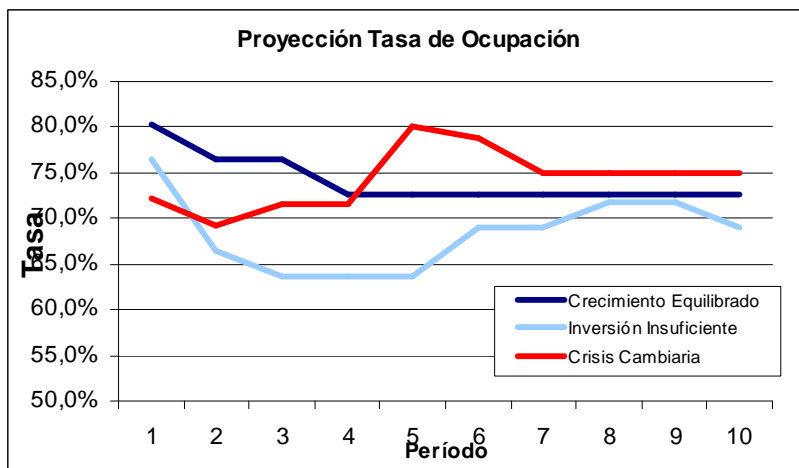
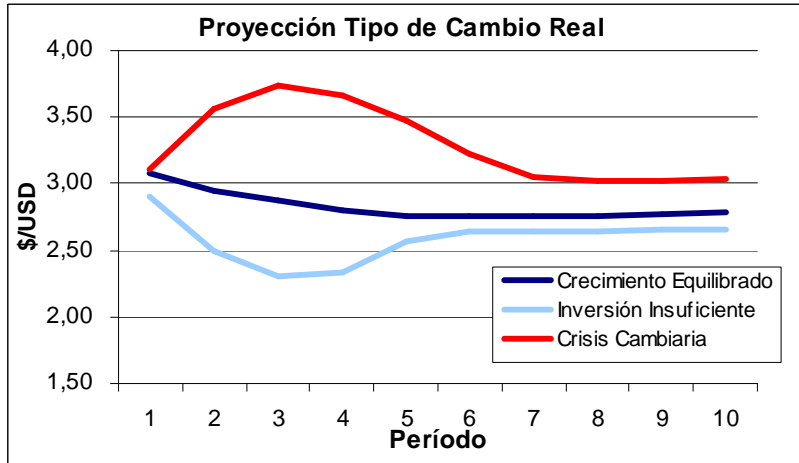
No hay una alta dispersión en los resultados de los 3 escenarios, siendo el desvío estándar casi el 5% del valor esperado ponderado del proyecto.

El escenario base, Crecimiento Equilibrado, es el que arroja el mayor valor esperado para el proyecto. Luego, es el escenario Crisis Cambiaria en donde el proyecto alcanza su segundo mayor valor, por encima del escenario Inversión Insuficiente.

Esto se corresponde a la proyección de las variables en los diferentes escenarios: en el caso base el PBI continua creciendo, la inflación se mantiene alta pero a valores controlables, y el tipo de cambio real se aprecia levemente, para mantenerse luego estable a un valor competitivo cercano a los 2,80 \$/USD. Este escenario es por lo tanto el que mejor combinación de variables presenta para el hotel: el PBI creciendo mantiene un buen nivel de turistas nacionales, y el tipo de cambio es aún competitivo para atraer turistas del exterior. El aumento generalizado de precios y salarios no llega a impactar fuertemente en el margen, con una tarifa que a la vez aumenta al ritmo del crecimiento del IPC.

En el escenario de crisis cambiaria, si bien es el escenario que en los primeros años registra una caída del PBI, el valor del proyecto no cae demasiado con respecto al caso base dado que la crisis cambiaria genera una depreciación del tipo de cambio real que hace más competitivo al país en cuanto a precios internacionales, sobre todo para el sector turismo.

