



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

UNIVERSITY OF PIRAEUS

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

**ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ
ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ
ΣΤΕΛΕΧΗ (EMBA)**

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**Εκτίμηση Εμπορικής Αξίας Ξενοδοχείων:
Κλαδική Μελέτη Πολυτελών Μονάδων της
Αττικής 2009-14**

ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ ΒΡΑΝΤΖΑΣ

ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2017

Αφιερώνεται στους γονείς μου

Εκτίμηση Εμπορικής Αξίας Ξενοδοχείων: Κλαδική Μελέτη Πολυτελών Μονάδων της Αττικής 2009-14

Γεώργιος Κωνσταντίνου Βράντζας

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η Ελλάδα από το 2009 έχει μπει σε μια παρατεταμένη οικονομική κρίση η οποία έχει επηρεάσει την καθημερινότητα και το βιωτικό επίπεδο των πολιτών αλλά και την αξία των υλικών αγαθών, των υπηρεσιών καθώς και των ακινήτων. Σκοπός της εργασίας είναι η κατανόηση της μεθοδολογίας εκτίμησης της εμπορικής αξίας ξενοδοχειακών ακινήτων καθώς και να διαπιστωθεί αν και κατά πόσο η οικονομική κρίση της εξαετίας 2009-14 στην Ελλάδα έχει επηρεάσει την απόδοση και τα οικονομικά τους αποτελέσματά, και κατά συνέπεια, την αξία τους.

Επιλέξαμε να μελετήσουμε τα ξενοδοχεία πέντε αστέρων της Αττικής αφενός γιατί εκεί βρίσκεται η πρωτεύουσα της χώρας, και άρα ένα πολύ σημαντικό κομμάτι του ξενοδοχειακού δυναμικού της, και αφετέρου γιατί οι κρατήσεις δεν παρουσιάζουν ιδιαίτερα έντονη εποχικότητα αφού τα ξενοδοχεία παραμένουν σε λειτουργία όλο το χρόνο.

Σημαντικοί όροι: Ξενοδοχείο, εκτίμηση, Αττική, αξία, πρόβλεψη

ABSTRACT

Since 2009 Greece has entered into a prolonged economic crisis that has affected the everyday life and the living standards of its citizens as well as the value of material goods, services as well as that of real estate assets. The purpose of this thesis is to understand the methodology of estimating the commercial value of hotel properties and to ascertain whether and to what extent the financial crisis of the 2009-14 period in Greece has affected their performance and financial results and, consequently, their value.

We have chosen to study the five star hotel sector of the entire Attica region because Athens is the capital of the country, and therefore features a very important part of Greece's hotel inventory, and because reservations do not follow a highly seasonal pattern since the vast majority of the hotels operate on an annual basis.

Key words: Hotel, appreciation, Attica, value, forecast

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Για την εκπόνηση της παρούσης διπλωματικής εργασίας θα ήθελα να εκφράσω τις θερμότερες ευχαριστίες μου στον επιβλέποντα καθηγητή μου, κύριο Ιωάννη Σώρρο, για την πολύτιμη καθοδήγησή και βοήθεια του καθ' όλη τη διάρκεια της συγγραφής μέχρι και την ολοκλήρωσή της καθώς και στον Αν. Καθηγητή κύριο Παναγιώτη Αρτίκη για την πολύτιμη βοήθειά του.

Επιπλέον θα ήθελα να ευχαριστήσω την εταιρεία ΗVΣ για την παροχή σημαντικών στοιχείων για την πραγματοποίηση αυτής εδώ της έρευνας και ειδικά των Αν. Διευθυντή του γραφείου της εταιρείας στην Αθήνα κύριο Πάυλο Παπαδημητρίου.

Τέλος θα ήθελα να ευχαριστήσω την εταιρία STR Global για την παροχή χρήσιμων δεδομένων για την παρούσα εργασία.

Κατάσταση Πινάκων

Πίνακας 3-1: Ξενοδοχεία 5 Αστέρων Αττικής.....	24
Πίνακας 3-2: Ξενοδοχειακές Επιχειρήσεις Δείγματος.....	26
Πίνακας 3-3: Ξενοδοχειακές Επιχειρήσεις Δείγματος 2012-2014.....	27
Πίνακας 3-4: Ξενοδοχειακές Επιχειρήσεις Δείγματος 2009-2011.....	29
Πίνακας 3-5: Βασικά Οικονομικά Μεγέθη – Ελλάδα.....	30
Πίνακας 3-6: Διανυκτερεύσεις Ξενοδοχείων – Νομός Αττικής.....	31
Πίνακας 3-7: Βασικοί Δείκτες Αποδοτικότητα; Ξενοδοχείων Αττικής.....	31
Πίνακας 3-8: Βασικοί Δείκτες Αποδοτικότητας Ξενοδοχείων – Υπό μελέτη Αγορά.....	32
Πίνακας 3-9: Προβλέψεις Πληρότητας – Υπό μελέτη Αγορά.....	32
Πίνακας 3-10: Προβλέψεις Μέσης Τιμής Δείγματος.....	34
Πίνακας 3-11: Ομαδοποιημένη Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης – Ξενοδοχειακή Αγορά Αθήνας.....	35
Πίνακας 3-12: Έτος Βάσης – Υπό Μελέτη Αγορά.....	37
Πίνακας 3-13: 10ετής Πρόβλεψη Αποτελεσμάτων Χρήσης.....	38
Πίνακας 3-14: Σύνοψη Εκτιμητικών Παραμέτρων	42
Πίνακας 3-15: Ανάλυση Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών.....	43
Πίνακας 3-16: Βασικά Οικονομικά Μεγέθη – Ελλάδα.....	54
Πίνακας 3-17: Διανυκτερεύσεις Ξενοδοχείων Νομού Αττικής.....	55
Πίνακας 3-18: Βασικοί Δείκτες Αποδοτικότητας Ξενοδοχείων Αττικής.....	56
Πίνακας 3-19: Βασικοί Δείκτες Αποδοτικότητας Ξενοδοχείων Αττικής – Υπό Μελέτη Αγορά.....	57
Πίνακας 3-20: Προβλέψεις Πληρότητας – Υπό Μελέτη Αγορά.....	57
Πίνακας 3-21: Προβλέψεις Μέσης Τιμής Δωματίων – Υπό Μελέτη Αγορά.....	58
Πίνακας 3-22: Ομαδοποιημένη Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης Ξενοδοχειακή Αγορά Αθήνας.....	59
Πίνακας 3-23: Έτος Βάσης – Υπό Μελέτη Αγορά.....	61
Πίνακας 3-24: 10ετής Πρόβλεψη Αποτελεσμάτων Χρήσης – Υπό Μελέτη Αγορά.....	63
Πίνακας 3-25: Σύνοψη Εκτιμητικών Παραμέτρων	64
Πίνακας 3-26: Αναμενόμενη Προεξόφληση Ταμειακών Ροών.....	65

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1	Εισαγωγή	1
2	Βιβλιογραφική Ανασκόπηση	2
2.1	Βασικές Εκτιμητικές Μεθοδολογίες.....	2
2.1.1	Εκτίμηση με Βάση την Κεφαλαιοποίηση Εισοδήματος (Income Capitalization Approach)	2
2.1.2	Εκτίμηση με Βάση Συγκριτικές Πωλήσεις (Sales Comparison Approach).....	4
2.1.3	Εκτίμηση με Βάση το Κόστος Αντικατάστασης (Cost Approach).....	6
2.1.4	Εκτίμηση με Βάση τον Εσωτερικό Βαθμό Απόδοσης (Internal Rate of Return – IRR)	7
2.1.5	Προσέγγιση Rushmore	8
2.2	Εναλλακτικές Εκτιμητικές Μεθοδολογίες	10
2.2.1	Δείκτης Εκτίμησης Ξενοδοχείων	10
2.2.2	Εμπειρικός Κανόνας (Rule of Thumb) Μέσης Τιμής Δωματίου.....	12
2.2.3	Ο Εμπειρικός Κανόνας ADR εναντίον της Ανάλυσης Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών	13
2.2.4	Πολλαπλασιαστής Coke can	14
2.2.5	Προσεγγίσεις της αξίας με βάση το εισόδημα	15
2.2.6	Αποτίμηση ξενοδοχείων που ανήκουν σε εταιρία εισηγμένη στο χρηματιστήριο	17
2.3	Αποτίμηση άυλων περιουσιακών στοιχείων για ξενοδοχειακές επενδύσεις	18
2.3.1	Μέθοδος CIV (Calculated Intangible Value).....	19
2.3.2	Προσέγγιση με Βάση την Οικονομική Αξία	20
3	Μεθοδολογία	23
3.1	Εκτίμηση Χαρτοφυλακίου Ξενοδοχείων με Ημερομηνία 1η Ιανουαρίου 2012	28
3.1.1	Συγκριτικές Καταστάσεις Αποτελεσμάτων Χρήσης.....	34
3.1.2	Συνθήκες Προβλέψεων.....	35
3.1.3	Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης - Έτους Βάσης	36
3.1.4	Πρόβλεψη Εσόδων και Εξόδων	37
3.1.5	Εκτίμηση	39
3.1.6	Ανάλυση Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών	42
3.1.7	Επεξήγηση των Υπολογισμών	43
3.2	Εκτίμηση Χαρτοφυλακίου Ξενοδοχείων με Ημερομηνία 1η Ιανουαρίου 2014. ...	47

3.2.1	Συγκριτικές Καταστάσεις Αποτελεσμάτων Χρήσης.....	58
3.2.2	Συνθήκες Προβλέψεων.....	59
3.2.3	Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης - Έτους Βάσης.....	60
3.2.4	Πρόβλεψη Εσόδων και Εξόδων.....	61
3.2.5	Εκτίμηση.....	64
3.2.6	Ανάλυση Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών.....	64
4	Συμπεράσματα.....	66
5	Βιβλιογραφία.....	67

1 Εισαγωγή

Μια εκτίμηση έχει ως στόχο όταν συμφωνηθεί μια τιμή για μια συναλλαγή ανάμεσα σε έναν πωλητή και έναν αγοραστή, η τιμή αυτή να αντικατοπτρίζει την πραγματικότητα. Η εκτίμηση ενός ξενοδοχείου είναι και τέχνη αλλά και επιστήμη (Rushmore, 2001). Το επιστημονικό σκέλος περιλαμβάνει τη χρήση μαθηματικών τύπων ώστε να παρουσιαστεί η αξία όπως την αντιλαμβάνεται ένας τυπικός επενδυτής. Η τέχνη αποτελείται από τις διάφορες παραδοχές που τροφοδοτούν τους τύπους ώστε να υπολογιστεί η αξία.

Σκοπός της εργασίας είναι η κατανόηση της μεθοδολογίας εκτίμησης της εμπορικής αξίας ξενοδοχειακών ακινήτων καθώς και να διαπιστωθεί αν και κατά πόσο η οικονομική κρίση της πενταετίας 2010-14 στην Ελλάδα έχει επηρεάσει την απόδοση και τα οικονομικά τους αποτελέσματά, και κατά συνέπεια, την αξία τους. Ειδικότερα, θα μελετηθούν τα ξενοδοχεία πέντε αστέρων που βρίσκονται εντός του Μητροπολιτικού Κέντρου της Αθήνας.

Υπάρχουν διάφορες μέθοδοι οι οποίες χρησιμοποιούνται στην εκτίμηση ξενοδοχειακών μονάδων, άλλες πιο συχνά και άλλες σπανιότερα. Κάποιες από αυτές είναι πιο απλοποιημένες, και έτσι προσφέρουν ευκολία και ταχύτητα στους υπολογισμούς, και κάποιες άλλες είναι πιο εξειδικευμένες. Ωστόσο, ένας επαγγελματίας εκτιμητής ακινήτων είναι καλύτερο να χρησιμοποιήσει περισσότερες από μία μεθόδους ώστε το αποτέλεσμα να είναι όσο το δυνατόν πιο ακριβές.

Η εργασία καλύπτει το μεγαλύτερο μέρος από τα θέματα που συνδέονται με την εκτίμηση της εμπορικής αξίας των ξενοδοχειακών ακινήτων και εμβαθύνει περισσότερο στις τρεις δημοφιλέστερες και πιο κοινές μεθόδους. Αυτές είναι:

- Η εκτίμηση με βάση την κεφαλαιοποίηση εισοδήματος (Income Capitalization Approach)
- Η εκτίμηση με βάση συγκριτικές πωλήσεις άλλων ακινήτων (Sales Comparison Approach)
- Η εκτίμηση με βάση το κόστος αντικατάστασης του ακινήτου (Cost Approach)

2 Βιβλιογραφική Ανασκόπηση

2.1 Βασικές Εκτιμητικές Μεθοδολογίες

Το 1996 οι deRoos and Corgel εξήγησαν πως χρησιμοποιούνται οι ακόλουθες προσεγγίσεις στην εκτίμηση της αξίας των ξενοδοχείων.

- Η εκτίμηση με βάση την κεφαλαιοποίηση εισοδήματος (Income Capitalization Approach)
- Η εκτίμηση με βάση το κόστος αντικατάστασης (Cost Approach)
- Η εκτίμηση με βάση τις συγκριτικές πωλήσεις άλλων ακινήτων (Sales Comparison Approach).

Οι παραπάνω μέθοδοι θεωρούνται αρκετά ακριβείς αλλά όπως αναφέρεται και στο εγχειρίδιο με τίτλο «Hotels and Motels: Valuations and Market Studies» η αποτίμηση με βάση την κεφαλαιοποίηση θεωρείται η πιο ακριβής απ' όλες. Επίσης, η μέθοδος του εσωτερικού βαθμού απόδοσης (IRR) αλλά και η λεγόμενη "προσέγγιση Rushmore" θεωρούνται πολύ δημοφιλείς ανάμεσα στους επενδυτές και τους ιδιοκτήτες ξενοδοχειακών επιχειρήσεων.

2.1.1 Εκτίμηση με Βάση την Κεφαλαιοποίηση Εισοδήματος (Income Capitalization Approach)

Σύμφωνα με τα επαγγελματικά πρότυπα του Royal Institute of Chartered Surveyors (RICS Professional Standards 2017), η μέθοδος προσόδου ή κεφαλαιοποίησης εισοδήματος ή επενδυτική μέθοδος ή κερδών εφαρμόζεται κυρίως για την εκτίμηση ακινήτων τα οποία παράγουν εισόδημα και τα οποία παρουσιάζουν επενδυτικό ενδιαφέρον για έναν δυνητικό αγοραστή. Πρόκειται για μια βασική μέθοδο που χρησιμοποιείται για να εκτιμηθεί η παρούσα αξία μελλοντικών οφελών που σχετίζονται με μία ιδιοκτησία ακινήτου σε συγκεκριμένες συνθήκες αγοράς. Στην εκτίμηση ακινήτων τα οφέλη αυτά μπορεί να είναι είτε μελλοντικό εισόδημα (μισθώματα), είτε έσοδα από την επιχειρηματική λειτουργία του ακινήτου είτε μελλοντική ανταποδοτική κεφαλαιακή αξία.

Δύο είναι οι τεχνικές της μεθόδου εισοδήματος:

- Τεχνική άμεσης κεφαλαιοποίησης, σύμφωνα με την οποία ο υπολογισμός της αξίας του ακινήτου προκύπτει από την κεφαλαιοποιημένη αξία του εκτιμώμενου εισοδήματος, υπό την προϋπόθεση της ύπαρξης αγοράς με εισοδήματα αντίστοιχα με του υπό εκτίμηση ακινήτου. Σύμφωνα με την τεχνική αυτή, το εκτιμώμενο εισόδημα ενός μόνο έτους μετατρέπεται σε αξία. Το προβλεπόμενο εύλογο εισόδημα ή ταμειακή ροή κεφαλαιοποιείται στο διηνεκές με την υπόθεση ότι δε θα υπάρξει καμία μεταβολή του παραγόμενου εισοδήματος, του επιτοκίου κεφαλαιοποίησης και καμία παύση στη ροή εισοδήματος.
- Τεχνική προεξόφλησης ταμειακών ροών, σύμφωνα με την οποία ο υπολογισμός της αξίας του ακινήτου προκύπτει από τον προσδιορισμό της παρούσας αξίας των αναμενόμενων μελλοντικών εσόδων μέσω των προεξοφλημένων ταμειακών ροών της περιόδου μελέτης, βασισμένη είτε στα προβλεπόμενα μισθώματά του είτε στα οικονομικά στοιχεία της επιχείρησης που λειτουργεί στο ακίνητο και τα συγκριτικά στοιχεία επιχειρήσεων του κλάδου.

Σύμφωνα με την τεχνική αυτή, η αξία του ακινήτου προκύπτει ως το άθροισμα των προβλεπόμενων μελλοντικών εσόδων που προκύπτουν από τα εισοδήματα (καθαρά ή μεικτά) που αυτό αποφέρει, και της υπολειμματικής αξίας του ακινήτου στο τέλος του χρονικού ορίζοντα που εξετάζεται η επένδυση (δηλαδή στο n έτος). Επομένως λαμβάνεται υπόψη το όφελος λειτουργίας του ακινήτου κατά τη διάρκεια n ετών.

Το ποσό της αρχικής επένδυσης σε ένα ακίνητο συγκρίνεται με τις προσδοκώμενες μελλοντικές ταμειακές ροές που θα προέλθουν από τη λειτουργία του ξενοδοχείου οι οποίες εκφράζονται σε καθαρά παρούσα αξία χρησιμοποιώντας το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο. Αυτή η διαδικασία σύμφωνα με τους Brealey και Meyers (2000) ενσωματώνει τον κίνδυνο που συνδέεται με τις ταμειακές ροές. Οι Menorca και Kishore (1996) υποστηρίζουν ότι η τεχνική αυτή περιλαμβάνει επίσης όλες τις οικονομικές πτυχές της επενδυτικής απόφασης.

Όπως εξήγησε ο Rushmore το 2005, η βάση για την εκτίμηση ενός ξενοδοχειακού ακινήτου είναι η εισοδηματική προσέγγιση, η οποία λαμβάνει υπόψη της τα καθαρά αποτελέσματα (καθαρά λειτουργικά αποτελέσματα θεωρούνται τα αποτελέσματα προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων) και τα αξιοποιεί για τη εκτίμηση της αξίας του ξενοδοχείου. Το πραγματικό καθαρό αποτέλεσμα έχει ως στόχο να αντικατοπτρίσει τα αναμενόμενα αποτελέσματα εκμετάλλευσης ενός ξενοδοχείου κατά τη διάρκεια του

κύκλου ζωής του, συμπεριλαμβανομένων όλων των σταδίων που μπορεί να περιλαμβάνονται σε αυτόν όπως κτίσιμο, λειτουργία, ακμή, παρακμή και τερματισμός λειτουργίας. Ως εκ τούτου, αυτό το καθαρό εισόδημα περιλαμβάνει όλα τα έσοδα καθώς και όλα τα έξοδα που προκύπτουν κατά τη λειτουργία ενός ξενοδοχείου όπως η διαδικασία κρατήσεων, η ενοικίαση δωματίων, η πρόσληψη και η εκπαίδευση του προσωπικού, η συντήρηση, η αγορά εξοπλισμού, και οι μυριάδες άλλες δραστηριότητες που απαιτούνται ώστε να λειτουργεί ένα ξενοδοχείο. Σε πολλές περιπτώσεις, όταν ένα ξενοδοχείο έχει ανοίξει εδώ και αρκετά χρόνια και έχει θεωρητικά σταθεροποιήσει τη λειτουργία του, ο εκτιμητής μπορεί να χρησιμοποιήσει τα πιο πρόσφατα αποτελέσματα χρήσης του ξενοδοχείου.

Αν και η προσέγγιση με βάση την κεφαλαιοποίηση εισοδήματος είναι η πιο δημοφιλής μέθοδος εκτίμησης ακινήτων μεταξύ των επενδυτών, έχει δεχθεί κάποιες επικρίσεις. Όπως εξηγείται από τον Damodaran (1996), τα μοντέλα που χρησιμοποιούνται για την εκτίμηση μπορεί να είναι ποσοτικά, αλλά εξακολουθεί να υπάρχει ένα μεγάλο ποσό υποκειμενικής κρίσης. Ο Stuart-Jones (1982) σχολίασε ότι η μέθοδος της Καθαρής Παρούσας Αξίας εξαρτάται υπερβολικά από τις εκτιμήσεις των μελλοντικών επιδόσεων όσον αφορά την ανάπτυξη χωρίς το πλεονέκτημα της πρόσβασης σε λεπτομερείς πληροφορίες για την πραγματοποίηση αυτών των προβλέψεων. Ενώ είναι αλήθεια ότι οι προεξοφλημένες ταμειακές ροές θα παράσχουν κάποια απόδοση για μια λογική τιμή, απομένουν και άλλοι παράγοντες που μπορούν να επηρεάσουν τον τύπο, όπως ο βαθμός κάλυψης του τοκοχρεωλυσίου ή ο βαθμός κάλυψης του τόκου.

2.1.2 Εκτίμηση με Βάση Συγκριτικές Πωλήσεις (Sales Comparison Approach)

Η μέθοδος με βάση τις συγκριτικές πωλήσεις χρησιμοποιείται για τον προσδιορισμό της αξίας ενός ακινήτου με βάση τα στοιχεία των ήδη πραγματοποιημένων συναλλαγών ή ζητούμενων τιμών για άλλα ακίνητα με παρόμοια χαρακτηριστικά με το εκτιμώμενο κάνοντας τις κατάλληλες προσαρμογές. Η μέθοδος των συγκριτικών στοιχείων χρησιμοποιείται σε κάθε περίπτωση που μπορούν να υπάρχουν, σε ικανοποιητική ποσότητα, αξιόπιστα συγκριτικά στοιχεία δικαιπραξιών ή και ζητούμενων τιμών ελεύθερης αγοράς για αντίστοιχα ακίνητα στην εγγύς περιοχή του εκτιμώμενου ακινήτου. Η εν λόγω μέθοδος καταλήγει στην εκτίμηση της αξίας ενός ακινήτου, μέσα από την άμεση σύγκρισή του με άλλα γνωστής αξίας παρόμοια ακίνητα, εφαρμόζοντας διάφορες παραδοχές που αφορούν την ακριβή θέση, τον

προσανατολισμό, τη δυνατότητα πρόσβασης, τις υποδομές, την προβολή κ.λπ. (RICS Professional Standards 2017)

Ενώ οι επενδυτές ενδιαφέρονται για αυτή την προσέγγιση δεν στηρίζουν μόνο σε αυτή τη μέθοδο την τελική απόφαση τους για το αν θα προχωρήσουν σε μια επενδυτική κίνηση. Οι άυλες πτυχές του ακινήτου δεν περιλαμβάνονται σε αυτή τη μέθοδο, οπότε το αποτέλεσμα της αποτίμησης θα δώσει μόνο «μια ένδειξη της αξίας αυτή τη στιγμή» (Rushmore 2006).

Τα κύρια βήματα για αυτή τη μέθοδο αποτίμησης είναι τα εξής: (Προσαρμοσμένα από Stein Valuation, Inc):

1. Η περιγραφή του υπό εκτίμηση ακινήτου θα πρέπει να αφορά μόνο τα χαρακτηριστικά τα οποία είναι σχετικά με την χρήση που μας ενδιαφέρει. Εάν το ακίνητο είναι μικτής χρήσης (π.χ. οικόπεδο πάνω στο οποίο βρίσκεται εμπορικό κέντρο, ξενοδοχείο και χώροι στάθμευσης), θα πρέπει να διαιρεθεί σε κατηγορίες χρήσεων.
2. Πρέπει να βρεθούν παρόμοια ακίνητα που έχουν πουληθεί πρόσφατα στην περιοχή γύρω από το εκτιμηθέν ακίνητο.
3. Το εκτιμηθέν ακίνητο πρέπει να συγκριθεί με άλλα παρόμοιου μεγέθους. Πριν καταλήξουμε στη σύγκριση θα πρέπει να ορίσουμε μια μονάδα σύγκρισης.

Οι τρεις άλλες πιο χρησιμοποιούμενες συγκρίσεις είναι:

- Ο πολλαπλασιαστής ακαθάριστου εισοδήματος (Effective Gross Income Multiplier): που είναι η τιμή πώλησης διαιρεμένη με την πρόβλεψη ακαθάριστου εισοδήματος σε σταθεροποιημένη πληρότητα.
 - Τα έσοδα προ τόκων φόρων και αποσβέσεων: είναι το ακαθάριστο προγραμματισμένο εισόδημα μείον τα καθαρά λειτουργικά έξοδα, αλλά χωρίς να ληφθούν υπόψη οι τόκοι, οι αποσβέσεις των δανείων, οι αποσβέσεις ή οι φόροι εισοδήματος.
 - Το συνολικό ποσοστό το οποίο υπολογίζεται διαιρώντας τα κέρδη προ φόρων τόκων και αποσβέσεων με την ακαθάριστη τιμή πώλησης.
4. Συγκρίνεται κάθε πωληθέν ακίνητο με το προς εκτίμηση κάνοντας τις ανάλογες προσαρμογές στα χαρακτηριστικά στα οποία οφείλεται η αξία τους ώστε να

είναι συγκρίσιμα με αυτό το εκτιμηθέν. Ο εκτιμητής αναζητά εκείνες τις συγκρίσιμες πωλήσεις που έχουν τη μεγαλύτερη συνάφεια με το προς εκτίμηση ακίνητο όσων αφορά τα στοιχεία που επηρεάζουν την αξία του π.χ. όρους, χρόνος και κατάσταση πώλησης, τοποθεσία του ακινήτου, μέγεθος, ζώνη, ηλικία, φύση, ποιότητα και κατάσταση εγκαταστάσεων, κτλ.

5. Βρείτε μια κεντρική τάση που ακολουθεί η αξία των ακινήτων. Αφού οι πωλήσεις των διαφόρων ιδιοκτησιών συγκριθούν, η κάθε μια εξακολουθεί να δίνει μια ενδεικτική εικόνα της αξίας της. Σε αυτό το σημείο, η υποκειμενική κρίση του εκτιμητή είναι πιο σημαντική από τα μαθηματικά. Ο εκτιμητής πρέπει να αποφασίσει σε ποιες πτυχές του εκτιμώμενου ακινήτου θα δώσει βάρος και ποιες θα υπολογίσει λιγότερο.

2.1.3 Εκτίμηση με Βάση το Κόστος Αντικατάστασης (Cost Approach)

Η μέθοδος με βάση το κόστος αντικατάστασης στηρίζεται στην οικονομική θεωρία της αντικατάστασης και βασίζεται στη λογική ότι ένας ενημερωμένος αγοραστής δεν θα πληρώσει για την αγορά ενός ακινήτου, περισσότερο από το κόστος αναπαραγωγής ενός αντίστοιχου ακινήτου ανάλογων χαρακτηριστικών. Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, υπολογίζεται η αξία του εκτιμώμενου ακινήτου, με βάση το κόστος αναπαραγωγής / αντικατάστασής του. Η μέθοδος με βάση το κόστος αντικατάστασης εφαρμόζεται όταν δεν είναι εφικτή η εφαρμογή της συγκριτικής μεθόδου ή της μεθόδου της κεφαλαιοποίησης του εισοδήματος. Χρησιμοποιείται για ακίνητα χαμηλής εμπορευσιμότητας, τα οποία απευθύνονται σε εξειδικευμένους χρήστες και για ειδικά ακίνητα τα οποία δεν μπορούν να διατεθούν εύκολα στην αγορά, για τα οποία δεν μπορούν να αντληθούν συγκριτικά στοιχεία, ώστε να εκτιμηθούν με άλλη μέθοδο. Χρησιμοποιείται επίσης για αυτοτελή ακίνητα άλλων κατηγοριών (π.χ. κατοικιών εκτός αστικών κέντρων) επικουρικά με άλλη μέθοδο, με μειωμένη βαρύτητα, όταν δεν υπάρχει διαμορφωμένη κτηματαγορά στην περιοχή για το είδος του ακινήτου και δεν υπάρχει επομένως ικανός όγκος διαθέσιμων στοιχείων, ή όταν το ακίνητο είναι μοναδικό στην περιοχή (RICS Professional Standards 2017).

Η μέθοδος της εκτίμησης με βάση το κόστος αντικατάστασης ενός ακινήτου μπορεί να παρέχει μια αξιόπιστη εκτίμηση για μια νέα ιδιοκτησία, αλλά καθώς η ιδιοκτησία παλαιώνει, παράγοντες όπως η χρονική και λειτουργική απαξίωσή της είναι δύσκολο να υπολογιστούν. Εξάλλου, οι περισσότεροι από τους επενδυτές που

δραστηριοποιούνται στην αγορά ανησυχούν για την απόδοση της επένδυσής τους και την παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών.

Παρά τους περιορισμούς της συγκεκριμένης μεθόδου, τα βασικά στοιχεία της εκτίμησης με βάση το κόστος αντικατάστασης χωρίζονται σε τέσσερα στάδια:

1. Εκτίμηση της αξίας της γης σαν να είναι άδεια και διαθέσιμη για τη βέλτιστη χρήση της (highest and best use)
2. Εκτίμηση του κόστους κατασκευής νέων εγκαταστάσεων κατά την ημερομηνία της εκτίμησης, συν το οποιοδήποτε επιχειρηματικό όφελος και οποιοδήποτε άλλο σχετικό κόστος ανάπτυξης
3. Αφαίρεση οποιασδήποτε μορφής συσσωρευμένων αποσβέσεων οι οποίες θα μπορούσα να χωριστούν σε:
 - Χρονική απαξίωση του ακινήτου
 - Λειτουργική απαξίωση, αποκαταστάσιμη ή όχι
 - Εξωτερική απαξίωση, συνήθως μη αποκαταστάσιμη (Stein valuation Inc).
4. Πρόσθεση των αξιών που προκύπτουν από τα βήματα 1 και 3

2.1.4 Εκτίμηση με Βάση τον Εσωτερικό Βαθμό Απόδοσης (Internal Rate of Return – IRR)

Ο εσωτερικός βαθμός απόδοσης (Internal Rate of Return – IRR) αποτελεί το ετήσιο ποσοστό επιστρεφόμενου ποσού, το οποίο επιτυγχάνεται από ένα πρόγραμμα, κατά το οποίο το σύνολο των μειωμένων χρηματικών εισροών που διαρκούν όσο διαρκεί και το πρόγραμμα ισούται με το σύνολο του κεφαλαίου που επενδύθηκε. Εναλλακτική μέθοδος επεξήγησης αυτού του μεγέθους είναι ότι το IRR αποτελεί το τμήμα του επιτοκίου, το οποίο μειώνει την Καθαρή Τρέχουσα Αξία (Net Present Value) ενός προγράμματος σε μηδενικές τιμές (Capital Investment Appraisal, n.d).

Το IRR θεωρείται μια από τις πλέον χρησιμοποιούμενες μεθόδους εκτίμησης που χρησιμοποιούνται στις ΗΠΑ. Οι Jang και Yu (2002) πραγματοποίησαν μια σύγκριση μεταξύ εμπορικών εταιρειών και ξενοδοχειακών εγκαταστάσεων στις οποίες συμπεριλαμβάνονταν καζίνο χρησιμοποιώντας τη μέθοδο IRR προκειμένου να υπολογίσουν την απόδοση των ξενοδοχειακών επενδύσεων. Η μελέτη αυτή θα χρησιμοποιηθεί προκειμένου να κατανοηθεί πλήρως η χρήση της IRR μεθόδου.

Οι Yang και Yu (2002) επέλεξαν μια άλλη μέθοδο προσέγγισης αντί του IRR. Έκαναν διαχωρισμό του IRR σε επιστροφές επιχειρησιακής φύσεως και επιστροφές εκτίμησης ακινήτων, μέσω κατακερματισμού της τεχνικής IRR. Οι Brueggeman και Fisher (1997) προτείνουν τον IRR ως ένα καλό μέτρο εκτίμησης της απόδοσης των επενδύσεων στη βάση των εισροών κεφαλαίων, που συνδέονται τόσο με το λειτουργικό κόστος των επιχειρήσεων όσο και με την επαναπώληση ιδιοκτησιών. Το όφελος από τη μέθοδο IRR εντοπίζεται στο ότι επιτρέπει στους επενδυτές να κατανοήσουν εύκολα και να συγκρίνουν τα ποσοστά μεταξύ των εναλλακτικών προγραμμάτων και επενδύσεων.

2.1.5 Προσέγγιση Rushmore

Τα τέσσερα στοιχεία που αποτελούν την αξία των ξενοδοχείων, το κόστος οικοπέδου, οι εγκαταστάσεις, ο εξοπλισμός (FF&E - Furniture, fixtures, and equipment) και η λειτουργία της όλης επιχείρησης, όλα μαζί συνδυάζονται για να παράξουν έσοδα. Το οικόπεδο δημιουργεί έσοδα με βάση τα χαρακτηριστικά της τοποθεσίας του, οι εγκαταστάσεις αφορούν τους χώρους διαμονής, οι επισκέπτες χρησιμοποιούν τον εξοπλισμό (FF&E) και η επιχείρηση διαχειρίζεται τη λειτουργία. Τα έσοδα, έξοδα και η ταμειακές ροές που προκύπτουν είναι επομένως το αποτέλεσμα αυτών των τεσσάρων συνιστωσών και πρέπει συνεπώς να διαχωριστούν προκειμένου να υπολογιστεί το τμήμα των εσόδων που προέρχεται από το οικόπεδο και τις εγκαταστάσεις. Η προσέγγιση Rushmore το επιτυγχάνει αυτό αφαιρώντας από το συνολικό εισόδημα κάθε εισόδημα που αποδίδεται στα συστατικά στοιχεία του εξοπλισμού και της λειτουργίας αφήνοντας το εισόδημα που αποδίδεται στο οικόπεδο και τις εγκαταστάσεις, που στη συνέχεια μπορεί να κεφαλαιοποιηθεί σε μια εκτίμηση της αξίας της ακίνητης περιουσίας. (Rushmore, 2005)

Σύμφωνα με τον Rushmore (2002), η ανάπτυξη ενός νέου ξενοδοχείου είναι μια ισορροπία μεταξύ του κόστους του οικοπέδου, των εγκαταστάσεων, της επίπλωσης και της τελικής αξίας του ολοκληρωμένου έργου. Η τελική αγοραία αξία πρέπει να υπερβαίνει το κόστος κατασκευής για να αξίζει η υλοποίηση της επένδυσης. Το πρώτο βήμα είναι να καθοριστεί το ποσό που πρέπει να δαπανηθεί στην αγορά του οικοπέδου. Προκειμένου να ξεκαθαριστεί η ιδιαίτερη αυτή τεχνική, αναλύεται στη συνέχεια ένα υποθετικό παράδειγμα.

Μια ξενοδοχειακή μονάδα 100 κλινών, η οποία προβλέπεται να επιτυγχάνει ποσοστό πληρότητας περί του 80% με μία μέση τιμή δωματίου €80 στο τρίτο έτος λειτουργίας.

Αρχικά πρέπει να προβλεφθεί το ποσό από τα έσοδα πωλήσεων των δωματίων:
Συνολικός αριθμός δωματίων (100) x 365 ημέρες/έτος x προβλεφθείσα πληρότητα (80%) x (προβλεπόμενη μέση τιμή δωματίου €80) = €2.336.000 (έσοδα από πώληση δωματίων)

Το επόμενο βήμα είναι να γίνει μια προσαρμογή ανάλογα με την τοποθεσία της ιδιοκτησίας. Το ακόλουθο παράδειγμα θα δώσει μια ξεκάθαρη εικόνα της θεωρίας.

Τοποθεσία σε περιοχή αυτοκινητοδρόμου 2 - 3%

Προαστιακή τοποθεσία 4 - 8%

Κεντρική τοποθεσία 6 - 10%

Τοποθεσία σε σημαντικό σημείο της πόλης 7 - 11%

Κάθε μια από τις παραπάνω τοποθεσίες θα προσδώσει διαφορετική βαρύτητα στην αξία πώλησης του δωματίου. Με αυτόν τον τρόπο ένα ξενοδοχείο που βρίσκεται μέσα στην πόλη επιτυγχάνει μεγαλύτερα έσοδα πώλησης από ένα άλλο που βρίσκεται σε αυτοκινητόδρομο. Πολλαπλασιάζοντας κάθε ένα από αυτά τα ποσοστά με τα προβλεπόμενα έσοδα από την πώληση των δωματίων μπορεί να υπολογιστεί με καλύτερο τρόπο το ακριβές ποσό.

Υποθέτοντας ότι η ξενοδοχειακή μονάδα βρίσκεται σε προάστιο της πόλης, τα έσοδα από τις πωλήσεις θα πρέπει να προσαρμοστούν κατά 5% προκειμένου να υπολογιστεί αυτή ακριβώς η προβλεπόμενη αξία πώλησης. Υιοθετώντας αυτή την στρατηγική τα προβλεπόμενα έσοδα πωλήσεων υπολογίζονται ως εξής:

Έσοδα πώλησης δωματίων x 5% = προσαρμοσμένα έσοδα πώλησης δωματίου ανάλογα με την τοποθεσία. Σε αυτή την περίπτωση η προσαρμοσμένη αξία εσόδων πώλησης δωματίων θα είναι €2.336.000 x 0,05 = €116.800

Προκειμένου να υπολογιστεί η αξία ακινήτου, τα προσαρμοσμένα έσοδα των δωματίων διαιρούνται με το επιτόκιο δανεισμού ώστε να καταλήξει στο μέγιστο ποσό που πρέπει να καταβληθεί για το οικοπέδο.

Προσαρμοσμένη αξία εσόδων πώλησης/κόστος δανεισμού = αξία οικοπέδου. Εάν υποθέσουμε το επιτόκιο είναι 6,5%, τότε το συνολικό κόστος οικοπέδου ισούται με €116.800/0,065 = €1.796.923.

Βάσει αυτής της εκτίμησης ο επενδυτής θα πρέπει να προχωρήσει στην αγορά του οικοπέδου μόνον εάν το κόστος είναι μικρότερο από €1.796.923. Ωστόσο, από εμπειρικά στοιχεία της αγοράς προκύπτει ότι το κόστος οικοπέδου δεν θα πρέπει να υπερβαίνει το 15 - 20% του συνολικού κόστους της επένδυσης.

Τα έσοδα από τις πωλήσεις των δωματίων παίζουν σημαντικό ρόλο στην απόφαση για το ποιο θα πρέπει να είναι το κόστος του οικοπέδου, αν και θα πρέπει να λαμβάνεται πάντα υπόψη η τοποθεσία, η οποία αποτελεί ίσως τον σημαντικότερο παράγοντα στην απόφαση για την αξιολόγηση του ξενοδοχείου και στο πόσο μεγάλο όφελος μπορεί να αναμένει ο επενδυτής από μελλοντικά έσοδα πωλήσεων.

Το παραπάνω παράδειγμα μας δίνει μια σαφή ιδέα ως προς το πώς πρέπει να εκτιμάται η αξία του οικοπέδου όταν επιχειρείται να αναπτυχθεί μια ξενοδοχειακή μονάδα, δίχως να υπολογίζεται η αξία του χρήματος αναφορικά με τον χρόνο.

2.2 Εναλλακτικές Εκτιμητικές Μεθοδολογίες

Στο πλαίσιο της παγκοσμιοποίησης της βιομηχανίας ξενοδοχειακών εγκαταστάσεων, οι επενδυτές χρησιμοποιούν όλο και πιο εκλεπτυσμένες τεχνικές αξιολόγησης ξενοδοχειακών εγκαταστάσεων, προκειμένου να αντανakλώνται τα οικονομικά χαρακτηριστικά που προκύπτουν από την κατοχή ενός ξενοδοχείου και τη δομή που έλαβε χώρα μια αγοραπωλησία. Παρακάτω περιγράφονται ορισμένες από αυτές τις τεχνικές αξιολόγησης, οι περισσότερες από τις οποίες βασίζονται στην εισοδηματική μέθοδο και στην προεξόφληση ταμειακών ροών, αλλά παρέχουν μια πιο συμπαγή μέθοδο προσδιορισμού των προβλεπόμενων εσόδων και των ποσοστών κεφαλαιοποίησης, τα οποία πρέπει να ληφθούν υπόψη για να καθοριστεί η αξία ενός συγκεκριμένου ακινήτου.

2.2.1 Δείκτης Εκτίμησης Ξενοδοχείων

Ο Δείκτης Εκτίμησης Ξενοδοχείων (Hotel Valuation Index - HVI) δημιουργήθηκε από την εταιρεία HVS που εξειδικεύεται σε εκτιμήσεις ξενοδοχειακών ακινήτων και εξετάζει/παρακολουθεί 46 πόλεις των Η.Π.Α. (Rushmore & Goldhoff, 1997). Η ομάδα της HVS έχει αναπτύξει ένα μέτρο κυκλικών αλλαγών στην ξενοδοχειακή βιομηχανία, η οποία έχει αντίκτυπο στις αξίες των ξενοδοχείων. Η ομάδα καταγράφει τις τάσεις στις

αξίες των ξενοδοχείων σε περιοχές με ιδιαίτερο επενδυτικό ενδιαφέρον και για διαφορετικές κατηγορίες ξενοδοχειακών ακινήτων. Παρατηρώντας στο παρελθόν τους κύκλους ανάπτυξης μιας ξενοδοχειακής μονάδας και προβλέποντας τις αξίες των ξενοδοχείων στο μέλλον μέσω της χρήσης του HVI οι ερευνητές μπορούν να οργανώσουν τη στρατηγική εισόδου και εξόδου στην αγορά και να επωφεληθούν από τα αναπόφευκτα скаμπανεβάσματα στις αξίες της αγοράς.

Ο HVI αποτελεί μια στρατηγική αναφοράς στην αξιολόγηση ξενοδοχειακών ακινήτων η οποία έχει επεκταθεί ώστε να καλύψει πολλές περιοχές σε όλες τις Η.Π.Α. και για τις πέντε κατηγορίες ξενοδοχείων ενώ τα τελευταία χρόνια έχει αναπτυχθεί ο ίδιος δείκτης και για πολλές πόλεις και προορισμούς στην Ευρώπη και στην Ασία.

Ο δείκτης βασίζεται στην πραγματική πληρότητα και στην τιμή πώλησης των δωματίων ανά περίοδο (Room rate- date) όπως αυτά παρέχεται από την εξειδικευμένη εταιρεία παρακολούθησης ξενοδοχειακών δεδομένων STR Global, καθώς και λειτουργική κερδοφορία των ξενοδοχείων κάθε περιοχής και τέλος στα ποσοστά κεφαλαιοποίησης όπως αυτά υπολογίζονται και εφαρμόζονται από την HVS (Rushmore & Goldhoff, 1997). Ο HVI, ο οποίος ξεκίνησε από την HVS το 1986, αντικατοπτρίζει τις τάσεις στην αγορά διαχρονικά και μελετά τη συμπεριφορά ενός πρόθυμου αγοραστή και ενός πρόθυμου πωλητή αποκλείοντας λογικές γρήγορων και βεβαιασμένων ενεργειών ρευστοποίησης.