El escenario de inversión insuficiente da el valor más bajo de los tres para el proyecto. La aceleración de la inflación (la mayor de los tres escenarios), genera una marcada apreciación del tipo de cambio real, y si bien el PBI no cae, sí desacelera su crecimiento, con lo cual no puede compensar la caída de la demanda internacional causada por la pérdida de competitividad de precios internacional. A su vez, el aumento de salarios (en términos de dólares), que también es mayor que en los otros escenarios, disminuye el margen de utilidad del hotel.

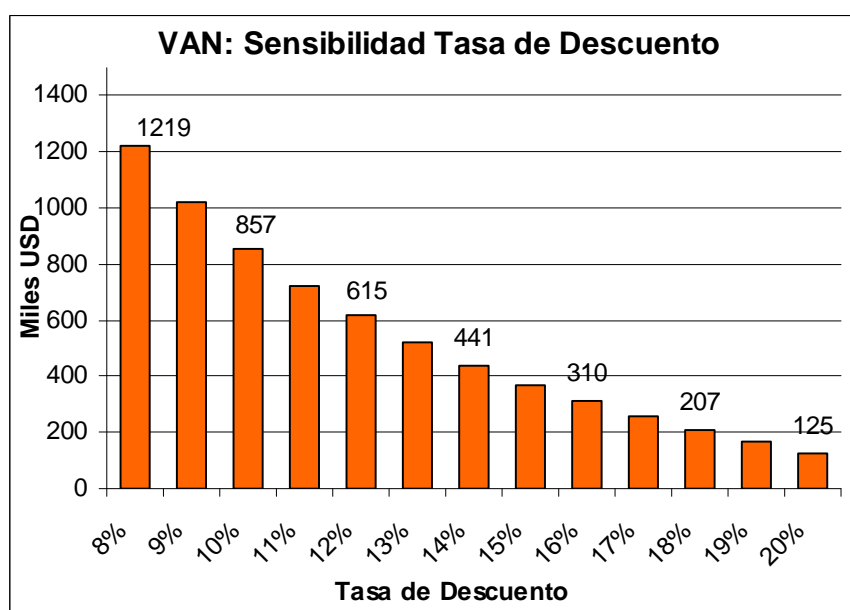


3. INFORME FINAL

3.1 Análisis de Sensibilidad y Riesgo

En esta sección se efectúa un análisis de sensibilidad de la tasa de descuento y de las variables clave del proyecto en el escenario base, Crecimiento Equilibrado.

Se muestra en los gráficos los diferentes valores que toma el proyecto dada la variación de cada una de las variables, manteniendo fijas al resto.



Si la tasa de descuento fuese del 12,7%, 1% mayor a la tasa resultante en este estudio, el valor del proyecto crecería un 18%, a un valor de USD 762 mil.