Δίνει μεγαλύτερη βαρύτητα στη μέθοδο κεφαλαιοποίησης εισοδήματος και κατά δεύτερο λόγο στην υποστήριξη που παρέχεται από τις μεθόδους των συγκριτικών πωλήσεων και του κόστους αντικατάστασης. Οι αξίες των ξενοδοχείων μεταλλάσσονται σε βάθος χρόνου λόγω των διαφορετικών προσδοκιών στα ποσοστά απόδοσης και στα ποσοστά κεφαλαιοποίησης. Ο HVI σχεδιάστηκε ώστε να απεικονίζει τις αλλαγές αυτές και να ποσοτικοποιεί το μέγεθος των αξιών που προκύπτουν από τις μεταβολές τόσο στα αποτελέσματα των ξενοδοχείων όσο και στα κόστη δανεισμού και απόδοσης ιδίων κεφαλαίων (Rushmore & Goldhoff, 1997). Επιπλέον επιτρέπει στους επενδυτές ξενοδοχείων να συγκρίνουν και να πραγματοποιούν διάφορους συσχετισμούς των αξιών των ξενοδοχείων σε διαφορετικές αγορές ή/και σε διαφορετικές κατηγορίες (π.χ. πολυτελή, 4-αστέρων, 3-αστέρων, κ.λπ.).

Ο HVI μπορεί να χρησιμεύσει ως μια μέθοδος αξιολόγησης ενός συγκεκριμένου ακινήτου τόσο για έναν επενδυτή όσο και για έναν δανειστή. Φυσικά απαιτούνται πιο

ειδικοί υπολογισμοί προκειμένου να καθοριστεί μια μοναδική μέθοδος αξιολόγησης των επενδυμένων κεφαλαίων.

2.2.2 Εμπειρικός Κανόνας (Rule of Thumb) Μέσης Τιμής Δωματίου

Η ξενοδοχειακή βιομηχανία έχει έναν πολύ γνωστό εμπειρικό κανόνα (rule of thumb) αναφερόμενο στη μέση τιμή δωματίου (Average Daily Rate - ADR) ενός ξενοδοχείου που ορίζει ότι ένα ακίνητο πρέπει να δημιουργήσει €1 σε ADR ανά €1.000 σε αξία ανά δωμάτιο (O'Neill, 2003). Αυτός ο εμπειρικός κανόνας σπάνια χρησιμοποιείται ως κύρια μέθοδος αποτίμησης, ωστόσο, παρέχει κάποια διορατικότητα για τους διαχειριστές του ξενοδοχείου κατά τον καθορισμό των τιμών των δωματίων.

Εμπειρικοί κανόνες έχουν χρησιμοποιηθεί στην εκτιμητική ακινήτων για πολλά χρόνια, ωστόσο, πιο ακριβείς και ενημερωμένοι πίνακες αξιών απαιτούνται, ιδιαίτερα για εμπορικά ακίνητα. Όπως έχει ήδη αναφερθεί, ο εμπειρικός κανόνας μέσης τιμής δωματίου των ξενοδοχείων, λέει ότι ένα ξενοδοχείο πρέπει να παράγει ένα ευρώ ανά χίλια σε αξία δωματίου. Με άλλα λόγια, ένα ξενοδοχείο 100 δωματίων που έχει αναπτυχθεί ή αγοραστεί για €12 εκατομμύρια θα πρέπει να αποτιμηθεί σε €120.000 ανά δωμάτιο. Με βάση τον κανόνα ADR, αυτό το ακίνητο θα πρέπει, εμπειρικά πάντα, να επιτυγχάνει €120 μέση τιμή δωματίου.

Μια πιο πρόσφατη προσθήκη στον κανόνα είναι ο πολλαπλασιαστής τιμής δωματίου. Αυτός ο αντίστροφος υπολογισμός εκτιμά ένα ξενοδοχείο πολλαπλασιάζοντας 1.000 φορές τη μέση τιμή δωματίου ανά δωμάτιο (Rushmore & deRoos, 1991). Για παράδειγμα ένα ξενοδοχείο 100 δωματίων με €120 μέση τιμή δωματίου θα μπορούσε να εκτιμηθεί ως εξής:

$$1.000 \times 100 \text{ δωμάτια} \times €120 \text{ ανά δωμάτιο} = €12.000.000$$

Ένα από τα ερωτήματα που εγείρονται όταν εφαρμόζουμε τον εμπειρικό αυτόν κανόνα είναι αν θα πρέπει να χρησιμοποιήσουμε την τρέχουσα μέση τιμή ή την ιστορική μέση τιμή των δωματίων.

Αυτή η μέθοδος μπορεί να χρησιμοποιηθεί αντί των τριών παραδοσιακών που χρησιμοποιούνται για την εκτίμηση των ακινήτων, τη μέθοδο με βάση την κεφαλαιοποίηση εισοδήματος, με βάση τις συγκριτικές πωλήσεις και με βάση το κόστος αντικατάστασης.

Παρά το γεγονός πως υπάρχουν πολύ πιο εξεζητημένες μέθοδοι εκτίμησης, τα στελέχη και οι επενδυτές, αλλά ακόμα και οι ίδιοι οι εκτιμητές ακινήτων συχνά χρησιμοποιούν τον εμπειρικό αυτόν κανόνα όταν πρόκειται να αποφασίσουν αν θα πρέπει να προχωρήσουν σε μια επένδυση ή και για να αποτιμήσουν ένα ήδη υπάρχον ξενοδοχείο.

2.2.3 Ο Εμπειρικός Κανόνας ADR εναντίον της Ανάλυσης Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών

Οι επενδυτές ξενοδοχείων συνεχίζουν να χρησιμοποιούν τον εμπειρικό κανόνα του ADR εξαιτίας της απλότητας του αλλά και επειδή η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών – η οποία είναι η πιο συχνά χρησιμοποιούμενη – έχει και αυτή τις αδυναμίες της.

Βάση του μοντέλου των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, ο υπολογισμός της καθαρής παρούσας αξίας ενός περιουσιακού στοιχείου (π.χ. ενός ξενοδοχείου) περιλαμβάνει την εκτίμηση των μελλοντικών καθαρών λειτουργικών αποτελεσμάτων για τη περίοδο διακράτησης του ακινήτου καθώς και των καθορισμό της προσδοκώμενης τιμής πώλησης του περιουσιακού στοιχείου (η οποία συνήθως βασίζεται στα προβλεπόμενα μελλοντικά καθαρά λειτουργικά αποτελέσματα) στο τέλος της υποτιθέμενης περιόδου διακράτησης. Τόσο οι καθαρές ταμειακές ροές της περιόδου διακράτησης όσο και η καθαρή ταμειακή ροή από την πώληση του περιουσιακού στοιχείου προεξοφλούνται στη συνέχεια με το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο, το οποίο αντικατοπτρίζει τα επίπεδα της αγοράς, υποδεικνύοντας την παρούσα αξία του περιουσιακού στοιχείου.

Ένα από τα προβλήματα που υπάρχουν στην εκτίμηση των προεξοφλημένων ταμειακών ροών για τον υπολογισμό της αξίας ξενοδοχείων είναι ότι διαφορετικοί επενδυτές είναι πιθανό να χρησιμοποιήσουν διαφορετικές υποθέσεις κατά τις προβλέψεις των προσδοκώμενων εσόδων και εξόδων. Κατά συνέπεια, διαφορετικοί αναλυτές θα καταλήξουν σε διαφορετικά συμπεράσματα σχετικά με τα καθαρά λειτουργικά αποτελέσματα του ξενοδοχείου και κατά συνέπεια την αξία του (O'Neill, 2003). Ένα όφελος του εμπειρικού κανόνα ADR είναι ότι όλοι οι αναλυτές που τον χρησιμοποιούν θα καταλήξουν στο ίδιο ακριβώς συμπέρασμα αναφορικά με την αξία, προϋποθέτοντας ότι χρησιμοποιούν την ίδια μέση τιμή δωματίου. Παρομοίως

διαφορετικοί επενδυτές θα κάνουν διαφορετικές υποθέσεις όσον αφορά τις περιόδους διακράτησης/εκμετάλλευσης του ακινήτου όταν θα χρησιμοποιήσουν τη μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Η περίοδος εκμετάλλευσης έχει μια σημαντική επίδραση στην παρούσα αξία ενός περιουσιακού στοιχείου, αυτή η περίοδος πρέπει να θεωρηθεί αντιπροσωπευτική των συνθηκών της αγοράς δεδομένου ότι οι οικονομικές καταστάσεις είναι πιθανό να αλλάξουν. Με τη χρήση της εμπειρικής μεθόδου ADR ξεπερνιέται η δυσκολία που απορρέει από την υπόθεση εργασίας που πρέπει να γίνει για την περίοδο εκμετάλλευσης ενός ακινήτου (O'Neill, 2003).

Άλλα προβλήματα που υπάρχουν στην ανάλυση προεξοφλημένων ταμειακών ροών και αυξάνουν το επίπεδο υποκειμενικότητας της περιλαμβάνουν την υπόθεση που γίνεται για το επίπεδο του πληθωρισμού κατά τη διάρκεια της περιόδου εκμετάλλευσης του ακινήτου και της μελλοντικής αξίας πώλησης αυτού στο τέλος της περιόδου διακράτησης. Τέλος, η ανάλυση προεξοφλημένων ταμειακών ροών απαιτεί από τους επενδυτές να υποθέσουν ένα ορισμένο προεξοφλητικό επιτόκιο. Αυτή η υπόθεση είναι σημαντική επειδή η εφαρμογή ενός πολύ χαμηλού προεξοφλητικού επιτοκίου μπορεί να οδηγήσει σε μια ουσιαστική υπερεκτίμηση της αξίας και αντίστροφα.

Υπάρχουν προβλήματα που είναι κοινά και για τις δύο μεθόδους. Αρχικά, και οι δύο τεχνικές αξιολόγησης δεν εξετάζουν τη χρηματοοικονομική κατάσταση του επενδυτή και αφετέρου, καμία τεχνική δεν λαμβάνει υπόψη τις φορολογικές επιπτώσεις μιας επένδυσης στους διαφορετικούς επενδυτές (O'Neill, 2003).

Αν και η εμπειρική μέθοδος ADR έχει μερικά από τα ίδια προβλήματα με τη συνήθως χρησιμοποιημένη ανάλυση προεξοφλημένων ταμειακών ροών, έχει επίσης πλεονεκτήματα σε σχέση με την προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Κατά συνέπεια, ενώ αυτή η εμπειρική μέθοδος δεν θα θεωρούταν μια αξιόπιστη τεχνική αξιολόγησης από τους επαγγελματίες εκτιμητές ακινήτων, είναι πρακτική, και συνεχίζει να χρησιμοποιείται εκτενώς από τους ιδιοκτήτες, τους επενδυτές και τους αναλυτές που δομούν την αγορά. Οι εμπειρικές μέθοδοι είναι ιδιαίτερα χρήσιμες ως «έλεγχος ορθότητας» των περιπλοκότερων αναλύσεων.

2.2.4 Πολλαπλασιαστής Coke can

Μια άλλη τεχνική αξιολόγησης, παρόμοια με την εμπειρική μέθοδο ADR, είναι ο πολλαπλασιαστής Coke Can. Αυτή η απλή τεχνική που χρησιμοποιείται στις

ξενοδοχειακές επιχειρήσεις καθορίζει την αξία του ακινήτου με την υπόθεση ότι κάθε δωμάτιο ενός ξενοδοχείου αξίζει 100.000 φορές την τιμή ενός αναψυκτικού στον αυτόματο πωλητή ή στο μινι μπαρ του δωματίου (Rushmore & deRoos, 1991).

Αξία = Τιμή αναψυκτικού (coke –can) x Αριθμό δωματίων x 100.000

Εξαιτίας της υπερχρέωσης των αναψυκτικών σε πολλά ξενοδοχεία αυτή η μέθοδος αποτίμησης πρέπει να χρησιμοποιείται μόνο για επαλήθευση άλλων πιο αξιόπιστων μεθόδων ενώ ακόμη και η φύση της την καθιστά παρωχημένη. Αναφέρεται όμως στην σχετική διεθνής βιβλιογραφία και παρουσιάζεται και εδώ για λόγους πληρότητας της βιβλιογραφικής επισκόπησης.

2.2.5 Προσεγγίσεις της αξίας με βάση το εισόδημα

Αυτή η τεχνική είναι κατάλληλη στις δυναμικές αγορές ξενοδοχείων όπου η προσφορά και η ζήτηση αλλάζουν συνεχώς και η πληρότητα, οι τιμές και το καθαρά αποτελέσματα των ξενοδοχείων δεν έχουν σταθεροποιηθεί (Rushmore & deRoos, 1991). Οι προβλέψεις των εσόδων και των εξόδων απεικονίζουν τις μεταβαλλόμενες συνθήκες στην αγορά και για αυτό το λόγο θα πρέπει να μελετάται μια δεκαετής περίοδος ταμιακών ροών παρά μια πενταετής όπως γίνονταν μέχρι τη δεκαετία του 1980.

Για να μετατρέψουμε τις προβλεπόμενες ταμειακές ροές σε μια εκτίμηση της αξίας του ακινήτου, τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων ενός ξενοδοχείου επιμερίζονται αρχικά στην αποπληρωμή των δανείων και το υπόλοιπο αποδίδεται σαν απόδοση στα ίδια κεφάλαια του επενδυτή. Το σύνολο της παρούσας αξίας των δανείων και των ιδίων κεφαλαίων ισούται με την αξία του ακινήτου. Η διαδικασία περιγράφεται ως εξής:

1. Ορίζονται οι όροι της τυπικής χρηματοδότησης των ξενοδοχείων περιλαμβανομένων των επιτοκίων, των αποσβέσεων και του κλάσματος του δανείου προς την αξία του εκτιμηθέντος ακινήτου.
2. Προσδιορίζεται ένα ποσοστό απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων. Πολλοί αγοραστές ξενοδοχείων βασίζουν την επένδυσή τους σε ένα επιθυμητό ποσοστό απόδοσης ιδίων κεφαλαίων ή ένα επιθυμητό εσωτερικό συντελεστή απόδοσης.

3. Η αξία των ιδίων κεφαλαίων υπολογίζεται αφαιρώντας πρώτα το ποσό που απαιτείται για την ετήσια εξυπηρέτηση των δανείων από τα προβλεπόμενα καθαρά αποτελέσματα. Τα καθαρά αποτελέσματα του 11^{ου} έτους διακράτησης του ξενοδοχείου (υποθέτοντας μια δεκαετή περίοδο εκμετάλλευσης του ακινήτου) κεφαλαιοποιείται στο διηλεκές με τη χρήση ενός κεφαλαιοποιητικού συντελεστή. Μετά την αφαίρεση του υπολοίπου των ενυπόθηκων δανείων όπως θα έχουν διαμορφωθεί στο τέλος του δέκατου έτους, καθώς και των μεσιτικών και νομικών εξόδων που σχετίζονται με την υποτιθέμενη πώληση του ακινήτου, το υπόλοιπο των ιδίων κεφαλαίων προεξοφλείται στην ημερομηνία εκτίμησης χρησιμοποιώντας σαν προεξοφλητικό επιτόκιο την επιθυμητή απόδοση των ιδίων κεφαλαίων. Η απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE) για κάθε ένα από τα δέκα έτη μετατρέπεται σε καθαρά παρούσα αξία. Το άθροισμα αυτών των αξιών ισούται με την αξία των ιδίων κεφαλαίων που επενδύθηκαν στο ξενοδοχείο. Η προσθήκη του αθροίσματος αυτού στο σύνολο των δανείων μας δίνει τη συνολική αξία του ξενοδοχείου. (Rushmore & deRoos, 1991).

Υπάρχει ένα δίλημμα με αυτήν την μέθοδο αποτίμησης επειδή το ποσό δανεισμού είναι άγνωστο αφού εξαρτάται από την αρχική αξία του ακινήτου, η οποία εξαρτάται με τη σειρά της από το απαιτούμενο ποσό για την εξυπηρέτηση του δανεισμού. Επομένως, αυτή η μέθοδος δεν μπορεί να είναι 100% αξιόπιστη, αν και προσφέρει μια πολύ καλή εκτίμηση της αξίας του ακινήτου.

Αυτή η τεχνική είναι ένα υποπροϊόν της προηγούμενης μεθόδου εκτίμησης. χρησιμοποιεί μια αναλογία δανείου-αξίας για να συνδέσει το ποσό του αρχικού δανεισμού με την αξία της ιδιοκτησίας. Σε πολλές περιπτώσεις, πράγματι, ο δανειστής ενδιαφέρεται επίσης για τη σχέση μεταξύ του καθαρού εισοδήματος ενός ξενοδοχείου και του ετήσιου κόστους εξυπηρέτησης των δανείων (τόκοι και χρεολύσια). Ο δείκτης κάλυψης του χρέους (καθαρό εισόδημα - ετήσια εξυπηρέτηση του χρέους) χρησιμοποιείται σε αυτές τις περιπτώσεις αντί της σχέσης δανείου προς αξία (Rushmore & deRoos, 1991).

Αντί να καθορίσει ένα μέγιστο ποσό για να περιορίσει την αξία, ο λόγος κάλυψης των ξένων κεφαλαίων απαιτεί ότι το ετήσιο καθαρό εισόδημα πρέπει να "καλύπτει" την εξυπηρέτηση του δανεισμού με συγκεκριμένο ποσό. Για παράδειγμα, ο λόγος κάλυψης χρέους που ισούται με 2.0 σημαίνει ότι ο δανειστής απαιτεί €2,00 καθαρού εισοδήματος για κάθε €1,00 τοκοχρεολυσίου. Αυτό καθιερώνει το μέγιστο ετήσιο τοκοχρεολύσιο και συνεπώς το μέγιστο ποσό δανείου, λαμβάνοντας υπόψη τα επιτόκια της αγοράς και τη

διάρκεια του δανείου. Πολλοί δανειστές χρησιμοποιούν τόσο το λόγο δανείων προς αξία (loan-to-value) όσο και το ποσοστό κάλυψης των ξένων κεφαλαίων και δανείζουν με βάση τη μέθοδο που οδηγεί στο μικρότερο δάνειο.

Μια σημαντική ερώτηση που προκύπτει κατά τον προσδιορισμό του δείκτη κάλυψης ξένων κεφαλαίων είναι ποιο καθαρό εισόδημα θα χρησιμοποιηθεί. Με δεδομένο ότι το καθαρό εισόδημα αυξάνεται με τον καιρό, οι πιο συντηρητικοί δανειστές βασίζονται στο δάνειο στο ιστορικό ή το μικρότερο των προβαλλόμενων καθαρών εισοδημάτων. Άλλοι χρησιμοποιούν ένα «σταθεροποιημένο» καθαρό εισόδημα, ειδικά κατά δανεισμό για την ανάκτηση ιδιοκτησιών ή στις νέες ιδιοκτησίες όπου θα πάρει χρόνο να επιτευχθεί ένα σταθερό ποσοστό πληρότητας, το οποίο επιτυγχάνεται συνήθως στο δεύτερο, το τρίτο, ή το τέταρτο έτος λειτουργίας.

2.2.6 Αποτίμηση ξενοδοχείων που ανήκουν σε εταιρία εισηγμένη στο χρηματιστήριο

Οι τεχνικές για τις εισηγμένες επιχειρήσεις εστιάζουν στο αν η απόκτηση ενός ξενοδοχείου αυξάνει την αξία τους. Αναγνωρίζοντας το κόστος κεφαλαίου της εταιρίας, η τεχνική που παρουσιάζεται είναι ένα σχετικά απλός αλλά ισχυρός δείκτης του αντίκτυπου μιας αγοράς στην αξία της μετοχής. Το μοντέλο είναι βασισμένο σε ένα δημοφιλές εργαλείο από τη διοικητική λογιστική γνωστό και ως «προστιθέμενη αξία» ή EVA (Economic Value Added).

Η “EVA” χρησιμοποιείται παραδοσιακά για να αποτιμήσει ολόκληρες εταιρίες, εντούτοις θεωρείται ότι η μεθοδολογία μπορεί να επεκταθεί στην αποτίμηση ενός μόνο περιουσιακού στοιχείου. Η “EVA” ορίζεται ως η επιπλέον απόδοση της επένδυσης διαθέσιμη στους μετόχους μετά από τον προσδιορισμό – με βάση και το ρίσκο – του κόστους κεφαλαίου (Rushmore & deRoos, 1991). Ειδικότερα:

$$EVA = \text{Κέρδη μετά φόρων και αποσβέσεων} - (\text{αξία ακινήτου} \times WACC)$$

Τα “Κέρδη μετά φόρων” είναι τα μετά φόρων κέρδη που παράγονται από την επένδυση. «Weighted Average Cost of Capital – WACC» είναι το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου μετά τους φόρους. Η εκτίμηση εκτελείται με την παραδοχή ότι τα περισσότερα που θα πλήρωνε μια εταιρία για ένα ακίνητο είναι εκείνο το ποσό που καθιστά την EVA ίση με μηδέν (Rushmore & deRoos, 1991).

Κατά συνέπεια, ο τύπος μπορεί εκφραστεί ως εξής:

$$\text{Αξία ακινήτου} = \text{Κέρδη μετά φόρων και αποσβέσεων} / \text{μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου}$$

Για να εφαρμοστεί το μοντέλο, η παραδοσιακή αποτίμηση ακινήτων με βάση το καθαρό εισόδημα θα πρέπει να μετατραπεί με βάση τα κέρδη μετά φόρων και αποσβέσεων. Αυτά προκύπτουν αν από το καθαρό αποτέλεσμα αφαιρέσουμε τις αποσβέσεις και τους φόρους. Είναι επίσης απαραίτητο να προσδιοριστεί το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC) για την εταιρία προκειμένου να περιληφθεί στον υπολογισμό της αξίας του περιουσιακού στοιχείου που εκτιμάται.

Στο τέλος, αυτή η τεχνική γίνεται μια εξειδικευμένη μορφή μιας μεθόδου με βάση την κεφαλαιοποίηση του εισοδήματος. Ο αριθμητής είναι το μέτρο του μακροπρόθεσμου εισοδήματος, και ο παρονομαστής (WACC) αναγνωρίζει τη μοναδική κεφαλαιακή δομή μιας δεδομένης εταιρίας. Εάν ένα ακίνητο μπορεί να αποκτηθεί για λιγότερο από την αξία που υποδεικνύεται από την τεχνική της EVA (Προστιθέμενης αξίας), η επένδυση θα προσθέσει αξία στην εταιρία (Rushmore & deRoos, 1991).

Υπάρχουν πολλές τεχνικές αποτίμησης που χρησιμοποιούνται ακόμα στην αγορά, εντούτοις, έχουν πολλές ελλοχεύουσες ερωτήσεις που πρέπει πρώτα να απαντηθούν προτού να γίνουν γενική πρακτική. Η προσέγγιση που η πλειοψηφία των επενδυτών ακολουθεί κατά την αποτίμηση μιας ιδιοκτησίας είναι να χρησιμοποιήσει μια εκ των τριών κύριων τεχνικών και έπειτα να υποστηριχτούν οι εκτιμήσεις τους με απλούστερες ή ακριβέστερες τεχνικές. Επιπλέον, κάθε τύπος ιδιοκτησίας διαφέρει στο ποια είναι η καταλληλότερη μέθοδος αποτίμησης για αυτή. Για το λόγο αυτό εμείς έχουμε περιγράψει τις πολυάριθμες μεθόδους αποτίμησης που χρησιμοποιούνται στην αγορά, αλλά η απόφαση για το ποια θα χρησιμοποιηθεί είναι εντελώς υποκειμενική δεδομένου ότι δεν θα υπάρξει ποτέ μια απάντηση στο ποια μέθοδος είναι η καλύτερη για όλους τους τύπους ξενοδοχείων.

2.3 Αποτίμηση άυλων περιουσιακών στοιχείων για ξενοδοχειακές επενδύσεις

Τα άυλα περιουσιακά στοιχεία αποτελούνται από παράγοντες όπως η αναγνωρισιμότητα ενός εμπορικού σήματος, οι ενεργές συμβάσεις και οι δαπάνες ίδρυσης της επιχείρησης, (McClure, 2003). Εκτιμώντας αυτά τα άυλα περιουσιακά στοιχεία πραγματοποιείται μια “αντισυμβατική” προσέγγιση σε σχέση με τις παραδοσιακές μεθόδους για την αποτίμηση ενός ξενοδοχείου που είναι βασισμένες στην εμπορική αξία του ακινήτου, τις ταμειακές ροές ή/και τις συγκριτικές πωλήσεις.

2.3.1 Μέθοδος CIV (Calculated Intangible Value)

Η πρώτη μέθοδος που θα μελετηθεί είναι η Calculated Intangible Value - CIV, η οποία χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό της αξίας των ασώματων ακινητοποιήσεων, (McClure, το 2003). Αυτή η ιδιαίτερη τεχνική αποτίμησης δεν ισχύει μόνο για τις ξενοδοχειακές επιχειρήσεις, και είναι μια μέθοδος με ευρύτερη χρήση στις εκτιμήσεις. Εντούτοις, δίνει μια γενική εικόνα για την αποτίμηση των ασώματων ακινητοποιήσεων ενός ξενοδοχείου. Υπάρχουν επτά βήματα που πρέπει να ακολουθηθούν, τα οποία αναλύονται παρακάτω με τη χρήση ενός υποθετικού παραδείγματος.

Βήμα 1^ο: Βρίσκουμε τα προ φόρων κέρδη του ξενοδοχείου τα τρία τελευταία χρόνια

- 2013 → €500.000
- 2014 → €500.000
- 2015 → €500.000

Στο παράδειγμα το υποθετικό ξενοδοχείο έχει σύνολο κερδών προ φόρων τα τρία τελευταία χρόνια €1.500.000

Βήμα 2^ο: Βρίσκουμε τα πάγια περιουσιακά στοιχεία στο τέλος κάθε χρόνου τα τρία τελευταία χρόνια.

Έστω πως στο υποθετικό μας παράδειγμα είναι €20.000.000

Βήμα 3^ο: Υπολογίζουμε την απόδοση των στοιχείων του ενεργητικού (ROA)

$$€1.500.000 / €20.000.000 = 0,075 \text{ ή } 7,5\%$$

Βήμα 4^ο: Βρίσκουμε την απόδοση των στοιχείων του ενεργητικού του κλάδου ή των ξενοδοχείων της περιοχής.

Έστω ότι η απόδοση των στοιχείων ενεργητικού του κλάδου είναι 4,5%

Βήμα 5^ο: Υπολογίζουμε πόσο περισσότερο κερδίζει το ξενοδοχείο από τα πάγια περιουσιακά του στοιχεία σε σχέση με τον κλάδο.

Κέρδη προ φόρων – ROA κλάδου * πάγια περιουσιακά στοιχεία του ξενοδοχείου

$$€1.500.000 - (4,5\% \times €20.000.000) = €600.000$$

Μπορούμε να υποθέσουμε πως αυτή η κερδοφορία του ξενοδοχείου, που είναι μεγαλύτερη σε σχέση με τα υπόλοιπα του κλάδου, προέρχεται από τις ασώματες ακινητοποιήσεις του.

Βήμα 6^ο: Υπολογίζουμε την επιστροφή φόρου (χρησιμοποιούμε το μέσο όρο της τριετίας για τον φορολογικό συντελεστή)

$$€600.000 \times (1-25\%) = €450.000$$

Βήμα 7^ο: Υπολογίζουμε την καθαρή παρούσα αξία, χρησιμοποιώντας το κόστος δανεισμού μετά φόρων ή το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC). Ας υποθέσουμε ότι το προεξοφλητικό επιτόκιο είναι 8,0%. Ο υπολογισμός αυτός θα εκτιμήσει τη συνολική αξία των ασώματων ακινητοποιήσεων του ξενοδοχείου με βάση το οριακό ετήσιο έσοδο.

$$€450.000 / 0,08 = €5.625.000$$

Έτσι, €5.625.000 είναι η αξία των ασώματων ακινητοποιήσεων του ξενοδοχείου του παραδείγματος χρησιμοποιώντας την μέθοδο CIV.

2.3.2 Προσέγγιση με Βάση την Οικονομική Αξία

Η δεύτερη μέθοδος ονομάζεται προσέγγιση με βάση την οικονομική αξία, είναι πιο συγκεκριμένη και εστιάζεται στα κέρδη που παράγονται από την επωνυμία ή το franchise (Lindemann, 2004). Αυτή η μέθοδος αποτίμησης χρησιμοποιεί για τους υπολογισμούς βασικές αρχές οικονομικών και του μάρκετινγκ.

Από την πλευρά του μάρκετινγκ υποθέτει πως η επωνυμία ή το franchise αυξάνουν τη ζήτηση ενός προϊόντος ή μιας υπηρεσίας στην αγορά. Από την οικονομική πλευρά λαμβάνει υπόψη της μελλοντικά κέρδη και υπολογίζει το NPV χρησιμοποιώντας τον κατάλληλο συντελεστή για το ρίσκο το οποίο περιέχει η επένδυση.

Για να χρησιμοποιηθεί αυτό το μοντέλο, ορισμένα χαρακτηριστικά πρέπει να εκτιμηθούν ή να συλλεχθούν μέσω των δεδομένων της αγοράς, προκειμένου να

εκτιμηθούν τα έσοδα του εμπορικού σήματος. Αρχικά, πρέπει να υπολογιστούν τα έσοδα που προέρχονται από άυλα περιουσιακά στοιχεία (π.χ συνολικός αριθμός των πελατών στην αγορά x μερίδιο αγοράς του ξενοδοχείου = αριθμός των πελατών που διαμένουν στο ξενοδοχείο λόγω αναγνωρισιμότητας του εμπορικού σήματος x ADR = Έσοδα λόγω σήματος). Από αυτό το σημείο και μετά, πρέπει να γίνουν απλοί λογιστικοί υπολογισμοί, προκειμένου να υπολογιστεί η καθαρή επίδραση του εμπορικού σήματος. Έτσι, το κόστος των πωλήσεων θα πρέπει να αφαιρείται από τα έσοδα που προέρχονται από άυλα περιουσιακά στοιχεία δίνοντας το μικτό περιθώριο κέρδους. Το μικτό περιθώριο κέρδους μείον το κόστος μάρκετινγκ, τις αποσβέσεις και άλλες χρεώσεις θα μας δώσει το EBITDA. Μόλις οι φόροι αφαιρεθούν από αυτά τα κέρδη, τα καθαρά κέρδη από άυλα περιουσιακά στοιχεία μετά από φόρους θα μας δώσουν το τελικό αποτέλεσμα. Ωστόσο, οι κεφαλαιακές επιβαρύνσεις (κεφάλαιο κίνησης και PPE - property, plant, and equipment) πρέπει να αφαιρεθούν κάτι το οποίο θα μας δώσει τα καθαρά κέρδη των άυλων περιουσιακών στοιχείων. Από αυτό το σημείο και μετά, ένα ποσοστό που αναφέρεται ως «ο ρόλος του δείκτη εμπορικού σήματος» πρέπει να πολλαπλασιαστεί με τα καθαρά κέρδη των άυλων περιουσιακών στοιχείων, προκειμένου να υπολογιστούν τα κέρδη που οφείλονται στο εμπορικό σήμα. Ουσιαστικά το ποσοστό αυτό είναι ένας δείκτης που καθορίζει ποιο είναι το ποσοστό των κερδών που οφείλονται στο εμπορικό σήμα από το σύνολο των κερδών των άυλων περιουσιακών στοιχείων. Αυτό περιλαμβάνει εκτεταμένη ανταγωνιστική συγκριτική αξιολόγηση (benchmarking) και δομημένη αποτίμηση της αγοράς των εμπορικών σημάτων λαμβάνοντας υπόψη παράγοντες όπως η σταθερότητα, η ηγετική θέση, η τάση ανάπτυξης, η υποστήριξη, το γεωγραφικό αποτύπωμα και τη νομική προστασία κάθε εμπορικού σήματος. Από το σημείο αυτό και μετά, η καθαρή παρούσα αξία μπορεί να υπολογιστεί χρησιμοποιώντας το συντελεστή προεξόφλησης της «μάρκας», με αποτέλεσμα την αξία της επωνυμίας.

Η εφαρμογή τεχνικών αποτίμησης όπως αυτές που αναφέρθηκαν παραπάνω, όχι μόνο μας επιτρέπουν να εκτιμήσουμε την αξία των άυλων περιουσιακών στοιχείων ενός συγκεκριμένου ξενοδοχείου, αλλά επίσης προσδιορίζουν πόσο καλά αποδίδει ένα εμπορικό σήμα και η διαχείριση του. Η πρώτη μέθοδος προχωρά ένα βήμα περισσότερο, καθώς συγκρίνει πόσο αποτελεσματικά χρησιμοποιεί η διοίκηση τα περιουσιακά της στοιχεία σε σχέση με την αγορά. Αυτές οι τεχνικές αποτίμησης έχουν και άλλα πλεονεκτήματα, όπως φορολογικά οφέλη. Σύμφωνα με τον Henry (2004), οι ασώματες ακινητοποιήσεις δεν εμφανίζονται στα αποτελέσματα χρήσης και ως εκ τούτου δεν μπορούν να φορολογηθούν. Εάν το ξενοδοχείο έχει ένα υψηλό ποσοστό

άυλων περιουσιακών στοιχείων θα μπορούσε να προσφέρει σημαντικά φορολογικά οφέλη στον ξενοδόχο.

3 Μεθοδολογία

Σκοπός της εργασίας όπως αναφέρθηκε και πιο πάνω είναι η κατανόηση της μεθοδολογίας εκτίμησης της εμπορικής αξίας ξενοδοχειακών ακινήτων καθώς και να διαπιστωθεί αν και κατά πόσο η οικονομική κρίση της εξαετίας 2009-14 στην Ελλάδα έχει επηρεάσει την απόδοση και τα οικονομικά τους αποτελέσματα, και κατά συνέπεια, την αξία τους.

Επιλέξαμε να μελετήσουμε τα ξενοδοχεία πέντε αστέρων της Αττικής αφενός γιατί εκεί βρίσκεται η πρωτεύουσα της χώρας, και άρα ένα πολύ σημαντικό κομμάτι του ξενοδοχειακού δυναμικού της, και αφετέρου γιατί οι κρατήσεις δεν παρουσιάζουν ιδιαίτερα έντονη εποχικότητα αφού τα ξενοδοχεία παραμένουν σε λειτουργία όλο το χρόνο.

Αρχικά εντοπίσαμε από την ηλεκτρονική σελίδα του ξενοδοχειακού επιμελητηρίου Ελλάδας (www.grhotels.gr) όλα τα ξενοδοχεία πέντε αστέρων που βρίσκονται στην περιφέρεια Αττικής καθώς και των αριθμό δωματίων που έχει το καθένα τα οποία ήταν συνολικά 32 και παρουσιάζονται παρακάτω στον πίνακα.

FIGURE 3-1 ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ ΠΕΝΤΕ-ΑΣΤΕΡΩΝ ΑΤΤΙΚΗΣ

<u>ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΟ</u>	<u>ΑΡ. ΔΩΜΑΤΙΩΝ</u>
SAINT GEORGE LYCABETTUS	158
ATHENS IMPERIAL	263
ATHENS LEDRA	311
ATHENS PLAZA - NJV	180
ATHENAEUM INTER-CONTINENTAL	553
APOLLON SUITES	56
ARION ASTIR PALACE	200
GRECOTEL PALLAS ATHENA	63
DIVANI APOLLON PALACE KAVOURI	286
DIVANI CARAVEL	471
DIVANI PALACE ACROPOLIS	250
LIFE GALLERY	30
THEOXENIA PALACE	71
KING GEORGE	101
CROWNE PLAZA ATHENS CITY CENTRE	193
GRANDE BRETAGNE	320
METROPOLITAN	374
NAFSIKA ASTIR PALACE	162
PARK	153
PIREAS THEOXENIA HOTEL	77
PENTELIKON	101
ROYAL OLYMPIC	230
SEMIRAMIS	51
SOFITEL ATHENS AIRPORT	345
THE MARGI	90
ATHENS HILTON	506
HOLIDAY INN ATHENS AIRPORT	194
PIRAEUS THEOXENIA HOTEL	77
ΛΗΤΩ	22
ΠΟΣΕΙΔΟΝΙΟΝ	55
ΥΔΡΑΙΑ	16
GRAND RESORT LAGONISSI	346
HOLIDAY SUITES	34

Στη συνέχεια εξαιρέσαμε από αυτά τα τρία ξενοδοχεία τα οποία βρίσκονται σε νησιωτικές περιοχές καθώς παρουσιάζουν εποχική λειτουργία (ονομαστικά τα ξενοδοχεία Λητώ, Ποσειδώνιον και Υδραία) όπως και το Grand Resort Lagonissi για τον ίδιο λόγο, αν και βρίσκεται σε ηπειρωτική περιοχή, ώστε το «μείγμα» της μελέτης μας να παρουσιάζει μεγαλύτερη ομοιογένεια. Εξάλλου, το Grand Resort Lagonissi βρίσκεται εκτός του μητροπολιτικού κέντρου της Αθήνας.

Μέσω του διαδικτύου και των ιστοσελίδων των ξενοδοχειακών επιχειρήσεων συλλέξαμε τους δημοσιευμένους ισολογισμούς των ετών 2009-14 για όσα από αυτά τα ξενοδοχεία ήταν διαθέσιμοι.

Σε επόμενο στάδιο εξαιρέθηκαν όσα ξενοδοχεία είχαν αλλάξει ιδιοκτησιακό καθεστώς σε αυτό το χρονικό διάστημα ή ανήκουν σε εταιρίες που στον ισολογισμό τους

περιλαμβάνουν και άλλες επιχειρήσεις ή/και ξενοδοχεία εκτός Αθηνών πράγμα το οποίο καθιστούσε αδύνατη τη σύγκριση των αποτελεσμάτων χρήσης για την εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων.

Έτσι, εξαιρέθηκαν τα Grecotel Pallas Athena (Grecotel Hotels & resorts), Life Gallery (TEIM BLUE), Metropolitan (Ξενοδοχεία Χανδρή Ελλάς ΑΕ) και King George καθώς ανήκαν σε ομίλους που είχαν στη διάθεσή τους και άλλες ξενοδοχειακές επιχειρήσεις εκτός Αθηνών καθιστώντας αδύνατη τη μελέτη των ισολογισμών τους ξεχωριστά. Επιπλέον, εξαιρέθηκε το ξενοδοχείο Athens Imperial καθώς μέσα στο χρονικό διάστημα της παρούσας μελέτης είχε αναστείλει τη λειτουργία του καθώς και το ξενοδοχείο Semiramis αφού η εταιρεία στην οποία ανήκει περιέχει και ξενοδοχεία τεσσάρων αστέρων ενώ το 2012 άνοιξε ένα νέο ξενοδοχείο πέντε αστέρων και θα μας δημιουργούσε απόκλιση στα δεδομένα.

Ακόμα εξαιρέθηκαν τα Theoxenia Palace και Pireaus Theoxenia Hotel καθώς η εταιρεία στην οποία ανήκουν διαθέτει και άλλα δύο μικρότερα ξενοδοχεία τεσσάρων αστέρων αλλά ο κυριότερος λόγος ήταν ότι δεν συμμετέχουν στη βάση δεδομένων της εταιρείας STR (βλ. παρακάτω) τα οποία επεξεργαστήκαμε για τη εξαγωγή των συμπερασμάτων μας.

Τέλος, δεν περιλήφθηκαν όσα ξενοδοχεία δεν είχαν δημοσιεύσει ισολογισμούς για όλα τα έτη της περιόδου που μελετήσαμε. Έτσι αποκλείστηκε και το ξενοδοχείο Πεντελικόν καθώς η ιδιοκτήτρια εταιρεία δεν είχε δημοσιεύσει ισολογισμό για το έτος 2014.

Έπειτα από την επεξεργασία του συνόλου των επιχειρήσεων με βάση τα παραπάνω κριτήρια καταλήξαμε στο δείγμα μελέτης μας το οποίο απαριθμεί συνολικά 14 επιχειρήσεις που έχουν στην κατοχή τους 18 ξενοδοχεία πέντε αστέρων και ένα μικρό ξενοδοχείο τεσσάρων αστέρων. Ειδικότερα για το ξενοδοχείο Holiday Suites το οποίο ανήκει στην εταιρεία Αφοί Μουσαμά Α.Ε., μπορεί να είναι κατηγορίας τεσσάρων αστέρων αλλά αποφασίσαμε να μην αποκλείσουμε την ιδιοκτήτρια εταιρεία από το δείγμα μας καθώς σε αυτήν ανήκουν άλλες δύο βασικές ξενοδοχειακές μονάδες της Αττικής, τα Crowne Plaza Athens City Centre και το Holiday Inn Attica Avenue δυναμικότητας συνολικά περίπου 400 δωματίων. Το μικρό μέγεθος του Holiday Suites, δυναμικότητας 34 δωματίων, θεωρήθηκε ότι δεν θα ήταν να δυνατόν να επηρεάσει τα αποτελέσματα της έρευνάς μας.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3-2 ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΟ	ΑΡ. ΔΩΜΑΤΙΩΝ
ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΝΤΩΝΗΣ ΜΑΝΤΖΑΒΕΛΑΚΗΣ Α.Ε.	SAINT GEORGE LYCABETTUS	158
Α.Ξ.Τ.Ε. ΑΣΤΥ Α.Ε.	ATHENS LEDRA	311
ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΑΙ ΚΑΙ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΒΑΡΝΙΚΟΣ Α.Ε.	ATHENS PLAZA - NJV	180
ΑΘΗΝΑΙΟΝ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΕΣ & ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Ε.	ATHENAEUM INTER-CONTINENTAL	553
ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ ΚΑΡΑΒΕΛ Α.Ε.	APOLLON SUITES DIVANI , APOLLON PALACE KAVOURI, DIVANI CARAVEL	813
ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ Α.Ξ.Ε.	ARION ASTIR PALACE, NAFSIKA ASTIR PALACE	362
ΔΙΒΑΝΗ ΑΚΡΟΠΟΛΙΣ Α.Ξ.Τ.Ε.	DIVANI-PALACE ACROPOLIS	250
ΛΑΜΨΑ Α.Ε.	GRANDE BRETAGNE	320
ΑΦΟΙ ΜΟΥΣΑΜΑ Α.Ξ.Ε.	CROWNE PLAZA ATHENS CITY CENTRE, HOLIDAY INN ATHENS AIRPORT, HOLIDAY SUITES	421
ΞΕΝΤΕ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΕΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΕΣ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Ε.	PARK	153
ΟΛΥΜΠΙΩΝ ΞΕΝΟΧΕΙΩΝ Α.Ε.	ROYAL OLYMPIC	230
ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΕΡΟΔΡΟΜΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε.	SOFITEL ATHENS AIRPORT	345
Α.Ξ.Τ.Ε. THE MARGI	THE MARGI	90
ΙΟΝΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Ε.	ATHENS HILTON	506
	Σύνολο	4692

Για να μπορέσουμε να μελετήσουμε την ενδεχόμενη μεταβολή στις εμπορικές αξίες των ξενοδοχείων της Αθήνας κατά τη διάρκεια της περιόδου 2012-14 επιλέξαμε να εκτιμήσουμε τα ξενοδοχεία που περιλήφθηκαν στο δείγμα μας με ημερομηνία εκτίμησης την 1^η Ιανουαρίου 2012 και να τη συγκρίνουμε με αυτή της 1^{ης} Ιανουαρίου 2015. Έτσι, έπειτα από τον καθορισμό του δείγματος των ξενοδοχείων που θα συμπεριλαμβάναμε στη μελέτη μας έπρεπε να αναλύσουμε τις πολιτικο-οικονομικές συνθήκες που επικρατούσαν στην Ελλάδα κάθε περίοδο. Αυτό έπρεπε να γίνει ώστε να μπορέσουμε να εξομοιώσουμε όσο το δυνατόν πιο ρεαλιστικά τον τρόπο με τον οποίο ένας εκτιμητής θα διενεργούσε την εκτίμηση των ξενοδοχειακών μονάδων τότε.