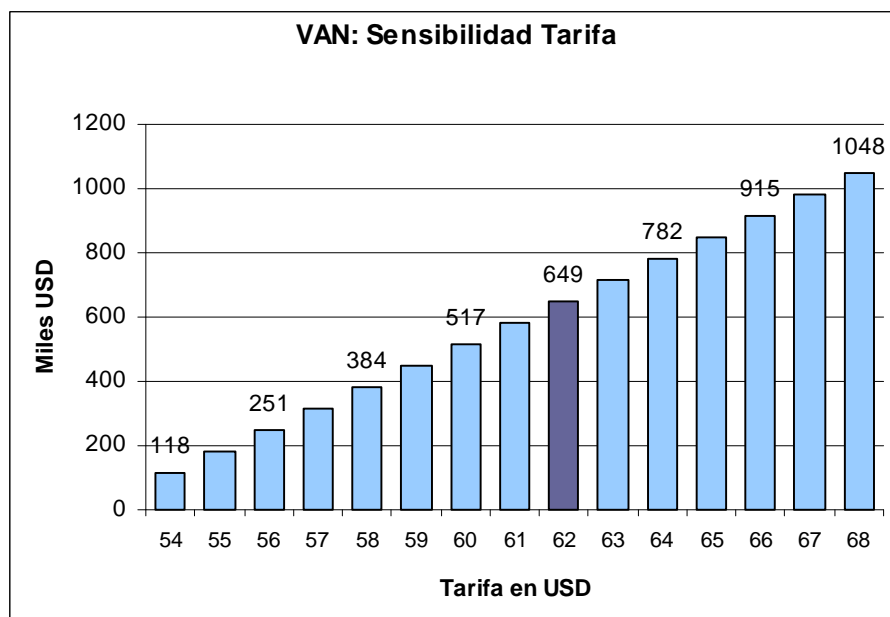
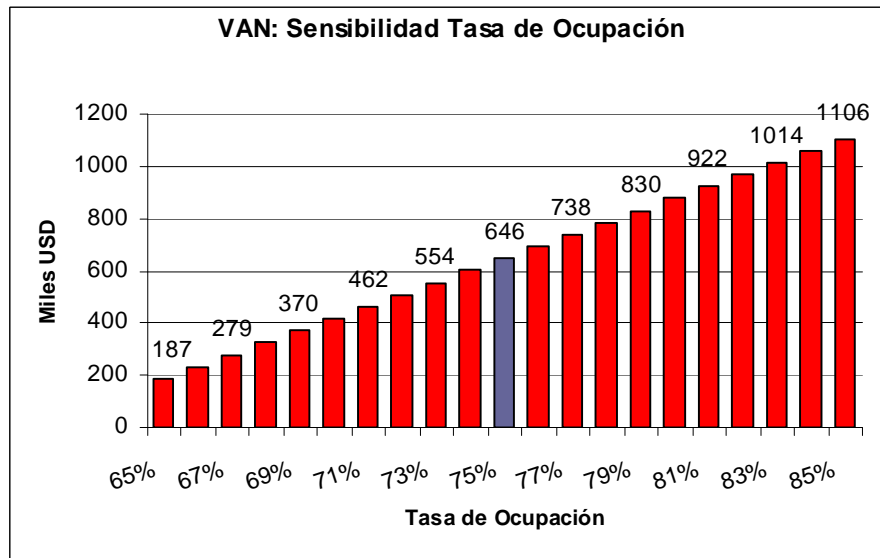
Si la tasa del descuento fuera 1% más baja que la utilizada en los cálculos, es decir, 10,7%, el valor del proyecto sería 15% más bajo, en un valor de USD 548 mil.

Esto demuestra que el proyecto es considerablemente sensible a la tasa de interés. Aún así, en escenarios de tasas muy altas, cercanas al 20%, el valor del proyecto continúa siendo positivo.

Al sensibilizar las dos variables críticas los resultados son similares, y esto confirma por qué son éstas las variables críticas. En ambos casos el proyecto es altamente sensible a estas variables.

El estudio de elasticidad da como resultado que el valor del proyecto es más sensible a la tarifa por habitación que a la tasa de ocupación. La elasticidad arco en función de la tarifa es 6,37, mientras que en función de la tasa de ocupación es 5,34.

De todas maneras es posible ver en el gráfico que aún con tarifas bajas, incluso más bajas que las consideradas en este estudio, el valor del proyecto continúa siendo positivo. Algo similar ocurre con la tasa de ocupación, que aún situándose en un promedio de 65%, el valor del proyecto es cercano a los USD 187 mil.



3.2 Estrategia de Financiamiento

El proyecto es llevado a cabo por tres socios, uno de los cuales es el dueño del inmueble a reciclar, quien aporta dicho bien como parte de la inversión inicial (USD 400 mil). Los otros dos socios aportarán los fondos necesarios para restaurar y renovar el edificio y poder poner al hotel en marcha (USD 262 mil).

Dado este contexto, no está planificado tomar financiamiento externo para llevar adelante el emprendimiento, en especial, porque los socios consideran que las sumas que realmente deben desembolsar no lo ameritan.

Sin embargo, se puede hacer un análisis del valor del proyecto si por lo contrario se tomara deuda para realizar la obra.