Έτσι η ανάλυσή μας πραγματοποιήθηκε σε δύο φάσεις. Πρώτα αναλύθηκε η ξενοδοχειακή και τουριστική αγορά της Αθήνας υποθέτοντας ότι βρισκόμαστε στις αρχές του 2012 και εκτιμούμε το χαρτοφυλάκιο των ξενοδοχείων που αποτελούν το δείγμα μας με ημερομηνία 1 Ιανουαρίου 2012. Μια πανομοιότυπη ανάλυση της αγοράς διενεργήθηκε υποθέτοντας ότι βρισκόμαστε στις αρχές του 2015 και εκτιμούμε το χαρτοφυλάκιο των ξενοδοχείων που αποτελούν το δείγμα μας με ημερομηνία 1 Ιανουαρίου 2015. Και στις δύο περιπτώσεις, σκοπός της ανάλυσής μας ήταν ο καθορισμός της συνολικής αγοραίας αξίας των υπό μελέτη ξενοδοχειακών ακινήτων όπως αυτή ορίζεται από τα Διεθνή Εκτιμητικά Πρότυπα (International Valuation Standards - IVS) καθώς και το Royal Institute of Chartered Surveyors (RICS, 2017)

Ως Αγοραία Αξία ορίζεται:

‘Το κατ’ εκτίμηση ποσό για το οποίο ένα ακίνητο δύναται να ανταλλαχθεί κατά την κρίσιμη ημερομηνία εκτίμησης μεταξύ ενός δυνητικού πρόθυμου αγοραστή και ενός δυνητικού πρόθυμου πωλητή, κατόπιν διεξαγωγής της απαραίτητης έρευνας αγοράς, όπου τα συμβαλλόμενα μέρη ενήργησαν το καθένα με επίγνωση, σύνεση και χωρίς εξαναγκασμό’

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι για τους σκοπούς της μελέτης τα ξενοδοχεία εκτιμώνται σαν ένα ενιαίο χαρτοφυλάκιο κάνοντας την υπόθεση ότι θα ήταν όλα διαθέσιμα προς πώληση ακριβώς την ίδια περίοδο και θα αγοράζονταν από έναν υποτιθέμενο αγοραστή χωρίς να ληφθεί υπόψη καμία μεταβολή στην αξία τους λόγω του μεγάλου όγκου της συναλλαγής αλλά ούτε και ενδεχόμενη μείωση στην αξία τους από την υπερπροσφορά ξενοδοχείων προς πώληση που θα υπήρχε στην αγορά.

Αφού συλλέξαμε τους δημοσιευμένους ισολογισμούς για όλα τα ξενοδοχεία του δείγματός μας της εξαετίας 2009-14 μέσω του διαδικτύου στη συνέχεια υπολογίσαμε τα συνολικά έσοδα ανά διαθέσιμο δωμάτιο (per available room - PAR) όλων των επιχειρήσεων για όλα τα χρόνια της μελέτης, διαιρώντας τον κύκλο εργασιών της κάθε ξενοδοχειακής επιχείρησης με τα διαθέσιμα της δωμάτια. Έπειτα υπολογίσαμε το περιθώριο κέρδους για κάθε μία από τις επιχειρήσεις διαιρώντας τα κέρδη προ φόρων τόκων και αποσβέσεων (Earnings Before Interest Depreciation Taxes and Amortisation - EBIDTA) με τον κύκλο εργασιών.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3-3 ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ 2012-14

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΟ	2012					2013					2014				
		ΑΡ. ΔΩΜΑΤΙΩΝ	ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ	PAR	EBITDA	ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ %	ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ	PAR	EBITDA	ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ %	ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ	PAR	EBITDA	ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ %		
ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΝΤΩΝΗΣ ΜΑΝΤΖΑΒΕΛΑΚΗΣ Α.Ε.	SAINT GEORGE LYCABETTUS	158	4,740	30	-217	4.6%	4,659	29	343	7.4%	5,654	36	3,715	65.7%		
Α.Ε.Τ.Ε. ΑΣΤΥ Α.Ε.	ATHENS LEDRA	311	10,210	33	-3,899	-38.2%	7,839	25	-4,878	-62.2%	8,289	27	-818	-9.9%		
ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΑΙ ΚΑΙ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΒΑΡΝΙΚΟΣ Α.Ε.	ATHENS PLAZA - NIV	180	4,897	27	-2,086	-42.6%	6,057	34	1,115	18.4%	8,068	45	98	1.2%		
ΑΘΗΝΑΙΩΝ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΕΣ & ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Ε.	ATHENAEUM INTER-CONTINENTAL	553	18,115	33	-2,580	-14.2%	19,202	35	-2,156	-11.2%	24,379	44	1,115	4.6%		
ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ ΚΑΡΑΒΕΛ Α.Ε.	APOLLON SUITES DIVANI , APOLLON PALACE KAVOURI, DIVANI CARAVEL	813	25,173	31	4,486	17.8%	21,444	26	742	3.5%	29,295	36	6,361	21.7%		
ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ Α.Ε.Ε.	ARION ASTIR PALACE, NAFSIKA ASTIR PALACE	362	25,318	70	1,166	4.6%	25,373	70	1,672	6.6%	29,206	81	4,485	15.4%		
ΔΙΒΑΝΗ ΑΚΡΟΠΟΛΙΣ Α.Ε.Τ.Ε.	DIVANI-PALACE ACROPOLIS	250	5,327	21	758	14.2%	5,613	22	179	3.2%	6,890	28	975	14.2%		
ΛΑΜΨΑ Α.Ε.	GRANDE BRETAGNE	320	18,506	58	3,002	16.2%	24,120	75	4,342	18.0%	31,051	97	6,059	19.5%		
ΑΦΟΙ ΜΟΥΣΑΜΑ Α.Ε.Ε.	CROWNE PLAZA ATHENS CITY CENTRE, HOLIDAY INN ATHENS AIRPORT, HOLIDAY SUITES	421	9,574	23	1,104	11.5%	9,770	23	1,565	16.0%	11,472	27	3,407	29.7%		
ΣΕΝΤΕ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΕΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΕΣ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Ε.	PARK	153	5,804	38	1,409	24.3%	5,165	34	649	12.6%	5,820	38	1,122	19.3%		
ΟΛΥΜΠΙΩΝ ΞΕΝΟΧΕΙΩΝ Α.Ε.	ROYAL OLYMPIC	230	8,938	39	979	11.0%	8,156	35	-512	-6.3%	11,116	48	3,663	33.0%		
ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΕΡΟΔΡΟΜΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε.	SOFITEL ATHENS AIRPORT	345	12,021	35	1,078	9.0%	12,914	37	1,155	8.9%	14,855	43	1,902	12.8%		
Α.Ε.Τ.Ε. THE MARGI	THE MARGI	90	4,020	45	842	20.9%	4,513	50	1,183	26.2%	5,495	61	2,077	37.8%		
ΙΟΝΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Ε.	ATHENS HILTON	506	23,355	46	1,380	5.9%	26,105	52	4,061	15.6%	28,915	57	6,380	22.1%		
	Σύνολο	4692	175,998	38	7,856	4.5%	180,930	39	9,460	5.2%	220,505	47	40,541	18.4%		

Για την πληρότητα της ανάλυσής μας εκτός από τους ισολογισμούς ζητήσαμε από την εξειδικευμένη εταιρεία STR τα στοιχεία για τη μέση τιμή δωματίων (Average Daily Rate - ADR) και για την πληρότητα των ξενοδοχείων που μελετάμε για τη συγκεκριμένη

χρονική περίοδο. Η συγκεκριμένη εταιρεία έχει στη διάθεσή της βάση δεδομένων στην οποία συμμετέχουν εκατοντάδες χιλιάδες ξενοδοχεία από όλο τον κόσμο παρέχοντας διάφορα στατιστικά στοιχεία.

3.1 Εκτίμηση Χαρτοφυλακίου Ξενοδοχείων με Ημερομηνία 1η Ιανουαρίου 2012

Για την εκτίμηση με ημερομηνία 1^η Ιανουαρίου 2012 προσπαθήσαμε με τον καλύτερο δυνατό τρόπο να προσομοιώσουμε όλες τις παραμέτρους, δεδομένα και πληροφορίες που θα λάμβανε υπόψη ένας εκτιμητής στις αρχές του 2012.

Πριν περάσουμε στην περιγραφή των οικονομικών μεγεθών της εποχής θα πρέπει να αναφέρουμε πως έπειτα από τη δολοφονία ενός εφήβου στο κέντρο της Αθήνας τον Δεκέμβρη του 2008 ξέσπασαν άγριες ταραχές οι οποίες κράτησαν αρκετές μέρες και σαφώς επηρέασαν την κίνηση των τουριστών αλλά και των επαγγελματιών στα ξενοδοχεία του κέντρου της Αθήνας.

Ξεκινώντας με την τριετία 2009-11 το πρώτο πράγμα που παρατηρούμε είναι πως υπάρχει μια σημαντική μείωση του συνολικού κύκλου εργασιών του κλάδου. Συγκεκριμένα το 2010 ο συνολικός κύκλος εργασιών έπεσε από τα €258 εκατομμύρια που ήταν το 2009 στα €233 εκατομμύρια, μια πτώση της τάξης του 9,9%. Συνεχίζοντας την πτωτική πορεία το 2011 ο κύκλος εργασιών των ξενοδοχείων του δείγματός μας υποχώρησε άλλα €9 εκατομμύρια μια επιπλέον μείωση της τάξης του 3,8% περίπου σε σχέση με το 2010.

Συνεχίζοντας την ανάλυση διαπιστώνουμε πως το περιθώριο κέρδους το 2010 σημείωσε και αυτό μια πτώση της τάξης του 4,6% σε σχέση με αυτό του 2009, ενώ το 2011 παρουσιάζει μια πολύ μικρή άνοδο, περίπου 0,4% σε σχέση με το προηγούμενο έτος πιθανώς λόγω της προσαρμογής των ξενοδοχειακών επιχειρήσεων στα νέα δεδομένα που ίσχυαν τότε στην αγορά.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3-4 ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ 2009-11

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΟ	2009				2010				2011				
		ΑΡ. ΔΩΜΑΤΙΩΝ	ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ	ΠΑΡ ΕΒΔΟΜΑ	ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ %	ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ	ΠΑΡ ΕΒΔΟΜΑ	ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ %	ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ	ΠΑΡ ΕΒΔΟΜΑ	ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ %			
ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΝΤΩΝΗΣ ΜΑΝΤΖΑΒΕΛΑΚΗΣ Α.Ε.	SAINT GEORGE LYCABETTUS	158	7,212	46	354	4.9%	5,780	37	-237	-4.1%	5,527	35	293	5.3%
Α.Σ.Τ.Ε. ΑΣΤΥ Α.Ε.	ATHENS LEDRA	311	16,622	53	41	0.2%	12,534	40	-1,135	-9.1%	12,057	39	-1,249	-10.4%
ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΑΙ ΚΑΙ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΒΑΡΝΙΚΟΣ Α.Ε.	ATHENS PLAZA - NJV	180	7,043	39	138	2.0%	6,261	35	-1,014	-16.2%	5,545	31	-1,554	-28.0%
ΑΘΗΝΑΙΟΝ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΕΣ & ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Ε.	ATHENAEUM I INTER-CONTINENTAL	553	25,175	46	930	3.7%	22,900	41	139	0.6%	23,894	43	-421	-1.8%
ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ ΚΑΡΑΒΕΛ Α.Ε.	APOLLON SUITES DIVANI , APOLLON PALACE	813	32,063	39	6,706	20.9%	27,411	34	4,600	16.8%	27,405	34	4,742	17.3%
ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ Α.Σ.Ε.	ARION ASTIR PALACE, NAFSIKA ASTIR PALACE	362	31,880	88	397	1.2%	31,257	86	603	1.9%	28,680	79	1,223	4.3%
ΔΙΒΑΝΗ ΑΚΡΟΠΟΛΙΣ Α.Σ.Τ.Ε.	DIVANI-PALACE ACROPOLIS	250	6,227	25	276	4.4%	5,918	24	276	4.7%	5,552	22	6	0.1%
ΛΑΜΨΑ Α.Ε.	GRANDE BRETAGNE	230	29,762	93	6,010	20.2%	26,892	84	2,749	10.2%	23,781	74	6,239	26.2%
ΑΦΟΙ ΜΟΥΣΑΜΑ Α.Σ.Ε.	CROWNE PLAZA ATHENS CITY CENTRE,HOLIDAY INN ATHENS AIRPORT, HOLIDAY SUITES	421	13,852	33	2,894	20.9%	13,247	31	2,591	19.6%	12,564	30	2,990	23.8%
ΞΕΝΤΕ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΕΣ ΝΑΥΤΙΑΚΕΣ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Ε.	PARK	153	6,009	39	1,107	18.4%	4,338	28	182	4.2%	5,401	35	1,394	25.8%
ΟΛΥΜΠΙΩΝ ΞΕΝΟΧΕΙΟΝ Α.Ε.	ROYAL OLYMPIC	230	8,039	35	-615	-7.7%	10,339	45	791	7.7%	9,590	42	1,593	16.6%
ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΕΡΟΔΡΟΜΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε.	SOFITEL ATHENS AIRPORT	345	15,703	46	4,000	25.5%	14,632	42	3,109	21.2%	14,680	43	3,148	21.4%
Α.Σ.Τ.Ε. THE MARGI	THE MARGI	90	4,506	50	1,067	23.7%	4,535	50	1,435	31.6%	4,571	51	1,372	30.0%
ΙΟΝΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Ε.	ATHENS HILTON	506	35,498	70	9,328	26.3%	31,191	62	6,493	20.8%	30,471	60	2,739	9.0%
	Σύνολο	4692	239,591	51	32,633	13.6%	217,235	46	20,582	9.5%	209,718	45	22,515	10.7%

Βλέποντας το περιθώριο κέρδους του κάθε ξενοδοχείου ξεχωριστά παρατηρούμε πως στον κλάδο υπάρχουν πάρα πολύ μεγάλες διακυμάνσεις. Για παράδειγμα το 2009 υπάρχουν εταιρείες που παρουσιάζουν πολύ μικρό ή ακόμη και αρνητικό περιθώριο κέρδους (ζημιές) ενώ την ίδια περίοδο υπάρχουν ξενοδοχεία που λειτουργούν με περιθώριο κέρδους που ξεπερνά το 25% σε κάποιες περιπτώσεις. Η ίδια εικόνα παρατηρείται και τα επόμενα δύο χρόνια με τις διακυμάνσεις να γίνονται ακόμα μεγαλύτερες.

Η Ελλάδα το 2011 εξακολουθούσε να βιώνει τις συνέπειες μιας βαθιάς και παρατεταμένης οικονομικής κρίσης. Η διεθνής οικονομική ύφεση σε συνδυασμό με τα χρόνια δημοσιονομικά προβλήματα της ελληνικής οικονομίας και την εκτόξευση του δημόσιου χρέους οδήγησαν στη λήψη οριζόντιων μέτρων λιτότητας που είχαν ως αποτέλεσμα τη μείωση του διαθέσιμου εισοδήματος των καταναλωτών, τη συρρίκνωση της καταναλωτικής δαπάνης και σε συνδυασμό με την ελλιπή προώθηση των απαραίτητων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, τροφοδότησαν έναν φαύλο κύκλο ύφεσης που οδήγησε στη συρρίκνωση του εθνικού ΑΕΠ κατά 13% την τριετία 2009-11. (Ετήσια οικονομική έκθεση ΛΑΜΨΑ Α.Ε., 2011)

Στα τέλη του Οκτώβρη του 2011 ο τότε Πρωθυπουργός Γιώργος Παπανδρέου επιστρέφει από τη Σύνοδο κορυφής και ανακοινώνει την απόφασή του για διεξαγωγή δημοψηφίσματος για την αποδοχή των μέτρων που προτείνουν οι ευρωπαίοι εταίροι. Μετά από πολλές αντιδράσεις παραιτείται από αυτή του την ιδέα και τον Νοέμβρη σχηματίζεται κυβέρνηση συνεργασίας με νέο Πρωθυπουργό τον Λουκά Παπαδήμο. Την ίδια περίοδο η πραγματική οικονομία συνέχιζε να επιδεινώνεται με την ανεργία να καταγράφει νέο ρεκόρ κατά τον μήνα Αύγουστο φτάνοντας το 18,4% και ακόμα

υψηλότερα κατά τον μήνα Νοέμβριο όπου έφτασε, σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ, στο 20,9%.

Τα βασικά οικονομικά μεγέθη και οι προοπτικές της Ελληνικής οικονομίας φαίνονται και στον παρακάτω πίνακα που περιλαμβάνει στοιχεία του Economist Intelligence Unit και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (Δ.Ν.Τ.). Ενδεικτικό της κακής κατάστασης που βρισκόταν η Ελληνική οικονομία είναι το γεγονός ότι ακόμη και στις αρχές του 2012, τα βασικά μακροοικονομικά μεγέθη της χώρας για το 2010 δεν είχαν οριστικοποιηθεί.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3-5ΒΑΣΙΚΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ - ΕΛΛΑΔΑ

	Προηγούμενα Έτη					Προβλέψεις					
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Πραγματική Μεταβολή ΑΕΠ (%)	4.2	4.0	2.9	-2.0	-4.5	-6.9	-7.1	-1.9	0.6	1.3	1.5
Γενικός Δείκτης Καταναλωτή (μ.ο. %)	3.3	3.0	4.1	1.3	4.7	3.3	0.2	-0.5	1.0	1.2	1.4
Ισοζύγιο Γεν. Κυβέρνησης (% του ΑΕΠ)	-2.6	-2.8	-5.0	-15.5	-10.4	-9.2	-7.8	-5.5	-4.0	-0.6	0.0
Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών (% του ΑΕΠ)	-11.0	-13.9	-14.4	-11.0	-10.4	-9.8	-6.9	-5.1	-3.7	-3.0	-1.9
Βραχυπρόθεσμα Τραπεζικά Επιτόκια (μ.ο. %)	8.4	11.4	7.4	5.7	8.2	7.1	6.9	7.1	7.5	7.7	7.9
Ισοτιμία €:US\$	1.26	1.37	1.47	1.39	1.32	1.39	1.31	1.29	1.27	1.24	1.26

Πηγή: Economist Intelligence Unit, ΔΝΤ, Ιανουάριος 2012

Η ύφεση συνεχίστηκε και στις αρχές του 2012, όπου τον Φεβρουάριο του ίδιου έτους ψηφίζεται μια σειρά νέων μέτρων η οποία μεταξύ άλλων περιλάμβανε περικοπές σε μισθούς και συντάξεις, αύξηση αντικειμενικών αξιών, κατάργηση 150.000 θέσεων εργασίας στον δημόσιο τομέα, μείωση κατά 22% του κατώτατου μισθού σε όλα τα κλιμάκια του βασικού μισθού (από €751 σε €586) και 32% στους νεοεισερχόμενους μέχρι 25 ετών.

Όλο αυτό το διάστημα ,από την αρχή της κρίσης το 2009 έως τις αρχές του 2012, όπως είναι φυσικό, η ξενοδοχειακή αγορά βρέθηκε στο επίκεντρο της οικονομικής κρίσης.