El monto a considerar se ajusta al índice de endeudamiento promedio que figura en el sitio de Damodaran (www.damodaran.com) para la industria hotelera (cerca del 25% del valor de mercado de los activos).

La deuda estructural a tomar sería de USD 330 mil, con un plazo de 4 años. El valor del proyecto aumentaría por el ahorro fiscal (escudo fiscal) en USD 63 mil, para llegar a un total de USD 709 mil.

3.3 Conclusiones y Recomendaciones

El proyecto de inversión se analizó de acuerdo a tres escenarios macroeconómicos diferentes proyectados para el país.

Bajo condiciones de crecimiento estable, tasa de inflación a niveles controlables y un tipo de cambio real alto, condiciones que se consideran las más probables conforme el comportamiento observado de las variables, el proyecto arroja, para una inversión inicial de USD 662 mil, un VAN esperado de USD 646 mil y una TIR de 22,4% y una TIR modificada de 16,2%.

En este contexto, el hotel puede alcanzar un valor neto máximo de USD 1.562 mil y un mínimo negativo de USD 214 mil de acuerdo a los diferentes valores que puedan tomar las variables clave del proyecto: tasa de ocupación y tarifa de la habitación.

Sólo en casos de una ocupación a un nivel menor al 70% combinada con tarifas cercanas a los USD 55.- netos el valor neto del proyecto es negativo. Dadas las condiciones de este contexto macroeconómico favorable, estos valores sólo pueden darse con una gestión poco eficaz. El valor del proyecto es altamente sensible a las tasa de ocupación y la tarifa, pero en un contexto favorable como el que atraviesa el país, es difícil que dichas variables puedan presentar una alta volatilidad.

En escenarios menos favorables para la economía, como un contexto de crisis con alza en el tipo de cambio, o uno con desaceleración del crecimiento y alta inflación, el proyecto arroja valores esperados menores pero cercanos al escenario base.

El promedio ponderado del valor actual neto del proyecto en los tres escenarios macroeconómicos es de USD 627 mil, sólo 4% menor que el valor del escenario más esperado y 5,5% más alto que valor esperado en el escenario *macro* más pesimista para el proyecto.

Bajo estas condiciones, el hotel se muestra como un proyecto que mantiene resultados favorables en los distintos contextos económicos proyectados. Tener una demanda repartida entre turistas extranjeros y de origen nacional, implica que la tasa de ocupación depende de más de una variable macroeconómica, en este caso el crecimiento del PBI y el tipo de cambio real y sea así un proyecto que se adapta a diferentes condiciones de la economía.

ANEXOS

ESTADO DE RESULTADOS
Hotel 3 Estrellas microcentro
Miles de USD

	1	2	3	4	5	6	8	10	12	15
Ventas Habitaciones	658	671	703	700	724	742	771	793	817	853
Otros ingresos	33	34	35	35	36	37	39	40	41	43
Total Ventas Brutas	691	704	738	735	760	779	809	833	857	895
Regalías	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Impuesto a los Ingresos Brutos	21	21	22	22	23	23	24	25	26	27
Ingresos Netos	670	683	716	713	737	755	785	808	832	869
(-) Costo Vble de Producción	106	108	114	113	117	120	124	128	132	138
(-) Costo Vble de Comercialización	47	48	50	50	51	53	55	56	58	60
Contribución Marginal	517	528	553	551	569	583	606	624	642	671
Margen de Contribución %	77,2%	77,2%	77,2%	77,2%	77,2%	77,2%	77,2%	77,2%	77,2%	77,2%
(-) Gastos de Planta	261	290	310	328	343	354	372	386	400	423
(-) Gastos de Estructura	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Impuesto a las Transferencias Bancarias	5	5	6	6	6	6	6	6	7	7
(+) Otros Ingresos/ Egresos Operativos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Depreciaciones Bienes de Uso	18	19	20	22	24	25	26	29	30	34
(-) Amortización Cargos Diferidos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(+) Resultado por Exposición a la Devaluación	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Utilidad Operativa	232	211	216	194	196	197	200	201	204	206
(-) Impuesto a las Ganancias Operativo	81	74	76	68	69	69	70	70	71	72
Util. Operativa después de Imp. a las Gcias	151	137	141	126	127	128	130	131	133	134
Margen Operativo %	22,5%	20,1%	19,6%	17,7%	17,3%	17,0%	16,6%	16,2%	15,9%	15,4%
(+) Otros Ingresos/ Egresos No Operativos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Intereses Pagados	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(+) Deducción IIGG por Intereses Pagados	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(+) Intereses Ganados	0	1	3	5	7	7	11	16	19	27
(-) IIGG por Intereses Ganados	0	0	1	2	2	3	4	6	6	9
(-) Impuesto a las Ganancias - No Operativo-	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Utilidad Neta	151	138	143	130	132	133	137	141	145	151