Παρακάτω φαίνονται οι αυξομειώσεις στις διανυκτερεύσεις στο Νομό Αττικής.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3-6ΔΙΑΝΥΚΤΕΡΕΥΣΕΙΣ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΩΝ – ΝΟΜΟΣ ΑΤΤΙΚΗΣ

Έτος	Διανυκτερεύσεις % Μεταβολή		Αλλοδαποί		Ημεδαποί		Αλλοδαποί % Μεριδίο	Ημεδαποί % Μεριδίο
			Διανυκτερεύσεις	% Μεταβολή	Διανυκτερεύσεις	% Μεταβολή		
2003	4,662,162	—	2,852,756	—	1,809,406	—	61.2 %	38.8 %
2004	4,793,532	2.8 %	3,094,955	8.5 %	1,698,577	-6.1 %	64.6	35.4
2005	4,924,065	2.7	3,291,108	6.3	1,632,957	-3.9	66.8	33.2
2006	5,458,168	10.8	3,721,068	13.1	1,737,100	6.4	68.2	31.8
2007	5,997,613	9.9	4,069,154	9.4	1,928,459	11.0	67.8	32.2
2008	5,632,003	-6.1	3,739,245	-8.1	1,892,758	-1.9	66.4	33.6
2009	5,370,502	-4.6	3,479,024	-7.0	1,891,478	-0.1	64.8	35.2
2010	5,219,974	-2.8	3,471,089	-0.2	1,748,885	-7.5	66.5	33.5
2011	5,286,775	1.3	3,643,754	5.0	1,643,021	-6.1	68.9	31.1
2012	4,469,129	-15.5	3,031,457	-16.8	1,437,672	-12.5	67.8	32.2
2013	4,958,631	11.0	3,359,461	10.8	1,599,170	11.2	67.7	32.3
2014	6,136,739	23.8	4,458,403	32.7	1,678,336	5.0	72.7	27.3
% Μεταβολή 2003-14	31.6%		56.3%		-7.2%			
Μέσος Ετήσιος Ρυθμός Μεταβολής 2003-11		1.6 %		3.1 %		-1.2 %		
Μέσος Ετήσιος Ρυθμός Μεταβολής 2003-14		2.5 %		4.1 %		-0.7 %		
Μέσος Ετήσιος Ρυθμός Μεταβολής 2010-14		4.1 %		6.5 %		-1.0 %		
Μέσος Ετήσιος Ρυθμός Μεταβολής 2012-14		17.2 %		21.3 %		8.0 %		

Πηγή: Ελληνική Στατιστική Αρχή

Όπως παρατηρούμε η συνεχής αύξηση του αριθμού των διανυκτερεύσεων στην Αττική από το 2004 έως το 2007 διακόπτεται το 2008 όπου οι διανυκτερεύσεις για πρώτη φορά παρουσιάζουν μείωση της τάξης του -6,1%. Η ίδια εικόνα θα συνεχιστεί και την επόμενη διετία με πτώση της τάξης του 4,6% για το 2009 και 2,8% για το 2010. Το 2011 για πρώτη φορά μετά από τρία χρόνια παρουσιάζεται μια μικρή αύξηση στις διανυκτερεύσεις της τάξης του 1,3%. Τέλος βλέπουμε πως ο μέσος ρυθμός μεταβολής της για την οκταετία 2003-11 είναι της τάξης του 1,6%.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3-7ΒΑΣΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΩΝ – ΝΟΜΟΣ ΑΤΤΙΚΗΣ

Έτος	Ξενοδοχεία 5*			Ξενοδοχεία 4*		
	Πληρότητα (%)	Μέση Τιμή Δωματίου (€)	RevPAR (€)	Πληρότητα (%)	Μέση Τιμή Δωματίου (€)	RevPAR (€)
2008	64.5	169.6	109.4	71.9	81.0	58.2
2009	57.4	152.9	87.8	65.2	74.1	48.3
2010	55.6	147.1	81.8	62.8	69.4	43.6
2011	57.0	146.4	83.4	66.9	70.2	47.0
2012	50.6	133.1	67.3	58.3	64.9	37.8
2013	56.2	135.3	76.0	63.9	57.9	37.0
2014	64.5	147.6	95.2	75.7	68.9	52.1

Πηγή: Ένωση Ξενοδόχων Αθηνών - Αττικής & Αργοσαρωνικού

Στον παραπάνω πίνακα φαίνεται πως η πληρότητα των ξενοδοχείων πέντε αστέρων ακολουθεί και αυτή μια πτωτική πορεία από το 2008 μέχρι το 2011 όπου πραγματοποιείται μια μικρή ανάκαμψη 1,4%.

Πτωτική πορεία για στο ίδιο χρονικό διάστημα βλέπουμε πως έχουν η μέση τιμή δωματίου αλλά και τα έσοδα ανά διαθέσιμο δωμάτιο. Συγκεκριμένα η μέση τιμή δωματίου από €169,6 το 2008 σταδιακά πέφτει μέχρι τα €146,4 το 2011 και τα έσοδα ανά διαθέσιμο δωμάτιο μειώνονται από €109,4 που ήταν το 2008 στα €83,4 το 2011.

Η αγορά που αποτελείται από τα ξενοδοχεία του δείγματος, σύμφωνα με τα στοιχεία της STR κατέγραψε τα αποτελέσματα που φαίνονται παρακάτω.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3-8ΒΑΣΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΩΝ – ΥΠΟ ΜΕΛΕΤΗ ΑΓΟΡΑ (€)

	Αριθμός Δωματίων	2009			2010			2011		
		Μέση Τιμή Δωματίου	Πληρότητα	RevPAR	Μέση Τιμή Δωματίου	Πληρότητα	RevPAR	Μέση Τιμή Δωματίου	Πληρότητα	RevPAR
Σύνολο/Μ.Ο.	4,530	146.7	54.7 %	80.3	140.3	52.6 %	73.8	135.9	54.5 %	74.0

Η πληρότητα των ξενοδοχείων του δείγμάτος μας για το 2011 αποτελεί μια καλή ένδειξη για την ζήτηση που υπήρχε την περίοδο εκείνη. Πάνω σε αυτή τη ζήτηση εφαρμόσαμε κάποιους ενδεικτικούς ρυθμούς ανάπτυξης που νομίζουμε ότι λαμβάνουν υπόψη τις πραγματικές συνθήκες που επικρατούσαν τότε στην Ελληνική οικονομία και στον ξενοδοχειακό κλάδο της Αθήνας. Ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης που προβλέψαμε για την περίοδο 2012-2015 είναι 1,5 % πολύ κοντά με τον πραγματικό ρυθμό ανάπτυξης που είχαμε ως δεδομένο για τη περίοδο 2003-2011 που ήταν 1,6 %.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3-9ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΠΛΗΡΟΤΗΤΑΣ – ΥΠΟ ΜΕΛΕΤΗ ΑΓΟΡΑ (€)

	2011	2012	2013	2014	2015
Δωμάτια Πωληθέντα	900,566	855,538	881,204	929,670	952,912
Μεταβολή Ζήτησης	—	-5.0 %	3.0 %	5.5 %	2.5 %
Διαθέσιμα Δωμάτια ανά Έτος	1,653,450	1,653,450	1,653,450	1,653,450	1,653,450
Μεταβολή Προσφοράς		0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %
Πληρότητα Δωματίων	54.5 %	51.7 %	53.3 %	56.2 %	57.6 %
Υπάρχον Αριθμός Δωματίων	4,530	4,530	4,530	4,530	4,530
Διαθέσιμα Δωμάτια ανά Ημέρα	4,530	4,530	4,530	4,530	4,530
Ημέρες Λειτουργίας ανά Έτος	365	365	365	365	365

Πρέπει επίσης να σημειωθεί ότι στις προβλέψεις δε λάβαμε υπόψη πιθανές μεταβολές στην προσφορά ξενοδοχειακών δωματίων στο μέλλον (δηλ. άνοιγμα ή κλείσιμο κάποιου/ων ξενοδοχειακών μονάδων). Επιπρόσθετα, θεωρήσαμε ότι η αγορά θα σταθεροποιούνταν στο τέταρτο έτος των προβλέψεων μας αφού περνούσε μια περίοδο διαφαινόμενων διακυμάνσεων.

Η σταθεροποιημένη πληρότητα αντικατοπτρίζει τα αναμενόμενα αποτελέσματα της υπό μελέτη αγοράς κατά τη διάρκεια του κύκλου της οικονομικής ζωής της, λαμβάνοντας υπόψη όλες τις αλλαγές στον κύκλο ζωής των υπό μελέτη ξενοδοχείων. Έτσι, η σταθεροποιημένη πληρότητα αποκλείει από την εκτίμηση οποιαδήποτε μη φυσιολογική σχέση μεταξύ προσφοράς και ζήτησης, καθώς και οποιοσδήποτε μη επαναλαμβανόμενες συνθήκες που μπορεί να έχουν ως αποτέλεσμα ασυνήθιστα υψηλές ή χαμηλές πληρότητες. Παρόλο που η υπό εκτίμηση αγορά μπορεί να λειτουργήσει σε πληρότητα πάνω από τη σταθεροποιημένη, θεωρούμε εξίσου πιθανό λόγω νέου ανταγωνισμού και προσωρινής οικονομικής ύφεσης να λειτουργήσει και κάτω από τις συνθήκες σταθεροποιημένης πληρότητας.

Όπως και με τις προβλέψεις πληροτήτων, έτσι και για τις προβλέψεις της μέσης τιμής δωματίου των ξενοδοχείων, λάβαμε υπόψη τα παρελθοντικά τους αποτελέσματα και εφαρμόσαμε κατάλληλα ποσοστά μεταβολής για τα επόμενα έτη.

Ο πληθωρισμός των τιμών των ξενοδοχειακών δωματίων δεν είναι απαραίτητα ο ίδιος με τον πληθωρισμό που παρατηρείται στην αγορά. Επηρεάζεται περισσότερο από τις συνθήκες της ξενοδοχειακής αγοράς, όπως η σχέση μεταξύ προσφοράς και ζήτησης. Όταν γίνεται η πρόβλεψη του πληθωρισμού των ξενοδοχειακών τιμών στο μέλλον, η μεταβολή της μέσης τιμής έως το σημείο όπου ένα ξενοδοχείο επιτυγχάνει σταθεροποιημένη πληρότητα αποδίδεται γενικά στους παράγοντες που σχετίζονται με το ίδιο το ακίνητο και την αγορά. Αφού το ξενοδοχείο επιτύχει σταθεροποιημένη πληρότητα, οι περισσότερες προβλέψεις κάνουν την υπόθεση ότι οι τιμές δωματίων θα συνεχίσουν να αυξάνονται σύμφωνα με τον πληθωρισμό που αναμένεται για την υπόλοιπη αγορά (στην περίπτωση μας 1,5%).

ΠΙΝΑΚΑΣ 3-10 ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΜΕΣΗΣ ΤΙΜΗΣ ΔΩΜΑΤΙΟΥ – ΥΠΟ ΜΕΛΕΤΗ ΑΓΟΡΑ (€)

Έτος	Πληρότητα	Μεταβολή Μέσης Τιμής Δωματίου	Μέση Τιμή Δωματίου
Έτος Βάσης	54.5 %	—	135.9
2012	51.7	(3.0) %	131.8
2013	53.3	0.0	131.8
2014	56.2	2.0	134.4
2015	57.6	3.5	139.1

3.1.1 Συγκριτικές Καταστάσεις Αποτελεσμάτων Χρήσης

Κατά πρόβλεψη των λειτουργικών αποτελεσμάτων της υπό μελέτη αγοράς ζητήσαμε από την εταιρεία HVS καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσης διαφόρων ξενοδοχείων πέντε αστέρων της Αθήνας που περιλαμβάνονται στην ερευνά μας (σύμφωνα με τη διαθεσιμότητά τους στη βάση δεδομένων της εταιρείας) ώστε να τις μελετήσουμε. Αναλύσαμε τις καταστάσεις μεμονωμένα και βασιστήκαμε στα πιο συγκρίσιμα δεδομένα για την ανάπτυξη των προβλέψεών μας για τα έσοδα και τα έξοδα για την εξεταζόμενη αγορά. Αυτές οι καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσης παρουσιάζονται σε συγκεντρωτική μορφή στον ακόλουθο πίνακα που αντιπροσωπεύει πολυτελείς ξενοδοχειακές μονάδες που λειτουργούν σε ετήσια βάση. Λόγω της διαφορετικότητας των ξενοδοχείων που περιλαμβάνονται στα δείγμα μας, ορισμένα δεδομένα να διαφέρουν από τις προβλέψεις μας. Γενικότερα όμως, τα στοιχεία αντιπροσωπεύουν ξενοδοχεία που θεωρούνται ότι διοικούνται αποτελεσματικά.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 3-11 ΟΜΑΔΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ –
ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ ΑΘΗΝΑΣ (€)**

	Αριθμός Δωματίων:	965		
	Δωμάτια Πωληθέντα:	197,625		
	Ετήσια Πληρότητα:	56.1%		
	Μέση Τιμή Δωματίου:	€116.84	Ποσοστό επί	Ποσό ανά
	RevPAR:	€65.55	των Πωλήσεων	Διαθέσιμο
			Δωμάτιο	Πωληθέν
			Δωμάτιο	Δωμάτιο
ΕΣΟΔΑ				
Δωμάτια			61.0 %	23,927
Επισιτιστικά Τμήματα			31.9	12,520
Λοιπά Λειτουργικά Τμήματα			7.1	2,785
Σύνολο			100.0	39,233
ΕΞΟΔΑ ΤΜΗΜΑΤΩΝ				
Δωμάτια			36.2	8,659
Επισιτιστικά Τμήματα			89.1	11,152
Λοιπά Λειτουργικά Τμήματα			28.6	797
Σύνολο			52.5	20,608
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΜΗΜΑΤΩΝ				
			47.5	18,625
ΛΟΙΠΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΕΞΟΔΑ				
Γενικά και Διοικητικά			15.5	6,088
Marketing			4.8	1,877
Συντήρηση Εγκαταστάσεων			5.5	2,167
Ενέργεια			7.1	2,769
Σύνολο			32.9	12,901
ΜΕΙΚΤΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ I				
Τέλη Διαχείρισης			2.7	1,063
ΜΕΙΚΤΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ II				
			11.9	4,661
ΣΤΑΘΕΡΑ ΕΞΟΔΑ				
Φόροι Ακίνητης Περιουσίας			0.4	173
Ασφάλιστρα			0.7	282
Λοιπά			0.7	287
Αποθεματικό για Αντικατάσταση Εξοπλισμού			0.0	0
Σύνολο			1.9	742
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ, ΤΟΚΩΝ ΚΑΙ ΑΠΟΣΒΕΣΕΩΝ				
			10.0 %	3,919
				19.14

3.1.2 Συνθήκες Προβλέψεων

Η πρόβλεψη εσόδων και εξόδων έχει ως στόχο να αντικατοπτρίσει την υποκειμενική μας εκτίμηση για το πώς μια τυπική αποτελεσματική εταιρεία διαχείρισης ξενοδοχείων θα εκτιμούσε τα μελλοντικά αποτελέσματα εκμετάλλευσης των υπό μελέτη ξενοδοχείων. Ανάλογα με τη δυναμική της τοπικής αγοράς, η εκτίμηση θα μπορούσε να προσαρμοστεί προς τα πάνω ή προς τα κάτω. Προσπαθήσαμε να εκτιμήσουμε αυτούς τους παράγοντες κατά τη διαμόρφωση αυτής της πρόβλεψης. Το μοντέλο που χρησιμοποιεί η HVS για την πρόβλεψη των μελλοντικών εσόδων και εξόδων των ξενοδοχείων βασίζεται στην υπόθεση ότι κάθε κατηγορία εσόδου και εξόδου χωρίζεται σε ένα σταθερό και ένα μεταβλητό μέρος το οποίο μεταβλητό εξαρτάται άμεσα από την πληρότητα και τη χρήση των εγκαταστάσεων ενός ξενοδοχείου. Οι προβλέψεις γίνονται λαμβάνοντας υπόψη τα έσοδα και έξοδα ενός έτους βάσης και υπολογίζοντας τα σταθερά και τα μεταβλητά στοιχεία τους. Τα σταθερά προσαρμόζονται μόνο με βάση τον πληθωρισμό, ενώ τα μεταβλητά προσαρμόζονται με βάση την ποσοστιαία

μεταβολή της πληρότητας. Τα στοιχεία λειτουργίας προέρχονται από παρόμοια ξενοδοχεία σε όλη την Αθήνα. Το μοντέλο στη συνέχεια πραγματοποιεί μια ετήσια πρόβλεψη εσόδων και εξόδων σε Ευρώ.

Η πρόβλεψη γίνεται βήμα-βήμα ακολουθώντας το Ενιαίο Σύστημα Λογαριασμών για Ξενοδοχειακές Επιχειρήσεις (Uniform System Of Accounts for the Lodging Industry – USALI) και όλα τα έσοδα και έξοδα υπολογίζονται ξεχωριστά και προστίθενται στο τέλος.

3.1.3 Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης - Έτους Βάσης

Από την μελέτη των οικονομικών καταστάσεων των διαφόρων ξενοδοχείων της υπό μελέτη αγοράς και άλλων φυσικών και λειτουργικών παραγόντων που αναμένεται να επηρεάσουν τη λειτουργία της εξεταζόμενης αγοράς προέκυψε μια κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης του έτους βάσης (2011). Η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης του έτους βάσης αποτελεί τη βάση υπολογισμού της σχέσης μεταξύ των σταθερών και μεταβλητών μερών σύμφωνα με την ανάλυση στην προηγούμενη ενότητα. Ο παρακάτω πίνακας αντιπροσωπεύει στην πραγματικότητα την υποθετική κατάσταση κερδών και ζημιών της εξεταζόμενης αγοράς, υποθέτοντας σταθεροποιημένες συνθήκες (πληρότητα δωματίων 54,5% και αποπληθωρισμένη μέση τιμή δωματίου €136) το 2011.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3-12 ΕΤΟΣ ΒΑΣΗΣ – ΥΠΟ ΜΕΛΕΤΗ ΑΓΟΡΑ (€)

Οικονομική Χρήση:	2011			
Αριθμός Δωματίων:	4530			
Δωμάτια Πωληθέντα:	900,566		Ποσό ανά	Ποσό ανά
Πληρότητα:	54.5%	Ποσοστό επί	Διαθέσιμο	Πωληθέν
Μέση Τιμή Δωματίου:	135.89	των Πωλήσεων	Δωμάτιο	Δωμάτιο
ΕΣΟΔΑ				
Δωμάτια	122,378	59.7 %	27,015	135.89
Επισιτιστικά Τμήματα	67,542	32.9	14,910	75.00
Λουτά Λειτουργικά Τμήματα	15,227	7.4	3,361	16.91
Σύνολο	205,147	100.0	45,286	227.80
ΕΞΟΔΑ				
Δωμάτια ¹	40,525	33.1 %	8,946	45.00
Επισιτιστικά Τμήματα ¹	49,531	73.3	10,934	55.00
Λουτά Λειτουργικά Τμήματα ¹	3,602	23.7	795	4.00
Γενικά και Διοικητικά	27,180	13.2	6,000	30.18
Marketing	8,607	4.2	1,900	9.56
Συντήρηση Εγκαταστάσεων	9,966	4.9	2,200	11.07
Ενέργεια	12,458	6.1	2,750	13.83
Τέλη Διαχείρισης	6,154	3.0	1,359	6.83
Φόροι Ακίνητης Περιουσίας	793	0.4	175	0.88
Ασφάλιστρα	566	0.3	125	0.63
Αποθεματικό για Αντικατάσταση Εξοπλισμού	8,206	4.0	1,811	9.11
Σύνολο	167,589	81.7	36,995	186.09
Αποτελέσματα προ Φόρων, Τόκων και Αποσβέσεων	37,558	18.3 %	8,291	41.71

¹ Τα έξοδα τμημάτων εκφράζονται ως ποσοστό των αντίστοιχων εσόδων κάθε τμήματος.

3.1.4 Πρόβλεψη Εσόδων και Εξόδων

Η ακόλουθη πρόβλεψη των εσόδων και των εξόδων έχει σκοπό να αντικατοπτρίσει την κρίση μας για το πώς μια τυπική ξενοδοχειακή εταιρεία διαχείρισης θα προϋπολόγιζε τα λειτουργικά αποτελέσματα του εξεταζόμενου χαρτοφυλακίου ξενοδοχείων. Με βάση την ανάλυση που έχει γίνει σε ολόκληρο το τμήμα αυτό, έχουμε διαμορφώσει μια πρόβλεψη αποτελεσμάτων χρήσης. Τα μεικτά λειτουργικά αποτελέσματα της υπό μελέτη αγοράς προβλέπεται να διαμορφωθούν στο 28,3% περίπου των συνολικών εσόδων από το έτος βάσης, ενώ τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων προβλέπεται να ανέλθουν στο 20,6% περίπου των συνολικών εσόδων.