CASH FLOW												
Hotel 3 Estrellas microcentro												
Miles de USD												
		0	1	2	3	4	5	6	8	10	12	15
(+) Utilidad Operativa		232	211	216	194	196	197	200	201	204	206	
(-) Impuesto a las Ganancias Operativo		81	74	76	68	69	69	70	70	71	72	
(+) Depreciaciones Bienes de Uso		18	19	20	22	24	25	26	29	30	34	
(+) Depreciaciones Cargos Diferidos		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
(+) Cash Flow Operativo		169	157	161	148	151	153	156	160	163	168	
(-) Inversión Fija		663	0	0	0	6	24	0	0	32	0	28
(-) Inversión en Cargos Diferidos	#	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Inversión en Capital de Trabajo		39	12	-2	2	-1	2	1	1	1	1	1
Cash Flow Operativo Neto		-701	157	158	159	143	126	152	155	127	162	139
(+) Otros Ingresos / Egresos No Operativos		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Impuesto a las Ganancias No Operativo		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Free Cash Flow		-701	157	158	159	143	126	152	155	127	162	139
(+) Toma Fondos Deuda Estructural		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Servicio Principal Deuda Estructural		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Servicio Intereses Deuda Estructural		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(+) Deducción IIG por Intereses Pagados		0	0	0	0	0	0	3	5	5	8	
Flujo del Accionista		-701	157	158	159	143	126	152	159	132	167	148
(+) Aporte de Capital		701	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Pago de Dividendos			143	131	135	123	125	126	130	134	137	144
(+) Colocaciones (Toma de Fondos) Corto Plazo		0	14	28	25	23	5	30	35	8	42	21
(+) Intereses Cobrados(Pagados) Corto Plazo			0	1	3	5	7	7	11	16	19	27
(-) Impuesto a las Ganancias por Intereses Ganados (Pagados)			0	0	1	2	2	3	4	6	6	9
Total Fuente de Financiamiento		701	-157	-158	-159	-143	-126	-152	-155	-127	-162	-139

Proyección del Negocio

		1	2	3	4	5	6	8	10	12	15
(+) Ventas	M U\$S	691	704	738	735	760	779	809	833	857	895
Ventas Locales		658	671	703	700	724	742	771	793	817	853
Ventas Otros servicios	5%	33	34	35	35	36	37	39	40	41	43
(-) Impuesto a los IIBB	M U\$S	21	21	22	22	23	23	24	25	26	27
Ingreso Neto por Ventas		670	683	716	713	737	755	785	808	832	869
(-) Costo Variable de Producción	M U\$S	106	108	114	113	117	120	124	128	132	138
(-) Costo Variable de Distribución - 15% comisión sobre ventas con comisión (47,2%)		47	48	50	50	51	53	55	56	58	60
Contribución a Gastos Fijos	M U\$S	517	528	553	551	569	583	606	624	642	671
<i>Margen de contribución sobre ventas</i>		<i>75%</i>	<i>75%</i>	<i>75%</i>	<i>75%</i>	<i>75%</i>	<i>75%</i>	<i>75%</i>	<i>75%</i>	<i>75%</i>	<i>75%</i>