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει τα προβλεπόμενα αποτελέσματα χρήσης των υπό εξέταση ξενοδοχείων σε βάθος δεκαετίας. Η λειτουργία των ξενοδοχείων που μελετούμε θεωρούμε πως θα έχει σταθεροποιηθεί έως το τέλος του τέταρτου έτους των εκτιμήσεων μας. Η ζήτηση για ενοικίαση δωματίων αναμένεται να έχει σταθεροποιηθεί και αυτή έως τότε. Οι προβλέψεις αφορούν τα έτη που ξεκινούν από την 1η Ιανουαρίου 2012 και εκφράζονται σε πληθωρισμένες τιμές Ευρώ για κάθε έτος.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3-13 10ΕΤΗΣ ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ – ΥΠΟ ΜΕΛΕΤΗ ΑΓΟΡΑ (ΣΕ ΧΙΛ. €)

	2012		2013		2014		2015		2016		2017		2018		2019		2020		2021	
Αριθμός Δωματίων:	4530		4530		4530		4530		4530		4530		4530		4530		4530		4530	
Δωμάτια Πωληθέντα:	855,538		881,204		929,670		952,912		952,912		952,912		952,912		952,912		952,912		952,912	
Πληρότητα:	52%		53%		56%		58%		58%		58%		58%		58%		58%		58%	
Μέση Τιμή Δωματίου:	131.79	% επί	131.79	% επί	134.42	% επί	139.13	% επί	141.21	% επί	143.33	% επί	145.48	% επί	147.67	% επί	149.88	% επί	152.13	% επί
RevPAR:	68.19	% επί	70.24	Πωλήσεων	75.58	Πωλήσεων	80.18	Πωλήσεων	81.38	Πωλήσεων	82.61	Πωλήσεων	83.84	Πωλήσεων	85.10	Πωλήσεων	86.38	Πωλήσεων	87.67	Πωλήσεων
ΕΞΟΔΑ																				
Δωμάτια	112,749	58.5 %	116,131	58.7 %	124,969	59.3 %	132,577	59.9 %	134,565	59.9 %	136,584	59.9 %	138,632	59.9 %	140,712	59.9 %	142,823	59.9 %	144,965	59.9 %
Επισιτιστικά Τμήματα	65,010	33.7	66,453	33.6	70,217	33.3	72,617	32.8	73,707	32.8	74,812	32.8	75,934	32.8	77,073	32.8	78,230	32.8	79,403	32.8
Λοιπά Λειτουργικά Τμήματα	14,998	7.8	15,129	7.7	15,605	7.4	15,961	7.2	16,200	7.2	16,443	7.2	16,690	7.2	16,940	7.2	17,194	7.2	17,452	7.2
Σύνολο	192,757	100.0	197,713	100.0	210,791	100.0	221,155	100.0	224,472	100.0	227,839	100.0	231,256	100.0	234,725	100.0	238,247	100.0	241,820	100.0
ΕΞΟΔΑ ΤΜΗΜΑΤΩΝ*																				
Δωμάτια	39,715	35.2	40,177	34.6	41,665	33.3	42,721	32.2	43,362	32.2	44,012	32.2	44,672	32.2	45,343	32.2	46,023	32.2	46,713	32.2
Επισιτιστικά Τμήματα	48,695	74.9	49,172	74.0	50,822	72.4	52,029	71.6	52,810	71.6	53,602	71.6	54,406	71.6	55,222	71.6	56,050	71.6	56,891	71.6
Λοιπά Λειτουργικά Τμήματα	3,602	24.0	3,602	23.8	3,656	23.4	3,711	23.3	3,767	23.3	3,823	23.3	3,881	23.3	3,939	23.3	3,998	23.3	4,058	23.3
Σύνολο	92,013	47.7	92,951	47.0	96,144	45.6	98,461	44.5	99,938	44.5	101,437	44.5	102,959	44.5	104,503	44.5	106,071	44.5	107,662	44.5
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΜΗΜΑΤΩΝ	100,744	52.3	104,762	53.0	114,647	54.4	122,693	55.5	124,533	55.5	126,402	55.5	128,297	55.5	130,222	55.5	132,176	55.5	134,158	55.5
ΛΟΙΠΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΕΞΟΔΑ																				
Γενικά και Διοικητικά	26,770	13.9	26,934	13.6	27,673	13.1	28,326	12.8	28,751	12.8	29,183	12.8	29,620	12.8	30,065	12.8	30,516	12.8	30,973	12.8
Marketing	8,477	4.4	8,529	4.3	8,763	4.2	8,970	4.1	9,105	4.1	9,241	4.1	9,380	4.1	9,520	4.1	9,663	4.1	9,808	4.1
Συντήρηση Εγκαταστάσεων	9,816	5.1	9,876	5.0	10,147	4.8	10,386	4.7	10,542	4.7	10,700	4.7	10,861	4.7	11,024	4.7	11,189	4.7	11,357	4.7
Ενέργεια	12,269	6.4	12,345	6.2	12,683	6.0	12,983	5.9	13,178	5.9	13,375	5.9	13,576	5.9	13,780	5.9	13,986	5.9	14,196	5.9
Σύνολο	57,332	29.8	57,683	29.1	59,266	28.1	60,666	27.5	61,576	27.5	62,499	27.5	63,437	27.5	64,388	27.5	65,354	27.5	66,334	27.5
ΜΕΙΚΤΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ I	43,413	22.5	47,079	23.9	55,382	26.3	62,028	28.0	62,958	28.0	63,903	28.0	64,860	28.0	65,834	28.0	66,822	28.0	67,824	28.0
Τέλη Διαχείρισης	5,783	3.0	5,931	3.0	6,324	3.0	6,635	3.0	6,734	3.0	6,835	3.0	6,938	3.0	7,042	3.0	7,147	3.0	7,255	3.0
ΜΕΙΚΤΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ II	37,630	19.5	41,147	20.9	49,058	23.3	55,393	25.0	56,224	25.0	57,067	25.0	57,923	25.0	58,792	25.0	59,674	25.0	60,569	25.0
ΣΤΑΘΕΡΑ ΕΞΟΔΑ																				
Φόροι Ακίνητης Περιουσίας	793	0.4	793	0.4	805	0.4	817	0.4	829	0.4	841	0.4	854	0.4	867	0.4	880	0.4	893	0.4
Ασφάλιστρα	1,268	0.7	1,268	0.6	1,287	0.6	1,307	0.6	1,326	0.6	1,346	0.6	1,366	0.6	1,387	0.6	1,408	0.6	1,429	0.6
Αποθεματικό για Αντικατάσταση Εξοπλισμού	7,710	4.0	7,909	4.0	8,432	4.0	8,846	4.0	8,979	4.0	9,114	4.0	9,250	4.0	9,389	4.0	9,530	4.0	9,673	4.0
Σύνολο	9,771	5.1	9,970	5.0	10,524	5.0	10,970	5.0	11,134	5.0	11,301	5.0	11,471	5.0	11,643	5.0	11,817	5.0	11,995	5.0
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ, ΤΟΚΩΝ ΚΑΙ ΑΠΟΣΒΕΣΕΩΝ	27,859	14.4 %	31,178	15.9 %	38,534	18.3 %	44,424	20.0 %	45,089	20.0 %	45,766	20.0 %	46,452	20.0 %	47,149	20.0 %	47,857	20.0 %	48,574	20.0 %

* Τα έξοδα τμημάτων εκφράζονται ως ποσοστό των αντίστοιχων εσόδων κάθε τμήματος.

3.1.5 Εκτίμηση

Κατά την αξιολόγηση ενός ακινήτου για την εκτίμηση της αγοραίας αξίας του, ο επαγγελματίας εκτιμητής έχει τρεις βασικές προσεγγίσεις από τις οποίες να επιλέξει: την εκτίμηση με βάση την κεφαλαιοποίηση εισοδήματος, με βάση το κόστος αντικατάστασης και με βάση τις συγκριτικές πωλήσεις. Η πιο σημαντική από αυτές τις τρεις είναι η προσέγγιση με βάση την κεφαλαιοποίηση εισοδήματος. Ωστόσο, ο συνετός εκτιμητής θα εξετάσει επίσης και θα λάβει υπόψη τη μέθοδο του κόστους αντικατάστασης καθώς και τη συγκριτική μέθοδο. Η πρώτη, υπό ορισμένες περιστάσεις, υποδεικνύει ποιο θα είναι το «κόστος εισόδου» στην αγορά, ενώ η τελευταία παρέχει συνήθως ένα εύρος τιμών ανά δωμάτιο. Και οι δύο προσεγγίσεις έχουν κάποια επιρροή στις κρίσεις των επιχειρηματιών και των επενδυτών της ξενοδοχειακής βιομηχανίας.

Η εκτίμηση με τη μέθοδο της κεφαλαιοποίηση εισοδήματος λαμβάνει τα προβλεπόμενα καθαρά λειτουργικά αποτελέσματα και κατανέμει αυτά τα μελλοντικά έσοδα στο μέρος που αναλογούν στην εξυπηρέτηση του δανεισμού και την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων, με βάση τα επιτόκια της αγοράς και τους δείκτες δανείων/αξίας (loan to value ratio). Μέσω των προεξοφλημένων ταμειακών ροών και της κεφαλαιοποίησης εισοδήματος υπολογίζεται η αξία κάθε “στοιχείου” που απαρτίζει την αξία του ακινήτου. Το σύνολο των ενυπόθηκων δανείων και των ιδίων κεφαλαίων ισούται με την αξία του ακινήτου. Η προσέγγιση αυτή επιλέγεται συχνά ως η προτιμώμενη μέθοδος αποτίμησης για τα περιουσιακά στοιχεία που μπορούν να αποφέρουν εισόδημα γιατί αντανακλά τον τρόπο σκέψης των υποψηφίων αγοραστών.

Η εμπειρία με αγοραστές και πωλητές ξενοδοχείων υποδεικνύει ότι οι διαδικασίες που χρησιμοποιούνται για την εκτίμηση της αξίας με την μέθοδο της κεφαλαιοποίησης εισοδήματος είναι συγκρίσιμες με εκείνες που χρησιμοποιούνται από τους επενδυτές ξενοδοχείων που απαρτίζουν την πραγματική αγορά. Για το λόγο αυτό, η μέθοδος της κεφαλαιοποίησης εισοδήματος παράγει την πιο αξιόπιστη εκτίμηση αξίας και γενικά της δίδεται το μεγαλύτερο “βάρος” στη διαδικασία αποτίμησης ενός ξενοδοχειακού ακινήτου.

Η μέθοδος κόστους υπολογίζει την αξία υπολογίζοντας το τρέχον κόστος αντικατάστασης μιας περιουσίας και αφαιρώντας τυχόν υποτίμηση που προκύπτει από έναν ή περισσότερους από τους ακόλουθους παράγοντες: φυσική υποβάθμιση,

λειτουργική απαξίωση και εξωτερική (ή οικονομική) απαξίωση. Η αξία της γης, σαν να ήταν κενή και διαθέσιμη, προστίθεται στη συνέχεια στην αποσβεσθείσα αξία των κτιρίων για να υπολογιστεί η συνολική αξία.

Η προσέγγιση κόστους βασίζεται στην αρχή της υποκατάστασης, η οποία συνεπάγεται ότι κανένας συνετός επενδυτής δεν θα πληρώσει περισσότερα για μια ακίνητη περιουσία από το ποσό για το οποίο μπορεί να αποκτηθεί ένας χώρος και να κατασκευαστεί χωρίς αδικαιολόγητη καθυστέρηση ένα κτίριο εφάμιλλα επιθυμητό και χρήσιμο. Η προσέγγιση κόστους υπολογίζει την αξία υπολογίζοντας πρώτα το τρέχον κόστος αντικατάστασης των χώρων. Λαμβάνονται κατάλληλες μειώσεις για τις αποσβέσεις που προκύπτουν από φυσική υποβάθμιση και λειτουργική ή/και οικονομική απαξίωση. Στη συνέχεια, η αξία της γης προστίθεται στο αποσβεσμένο κόστος αντικατάστασης για να παρέχει μια εκτίμηση της αξίας.

Το κόστος αντικατάστασης είναι το κόστος κατασκευής σε τρέχουσες τιμές ενός κτιρίου της ίδιας χρησιμότητας με το εκτιμώμενο αλλά κατασκευασμένο με σύγχρονα υλικά και σύμφωνα με τα τρέχοντα σχεδιαστικά και κατασκευαστικά πρότυπα.

Η προσέγγιση κόστους μπορεί να παρέχει μια αξιόπιστη εκτίμηση της αξίας για νεόδμητα ακίνητα. Ωστόσο, καθώς η ηλικία αυτών των κτηρίων μεγαλώνει και η κτιριακή τους κατάσταση αρχίζει να επιδεινώνεται, η προκύπτουσα απώλεια της αξίας τους καθίσταται όλο και πιο δύσκολο να ποσοτικοποιηθεί με ακρίβεια. Οι εξειδικευμένοι αγοραστές ξενοδοχείων βασίζονται γενικά στις επενδυτικές τους αποφάσεις σε οικονομικούς παράγοντες όπως τα προβλεπόμενα κέρδη προ φόρων τόκων και αποσβέσεων και η απόδοση της επένδυσης. Επειδή η προσέγγιση κόστους δεν αντικατοπτρίζει κανένα από αυτά τα ζητήματα που σχετίζονται με το εισόδημα, η προσέγγιση αυτή λαμβάνει ελάχιστο βάρος στη διαδικασία αποτίμησης ενός ξενοδοχείου. Αυτή η προσέγγιση, ωστόσο, παρέχει μια εκτίμηση του κόστους για την είσοδο στην αγορά.

Επειδή η προσέγγιση κόστους δεν αντικατοπτρίζει τους οικονομικούς παράγοντες που παρακινούν τους πεπειραμένους επενδυτές ξενοδοχείων (δηλαδή τα προβλεπόμενα κέρδη προ φόρων τόκων και αποσβέσεων και την απόδοση της επένδυσης), δίνεται περιορισμένο βάρος στην αποτίμηση των υφιστάμενων ιδιοχρησιμοποιούμενων περιουσιακών στοιχείων. Επιπλέον, η δυσκολία εκτίμησης και τεκμηρίωσης μιας σειράς εξαιρετικά υποκειμενικών μεταβλητών (όπως η πραγματική ηλικία, η δεδουλευμένη απόσβεση και η εναπομένουσα οικονομική ζωή των κτηριακών εγκαταστάσεων)

περιορίζει την εφαρμογή της προσέγγισης κόστους ως μια αποτελεσματική μέθοδο εκτίμησης. Επιπλέον, τα ξενοδοχεία σπάνια πωλούνται ή αγοράζονται με βάση το αποσβεσμένο τους κόστος. Ως εκ τούτου, θεωρούμε ότι η προσέγγιση αυτή δεν είναι εφαρμόσιμη στην αποτίμηση ξενοδοχειακών μονάδων.

Η συγκριτική μέθοδος υπολογίζει την αξία ενός ακινήτου συγκρίνοντάς το με παρόμοια ακίνητα που πωλήθηκαν πρόσφατα στην ανοικτή αγορά. Για να καταλήξουμε σε μια αποδεκτή εκτίμηση της αξίας, η τιμή πώλησης ενός συγκρίσιμου ακινήτου θα πρέπει να προσαρμοστεί κατάλληλα ώστε να αντικατοπτρίζει οποιαδήποτε ανομοιογένεια μεταξύ του συγκρίσιμου ακινήτου και του εκτιμώμενου ξενοδοχείου. Μέσω της ανάλυσης των συγκρίσιμων δεδομένων πωλήσεων, ο εκτιμητής μπορεί να αναπτύξει μια ένδειξη αξίας βάσει της τιμής πώλησης ανά δωμάτιο που καταβάλλεται για ξενοδοχεία παρόμοια με το εκτιμώμενο. Αυτή η μέθοδος στην αποτίμηση ξενοδοχείων χρησιμοποιείται κυρίως ως επαλήθευση ενάντια στις τιμές που υποδεικνύονται από τις προσεγγίσεις κεφαλαιοποίησης εισοδήματος και κόστους.

Οι επενδυτές του ξενοδοχείου συνήθως δεν βασίζονται στην συγκριτική μέθοδο για να καταλήξουν στις τελικές τους αποφάσεις. Διάφοροι παράγοντες, όπως η έλλειψη πρόσφατων συγκρίσιμων δεδομένων για τις πωλήσεις ξενοδοχείων, οι πολυάριθμες υποκειμενικές προσαρμογές-αναγωγές που είναι απαραίτητες στη σύγκριση των ακινήτων και η γενική αδυναμία καθορισμού των πραγματικών οικονομικών μεγεθών και των ανθρώπινων κινήτρων για τις αγορές αυτές, συχνά καθιστούν αμφισβητήσιμα τα αποτελέσματα της συγκριτικής μεθόδου. Παρόλα αυτά, η συγκριτική μέθοδος μπορεί να μας δώσει ένα εύρος αξιών και να υποστηρίξει την τελική εκτίμηση της αξίας. Τη χρησιμοποιούμε λοιπόν για να υποστηρίξουμε τα συμπεράσματά μας σχετικά με την αποτίμηση με βάση την εισοδηματική μέθοδο.

Για να αποφασίσουμε ποια μέθοδος εκτίμησης ξενοδοχειακών επιχειρήσεων είναι η καταλληλότερη για να χρησιμοποιηθεί στην παρούσα εργασία προχωρήσαμε στον εντοπισμό μέσω της διεθνούς βιβλιογραφίας των συνηθέστερα χρησιμοποιούμενων μεθόδων και έπειτα από μελέτη τους και ανάλυση των πλεονεκτημάτων και των μειονεκτημάτων τους καταλήξαμε στη χρήση της Simultaneous Valuation Formula. Η αλγεβρική εξίσωση γνωστή ως Simultaneous Valuation Formula, η οποία υπολογίζει τη συνολική αξία του ακινήτου χρησιμοποιώντας μια τεχνική συνδυασμού του δανεισμού και των ιδίων κεφαλαίων σε ορίζοντα δεκαετίας, αναπτύχθηκε από την Suzanne R. Mellen, CRE, MAI, Διευθύνουσα Σύμβουλο του γραφείου του Σαν Φρανσίσκο της HVS. (Mellen, 1986) και είναι μια παραλλαγή της παραδοσιακής εισοδηματικής μεθόδου με

τη διαφορά να έγκειται στον τρόπο χρησιμοποίησης-εφαρμογής του σταθμικού κόστους κεφαλαίου.

Για την εκτίμηση της αξίας των υπό μελέτη ξενοδοχείων με βάση τη μέθοδο κεφαλαιοποίησης ταμειακών ροών χρησιμοποιήσαμε τις μοχλευμένες και προεξοφλημένες ταμειακές ροές του δείγματος μας. Ο ακόλουθος πίνακας συνοψίζει τις βασικές παραμέτρους εκτίμησης που χρησιμοποιήθηκαν κατά τον υπολογισμό της αξίας του χαρτοφυλακίου ξενοδοχείων που αποτελούν το δείγμα μας. Αναφορικά με τα βασικά στοιχεία χρηματοδότησης (δηλ. ποσοστό δανεισμού, επιτόκιο), αυτά προέκυψαν από στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδας για τις συνθήκες δανεισμού στις αρχές του 2012 ενώ ο συντελεστής κεφαλαιοποίησης και η ζητούμενη απόδοση ιδίων κεφαλαίων προέκυψε, ελλείπει πραγματικών συναλλαγών στην αγορά, από τις εκτιμήσεις της HVS για τον καιρό εκείνο.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3-14 ΣΥΝΟΨΗ ΕΚΤΙΜΗΤΙΚΩΝ ΠΑΡΑΜΕΤΡΩΝ

Έτος Σταθεροποίησης:	2015
Πληθωρισμός:	1.5 %
Ποσοστό Δανεισμού:	60 %
Διάρκεια Δανείου:	25 έτη
Διάστημα Προβλέψεων:	10 έτη
Επιτόκιο Δανεισμού:	6.0 %
Συντελεστής Κεφαλαιοποίησης:	7.0 %
Έξοδα Συναλλαγής:	1.5 %
Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων:	17.0 %

3.1.6 Ανάλυση Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών

Στον ακόλουθο πίνακα απεικονίζεται η συνολική απόδοση των ακινήτων με βάση την ανάλυση προεξοφλημένων ταμειακών ροών χρησιμοποιώντας προεξοφλητικό επιτόκιο 11,7%. Όλες μας οι προβλέψεις παρουσιάζονται προ φόρου εισοδήματος.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3-15 ΑΝΑΛΥΣΗ ΠΡΟΞΟΦΛΗΜΕΝΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ: ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΠΟΜΟΧΛΕΥΜΕΝΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΥΠΟ ΜΕΛΕΤΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΩΝ (€)

Έτος	Καθαρά Λειτουργικά Αποτελέσματα	Προεξοφλητικό Επιτόκιο @ 11.7%	Προεξοφλημένες Ταμειακές Ροές
2012	27,859,000	0.89518	24,938,703
2013	31,178,000	0.80134	24,984,170
2014	38,534,000	0.71734	27,641,978
2015	44,424,000	0.64215	28,526,666
2016	45,089,000	0.57483	25,918,646
2017	45,766,000	0.51458	23,550,113
2018	46,452,000	0.46064	21,397,488
2019	47,149,000	0.41235	19,441,923
2020	47,857,000	0.36913	17,665,280
2021	742,338,000 *	0.33043	245,292,849
		Αγοραία Αξία (Στρογγυλοποίηση)	459,357,817
			459,400,000
Διαδικασία Κεφαλαιοποίησης			
	EBITDA 11ου έτους		49,303,000
	Συντελεστής Κεφαλαιοποίησης (%)		7.0
	Μεικτή Τιμή Πώλησης		704,328,571
	Μείον: Κόστη Συναλλαγής @ 1.5%		10,564,929
	Καθαρή Τιμή Πώλησης		693,763,643

* Καθαρά λειτουργικά αποτελέσματα 10ου έτους και καθαρή τιμή πώλησης

3.1.7 Επεξήγηση των Υπολογισμών

Η διαδικασία επίλυσης για την αξία του δανεισμού και των ιδίων κεφαλαίων αρχίζει αφαιρώντας την ετήσια εξυπηρέτηση του δανεισμού από το προβλεπόμενα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων, υπολογίζοντας την απόδοση ιδίων κεφαλαίων για κάθε έτος. Το καθαρό εισόδημα του 11^{ου} έτους κεφαλαιοποιείται στο διηνεκές χρησιμοποιώντας ένα ποσοστό κεφαλαιοποίησης (ή εναλλακτικά γίνεται η υπόθεση ότι το ξενοδοχείο πωλείται στο τέλος της περιόδου εκμετάλλευσης). Η συνολική κεφαλαιοποιητική αξία μείον το υπόλοιπο του δανεισμού εκείνη την χρονική στιγμή και μείον τα μεσιτικά και νομικά έξοδα που σχετίζονται με την υποτιθέμενη πώληση του ακινήτου, προεξοφλείται στην ημερομηνία αξίας με το ποσοστό απόδοσης ιδίων κεφαλαίων. Η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων για κάθε έτος πρόβλεψης προεξοφλείται επίσης στην ημερομηνία αξίας με το ίδιο επιτόκιο. Το άθροισμα αυτών των προεξοφλημένων ταμειακών ροών ισούται με τη συνολική παρούσα αξία των ιδίων κεφαλαίων. Επειδή τα ίδια κεφάλαια αποτελούν ένα συγκεκριμένο ποσοστό της

συνολικής αξίας, η αξία που αντιστοιχεί στο ύψος του δανείου αλλά και η συνολική αξία του ακινήτου μπορούν να υπολογιστούν εύκολα.

Αυτή η διαδικασία μπορεί να εκφραστεί σε δύο αλγεβρικές εξισώσεις που εκφράζουν τις μαθηματικές σχέσεις μεταξύ των γνωστών και άγνωστων μεταβλητών χρησιμοποιώντας τα ακόλουθα σύμβολα.

NI = Καθαρό εισόδημα διαθέσιμο για την εξυπηρέτηση του δανεισμού

V = Τιμή, αξία

M = Αναλογία δανείου προς αξία

f = Ετήσια σταθερά εξυπηρέτηση του δανεισμού

n = Αριθμός ετών της περιόδου εκμετάλλευσης του ξενοδοχείου

d_e = Ετήσια μετρητά διαθέσιμα στους μετόχους

d_r = Υπολειμματική αξία ιδίων κεφαλαίων

b = Ποσοστό μεσιτικών και νομικών δαπανών

P = Τμήμα του δανείου που καταβλήθηκε κατά τη διάρκεια της περιόδου εκμετάλλευσης του ξενοδοχείου

f_p = Ετήσια σταθερά που απαιτείται για την αποπληρωμή του δανείου κατά τη διάρκεια της περιόδου εκμετάλλευσης του ξενοδοχείου

R_r = Συνολικός συντελεστής κεφαλαιοποίησης που εφαρμόζεται στο καθαρό εισόδημα για τον υπολογισμό της τιμής πώλησης στο τέλος της περιόδου εκμετάλλευσης του ξενοδοχείου

$1 / S_n$ = Παρούσα αξία €1 / συντελεστής προεξόφλησης ιδίων κεφαλαίων

Χρησιμοποιώντας αυτά τα σύμβολα, οι παρακάτω τύποι μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να εκφράσουν μερικά από τα στοιχεία αυτής της διαδικασίας υπολογισμού της αξίας του δανεισμού και των ιδίων κεφαλαίων.