Proyección de Variables

	0	1	2	3	4	5	6	8	10	12	15
Tasa de Ocupación de habitaciones	75%	80,40%	76,55%	76,55%	72,70%	72,70%	72,70%	72,70%	72,70%	72,70%	72,70%

de habitaciones por año

		10271	9779	9779	9287	9287	9287	9287	9287	9287	9287
Tarifa promedio habitación doble	us\$/ habitación	62,0	64,0	68,6	71,9	75,4	78,0	79,9	83,0	85,4	87,9
	<i>Var. IPC US\$</i>		<i>3,4%</i>	<i>7,1%</i>	<i>4,8%</i>	<i>4,9%</i>	<i>3,4%</i>	<i>2,4%</i>	<i>1,9%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,5%</i>

Costo Marginal por habitación

10,0	10,3	11,1	11,6	12,2	12,6	12,9	13,4	13,8	14,2	14,8
-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

PROYECCIÓN DE LA TASA DE OCUPACIÓN

Tasa Ocupación		80,40%	76,55%	76,55%	72,70%	72,70%	72,70%	72,70%	72,70%	72,70%	72,70%
Ponderación PBI	54%										
Ponderación TCR	46%										
PBI		6,0%	5,0%	4,5%	4,0%	3,8%	3,7%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Tasa Ocupación según PBI		85%	80%	80%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%
TCR	3,15	3,08	2,94	2,87	2,80	2,76	2,75	2,76	2,78	2,81	2,85
TC nominal	3,15	3,25	3,30	3,40	3,50	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65
IPC - Variación anual		3,4%	7,1%	4,8%	4,9%	3,4%	2,4%	1,9%	1,5%	1,5%	1,5%
CPI USA - Variación anual		1,2%	2,3%	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%	2,0%	1,9%	1,9%	2,0%
Tasa Ocupación según TCR		75%	73%	73%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%

ESCALAS:

PBI	Tasa Ocupación
6,0%	90%
5,0%	85%
4,0%	80%
3,0%	75,00%
2,0%	70%
1,0%	65%
0,0%	60%

TCR	Tasa Ocupación
3,60	85%
3,30	80%
3,15	78%
3,00	75,00%
2,85	72,50%
2,70	70%
2,50	68%

Valuación

1. CRECIMIENTO EQUILIBRADO

	0	1	2	3	4	5	6	8	10	12	15
Free Cash Flow	-701	157	158	159	143	126	152	155	127	162	139
Renta Permanente											1193

Tasa de reinversión 0,0%

Rendimiento de la Inversión

Tasa de Crecimiento 0,0%

	0	1	2	3	4	5	6	8	10	12	15
	-701	157	158	159	143	126	152	155	127	162	1333
	1,0000	0,9463	0,8475	0,7589	0,6796	0,6086	0,5450	0,4371	0,3505	0,2811	0,2019

VALOR BÁSICO PROYECTO	646	Millones de US\$		TIR	22,4%	TIRM	16,2%				
Intereses + Imp. Intereses		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tasa IIGG		35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
											0,0%
											0,0
Cash Flow Ahorro Impositivo		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
		1,0000	0,9158	0,8310	0,7679	0,7032	0,6440	0,5897	0,5131	0,4342	0,3884
											0,3066
VALOR ESCUDO FISCAL	0,0	Miles de USD									
VALOR ACTUAL AJUSTADO	646	Miles de USD									

Valor presente de la inversión	701
Valor presente básico del proyecto	646
Valor escudo fiscal	0
Total Valor Activo	1347
Valor Deuda al inicio	0
Valor Equity empresa en marcha	1347
Total Valor Deuda + Pneto	1347

Autorizo a la Universidad del CEMA a publicar y difundir, a fines exclusivamente académicos y didácticos, el Trabajo Final de mi autoría correspondiente a la carrera cursada en esta institución.

Firma:

Aclaración: Gabriel Becher

DNI: 27.859.326