Εξυπηρέτηση δανεισμού - Η εξυπηρέτηση του χρέους ενός ακινήτου υπολογίζεται καθορίζοντας πρώτα το ποσό της δόσης που ισούται με τη συνολική αξία (V) πολλαπλασιαζόμενη με την αναλογία του δανείου προς την αξία (M). Η εξυπηρέτηση του χρέους προκύπτει από τον πολλαπλασιασμό του ποσού ενυπόθηκου δανείου με την ετήσια σταθερά χρέους (f). Ο ακόλουθος τύπος αντιπροσωπεύει την εξυπηρέτηση του δανεισμού.

$f \times M \times V =$ Εξυπηρέτηση δανεισμού

Καθαρό εισόδημα από ίδια κεφάλαια (μερίσματα μετοχών) - Το καθαρό εισόδημα στα ίδια κεφάλαια (de) είναι το καθαρό εισόδημα από την εκμετάλλευση του ακινήτου πριν από την εξυπηρέτηση του δανεισμού (NI) μείον την εξυπηρέτηση του δανεισμού αυτού. Ο ακόλουθος τύπος αντιπροσωπεύει το καθαρό εισόδημα ιδίων κεφαλαίων.

$$NI - (f \times M \times V) = de$$

Αξία στο τέλος μιας περιόδου - Η αξία του ξενοδοχείου στο τέλος του δέκατου έτους υπολογίζεται διαιρώντας το καθαρό έσοδο του 11^{ου} έτους πριν από την εξυπηρέτηση του χρέους (NI¹¹) με το επιτόκιο κεφαλαιοποίησης (R_r). Ο ακόλουθος τύπος αντιπροσωπεύει την αξία του ακινήτου στο τέλος του 10^{ου} έτους .

$$(NI^{11} / R_r) = \text{Κεφαλαιοποιημένη αξία ακινήτου}$$

Μεσιτικές και νομικές δαπάνες - Όταν πωλείται ένα ξενοδοχείο, ορισμένες δαπάνες συνδέονται με αυτή τη συναλλαγή. Κανονικά, ο μεσίτης λαμβάνει μια προμήθεια και ο δικηγόρος εισπράττει μια αμοιβή για τις νομικές του υπηρεσίες. Στην περίπτωση των συναλλαγών που αφορούν ξενοδοχεία, οι μεσιτικές και νομικές δαπάνες κυμαίνονται συνήθως από 1% έως 4% της τιμής πώλησης. Επειδή αυτά τα έξοδα μειώνουν τα έσοδα στον πωλητή, συνήθως αφαιρούνται από την κεφαλαιοποιημένη αξία του ακινήτου στο τέλος της περιόδου εκμετάλλευσης. Τα μεσιτικά και τα νομικά έξοδα (b), εκφραζόμενα ως ποσοστό της αξίας αυτής (NI¹¹ / R_r), υπολογίζονται με την εφαρμογή του ακόλουθου τύπου.

$$b (NI^{11} / R_r) = \text{Μεσιτικές και νομικές δαπάνες}$$

Υπόλοιπο δανείων - Το υπόλοιπο του δανεισμού στο τέλος του δέκατου έτους πρέπει να αφαιρεθεί από τη συνολική κεφαλαιοποιημένη αξία του ακινήτου (χρέος και ίδια κεφάλαια) προκειμένου να καθοριστεί το υπόλοιπο που απομένει για τον επενδυτή. Ο τύπος που χρησιμοποιείται για τον προσδιορισμό του υπολοίπου του δανείου (εκφραζόμενο ως ποσοστό του αρχικού δανείου) σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή (P) λαμβάνει υπόψη την ετήσια σταθερή εξυπηρέτηση του χρέους του δανείου καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου του δανείου (f) μείον το επιτόκιο δανεισμού (I) και το διαιρεί με την ετήσια δόση που απαιτείται για την απόσβεση ολόκληρου του δανείου κατά τη δεκαετή περίοδο πρόβλεψης (fp) μείον το επιτόκιο δανεισμού. Ο ακόλουθος τύπος αντιπροσωπεύει το τμήμα του δανείου που έχει καταβληθεί (P).

$$(f - i) / (f_p - i) = P$$

Εάν το τμήμα του δανείου που πληρώθηκε (εκφρασμένο ως ποσοστό του αρχικού δανείου) είναι P, τότε το υπόλοιπο του εκφράζεται ως 1 - P. Το τελικό υπόλοιπο του δανείου είναι το κλάσμα του υπόλοιπου δανείου (1 - P) πολλαπλασιαζόμενο με το αρχικό ποσό του δανείου (M x V). Ο ακόλουθος τύπος αντιπροσωπεύει το τελικό υπόλοιπο του δανείου.

$$(1 - P) \times M \times V$$

Υπολειμματική αξία ιδίων κεφαλαίων - Η αξία του μετοχικού κεφαλαίου κατά την πώληση στο τέλος της περιόδου εκμετάλλευσης (d_r) είναι η κεφαλαιοποιητική αξία του ακινήτου μείον τα μεσιτικά και τα νομικά κόστη και το υπόλοιπο των δανείων. Ο ακόλουθος τύπος αντιπροσωπεύει την υπολειμματική αξία των ιδίων κεφαλαίων.

$$(NI^{11} / R_r) - (b (NI^{11} / R_r) - ((1-P) \times M \times V)) = d_r$$

Ετήσια ταμειακή ροή ιδίων κεφαλαίων - Η ετήσια ταμειακή ροή ιδίων κεφαλαίων αποτελείται από την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων για κάθε έτος πρόβλεψης συν το υπόλοιπο των ιδίων κεφαλαίων στο τέλος του δέκατου έτους. Ο ακόλουθος τύπος αντιπροσωπεύει την ετήσια ταμειακή ροή ιδίων κεφαλαίων.

$$NI^1 - (f \times M \times V) = d_e^1$$

$$NI^2 - (f \times M \times V) = d_e^2$$

$$NI^{10} - (f \times M \times V) = d_e^{10}$$

$$(NI^{11} / R_r) - (b (NI^{11} / R_r) - ((1-P) \times M \times V)) = d_r$$

Αξία ιδίων κεφαλαίων - Εάν το αρχικό ποσό δανεισμού υπολογίζεται με τον πολλαπλασιασμό του λόγου δανείου προς αξία (M) με την αξία του ακινήτου (V), τότε η αξία ιδίων κεφαλαίων ισούται με τη μονάδα μείον το λόγο του δανείου προς την αξία πολλαπλασιασμένο με την αξία του ακινήτου. Ο ακόλουθος τύπος αντιπροσωπεύει την αξία των ιδίων κεφαλαίων.

$$(1 - M) V$$

Προεξόφληση ταμειακών ροών ιδίων κεφαλαίων σε παρούσες αξίες - Οι ταμειακές ροές ιδίων κεφαλαίων σε κάθε έτος προβολής προεξοφλούνται στην παρούσα αξία

τους με το επιτόκιο προεξόφλησης ($1 / S_n$). Το άθροισμα αυτών των ταμειακών ροών είναι η αξία των ιδίων κεφαλαίων $(1 - M)V$. Ο ακόλουθος τύπος αντιπροσωπεύει τον υπολογισμό των ιδίων κεφαλαίων ως το άθροισμα των προεξοφλημένων ταμειακών ροών.

$$(d_e^1 \times 1 / S^1) + (d_e^2 \times 1 / S^2) + \dots + (D_e^{10} \times 1 / S^{10}) + (d_r \times 1 / S^{10}) = (1 - M)V$$

Συνδυασμός των εξισώσεων: Ετήσια ταμειακή ροή ιδίων κεφαλαίων και προεξόφληση ταμειακών ροών ιδίων κεφαλαίων σε παρούσες αξίες - Το τελευταίο βήμα είναι να καταλήξουμε σε μία συνολική εξίσωση που δείχνει ότι η ετήσια ταμειακή ροή των ιδίων κεφαλαίων συν την ετήσια προεξόφληση στην παρούσα αξία ισούται με την αξία των ιδίων κεφαλαίων.

$$\begin{aligned} & ((NI^1 - (f \times M \times V)) / S^1) + ((NI^2 - (f \times M \times V)) / S^2) + \dots \\ & ((NI^{10} - (f \times M \times V)) / S^{10}) + \\ & (((NI^{11} / R_r) - (b (NI^{11} / R_r)) - ((1-P) \times M \times V)) / S^{10}) \end{aligned}$$

Επειδή η τιμή της αξίας (V) είναι ο μόνος άγνωστος παράγοντας, αυτή η εξίσωση μπορεί να λυθεί ως προς V .

3.2 Εκτίμηση Χαρτοφυλακίου Ξενοδοχείων με Ημερομηνία 1η Ιανουαρίου 2014.

Αναλύοντας την τριετία 2012-14 βλέπουμε πως το 2012 ήταν η χειρότερη χρονιά για τον κλάδο καθώς ο συνολικός κύκλος εργασιών βρέθηκε στα €187 εκατομμύρια μειωμένος κατά 36 εκατομμύρια ευρώ σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά (μείωση περίπου 16%). Την ίδια χρονιά καταρρέουν και τα κλαδικά κέρδη προ φόρων τόκων και αποσβέσεων κατά €13 εκατομμύρια (πτώση περίπου 62,9%). Το μικτό περιθώριο κέρδους πλέον βρίσκεται στο 4,1% σε σχέση με 9,3% που ήταν το 2011.

Από κάθε άποψη λοιπόν βλέπουμε πως αυτή η χρονιά ήταν η χειρότερη της εξαετίας που μελετούμε.

Το 2013 παρατηρείται μια αναστροφή του κλίματος και των μεγεθών καθώς για πρώτη φορά σταματάει η συνεχής πτώση του τζίρου και των κερδών και αυτά παρουσιάζουν – έστω μια μικρή – άνοδο. Πιο συγκεκριμένα, ο κύκλος εργασιών αυξήθηκε από τα €187 εκατομμύρια στα €195 εκατομμύρια και την ίδια περίοδο τα κέρδη προ φόρων , τόκων

και αποσβέσεων ανέβηκαν από τα €7,7 εκατομμύρια στα €9,7 εκατομμύρια (αύξηση περίπου 26%). Τέλος, το 2014 αυτή η θετική αναστροφή του κλίματος συνεχίζεται και ο κλάδος φτάνει σε τζίρο και κερδοφορία τα επίπεδα του 2009. Συγκεκριμένα, ο κύκλος εργασιών ανέρχεται σε €243 εκατομμύρια (€258 το 2009) και το μικτό περιθώριο κέρδους εκτοξεύεται στο 18% (€13,5 το 2009).

Οι ελληνικές κυβερνήσεις που κλήθηκαν να διαχειριστούν την δημοσιονομική κρίση από τον Οκτώβριο του 2009 αλλά και συνολικά το πολιτικό σύστημα στο σύνολό του, δεν θεώρησαν ποτέ επί της ουσίας το «πρόγραμμα δημοσιονομικής προσαρμογής και μεταρρυθμίσεων» ως την μοναδική ευκαιρία για την εκλογίκευση της λειτουργίας του δημοσίου και του ιδιωτικού τομέα και για την δημιουργία μίας ισχυρής ανταγωνιστικής οικονομίας στην Ελλάδα (Οικονομικό Δελτίο Alpha Bank, Τεύχος 117, 05/2012). Το θεώρησαν περισσότερο ως υποχρέωση που μας επιβλήθηκε αρχικά από τις αγορές και στη συνέχεια από την Τρόικα.

Τα απότοκα αυτής της ανεμικής αντιμετώπισης του ζητήματος από την πλευρά του ελληνικού πολιτικού συστήματος είναι πρωτοφανή: Πρόταση για δημοψήφισμα που δεν έγινε, κυβέρνηση συνεργασίας υπό τον Λουκά Παπαδήμο, Εθνικές εκλογές με πρωτόγνωρα για τα ελληνικά δεδομένα αποτελέσματα, πολιτική αστάθεια, διάρρηξη της κοινωνικής ειρήνης, ανάδειξη νέων πολιτικών φορέων και άνοδος της Ακροδεξιάς δημιούργησαν έναν τεταμένο πολιτικό σκηνικό το οποίο επηρέασε καθοριστικά τους δείκτες της Οικονομίας, βυθίζοντας την χώρα ακόμα περισσότερο στην δίνη της κρίσης που είχε ξεκινήσει ήδη από το 2009.

Πιο αναλυτικά, το 2012 παρατηρούμε ότι το πρώτο δίμηνο του 2012 ολοκληρώνονται οι διαπραγματεύσεις σχετικά με την αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους, σύμφωνα με την οποία η συμμετοχή του Ιδιωτικού τομέα ήταν μεγαλύτερη από ότι είχε αρχικά προβλεφθεί (Το χρονικό της μεγάλης Κρίσης 2008-2013, Τράπεζα της Ελλάδος). Είναι δεδομένο ότι η αναδιάρθρωση σε συνδυασμό με την νέα συμφωνία χρηματοδοτικής στήριξης που επετεύχθη, ανέκοπταν σε σημαντικό βαθμό την πορεία προς της καταστροφή στην οποία βρισκόταν η χώρα έως και τα τέλη του 2011.

Ωστόσο, βασική προϋπόθεση για να προχωρήσει η ανάκαμψη και να αντιμετωπισθούν βασικές παθογένειες της ελληνικής οικονομίας και στρεβλώσεις που επέτειναν την οικονομική δυσαρέσκεια, αποτελούσε η πιστή εφαρμογή των συμφωνημένων, με τους εταίρους, όρους. Η «δυσκαμψία» του πολιτικού συστήματος, η πίεση που ασκήθηκε από τα συντεχνιακά συμφέροντα και η εύθραυστη κυβέρνηση συνεργασίας που είχε

προκύψει έπειτα από την πτώση της κυβέρνησης Παπανδρέου, οδήγησε σε εθνικές εκλογές στις 6 Μαΐου και σε επαναληπτικές στις 17 Ιουνίου. Η παρατεταμένη εκλογική περίοδος και η αδυναμία των πολιτικών κομμάτων να συμφωνήσουν σε μια σειρά από αυτονόητες αναγκαιότητες δημιούργησαν νέες μεγάλες καθυστερήσεις και επέτειναν εκ νέου την αβεβαιότητα στο εσωτερικό και εξωτερικό της χώρας.

Είναι χαρακτηριστικό μάλιστα, ότι την συγκεκριμένη περίοδο ο Δείκτης Οικονομικού Κλίματος της Ελλάδας για τον Ιούνιο του 2012 καταγράφει μια από τις χαμηλότερες τιμές της προηγούμενης τριετίας (ανάλογες με εκείνες του Μαΐου 2010 και του Νοεμβρίου 2011), καθώς διαμορφώθηκε στις 77,3 μονάδες, σε σύγκριση με 78,5 μονάδες κατά μέσο όρο το πρώτο τρίμηνο του 2012 και μέσο ετήσιο όρο, 80,6 μονάδες το 2011 (Το χρονικό της μεγάλης Κρίσης 2008-13, Τράπεζα της Ελλάδος).

Η συντελεσθείσα απώλεια εμπιστοσύνης, η αβεβαιότητα και η πολιτική αστάθεια που έπληξε την χώρα επηρέασε κατά κύριο λόγο τις τράπεζες, στις οποίες παρατηρείται μια μαζική εκροή καταθέσεων. Είναι χαρακτηριστικό ότι από το τέλος Δεκεμβρίου το 2011 μέχρι και τον Ιούνιο του 2012 «χάθηκαν» από τις τράπεζες 26,3 δις. καταθέσεων ενώ ειδικά τον Μάιο του 2012 και έπειτα από τις πρώτες εκλογές που δεν προέκυψε κυβέρνηση οι απώλειες αυτές έφθασαν τα 9 δις ευρώ.

Την ίδια στιγμή η απώλεια εμπιστοσύνης στο εξωτερικό και η υποβάθμιση της αξιοπιστίας της Ελληνικής οικονομίας είναι σε πρωτοφανή επίπεδα. Διεθνή ΜΜΕ υποστηρίζουν ότι το ελληνικό πρόγραμμα έχει εκτροχιαστεί και εκτιμούν ότι είναι πλέον μεγάλη η πιθανότητα εξόδου της χώρας από το ευρώ. Ανάλογες εκτιμήσεις διατύπωναν και μελετητικά ιδρύματα, ενώ το ενδεχόμενο χρεοκοπίας της Ελλάδας είχε αρχίσει να παρεισφρέει και σε δηλώσεις Ευρωπαίων πολιτικών ((Το χρονικό της μεγάλης Κρίσης 2008-2013, Τράπεζα της Ελλάδος). Είναι χαρακτηριστικό ότι ο Δείκτης Πολιτικού Κινδύνου του ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT, έφθασε στην ιστορικά υψηλότερη τιμή του στα τέλη Μαΐου 2012.

Την καταστροφική αυτή πορεία, μετριάζει αρχικά η επίτευξη κυβέρνησης συνεργασίας τον Ιούνιο του 2012 από ένα μέτωπο κοινοβουλευτικών ομάδων με σταθερό ευρωπαϊκό προσανατολισμό. Οι ποιοτικοί δείκτες άρχισαν να εμφανίζουν μια σταδιακή βελτίωση, ωστόσο το Πρόγραμμα είχε ήδη βγει εκτός τροχιάς, ιδίως, σε επίπεδο εσόδων καθώς και σε επίπεδο υλοποίησης συγκεκριμένων διαρθρωτικών αλλαγών και μεταρρυθμίσεων. Αυτό οδήγησε σε περεταίρω εμβάθυνση στην ύφεση και σε συνεχή

απώλεια καταθέσεων οξύνοντας σημαντικά τόσο την υστέρηση εσόδων όσο και την εκτίναξη της ανεργίας.

Είναι αλήθεια, ότι από τον Ιούνιο του 2012 έγιναν σημαντικές προσπάθειες οι οποίες όμως δεν ήταν ικανές να αντιμετωπίσουν τις σημαντικές καθυστερήσεις που είχαν σημειωθεί ως προς τις αποκρατικοποιήσεις, την αποτελεσματικότητα του φοροεισπρακτικού μηχανισμού, την άρση εμποδίων και στρεβλώσεων στην επιχειρηματικότητα, την απελευθέρωση των αγορών προϊόντων, την ταχύτερη απονομή δικαιοσύνης, το άνοιγμα των κλειστών επαγγελματίων κ.α.. Έτσι, η ελληνική κυβέρνηση οδηγήθηκε μαζί με την Τρόικα στην αναθεώρηση των στόχων του δεύτερου Προγράμματος Οικονομική Προσαρμογής του Φεβρουαρίου 2012.

Από εκεί και έπειτα ακολουθεί μια σειρά ραγδαίων εξελίξεων. Ο προϋπολογισμός του 2013, που κατατίθεται στην Βουλή τον Οκτώβριο του 2012 σε συνδυασμό με το επικαιροποιημένο Μεσοπρόθεσμο Πρόγραμμα Δημοσιονομικής Προσαρμογής 2013-2016, που ψηφίζεται με καθυστέρηση οκτώ μηνών, θέτουν στόχους για επίτευξη πρωτογενών πλεονασμάτων ύψους 0,4% για πρώτη φορά μετά το 2002. Λίγο αργότερα, έρχεται η πρώτη αναγνώριση της ελληνικής προσπάθειας από πλευράς Ευρωζώνης, η οποία μιλά «για σημαντικά βήματα που έχουν γίνει από πλευράς ελληνικής κυβέρνησης για να επανέλθει το πρόγραμμα στους στόχους του.

Η σταδιακή αναβάθμιση της αξιοπιστίας της ελληνικής οικονομίας από τον Ιούνιο του 2012 και μετά αποτυπώνονται και στην κατακόρυφη άνοδο του δείκτη οικονομικού κλίματος τον Δεκέμβριο του 2012. Ενώ και τα δημοσιονομικά στοιχεία, παρά την μεγάλη ύφεση (-6,4%) και την πολιτική αστάθεια δείχνουν σημαντικά σημάδια βελτίωσης.

Στην αρχή του 2013, είναι δεδομένο ότι η κατάσταση είναι σαφώς πιο βελτιωμένη και κατά γενική ομολογία τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό, η ελληνική οικονομία μπαίνει σταδιακά σε μια τροχιά σταθεροποίησης. Παράλληλα, τα οικονομικά μεγέθη δείχνουν φως ως προς τον τερματισμό της ύφεσης.

Το καλό κλίμα που άρχισε να διαμορφώνεται αντιμετώπισε ισχυρούς κλυδωνισμούς με την κρίση που ξέσπασε και στην Κύπρο, αναζωπυρώνοντας ανησυχίες, φοβίες και αβεβαιότητες. Ωστόσο, οι όποιοι κίνδυνοι υπήρχαν αποτράπηκαν λόγω της συντονισμένης και άμεσης αντίδρασης τόσο της κυβέρνησης όσο και της ΤτΕ.

Πάραυτα μέσα στο 2013 η ελληνική οικονομία κατάφερε μια σημαντική αναστροφή πορείας:

- Για πρώτη φορά επιτυγχάνεται πρωτογενές πλεόνασμα το 2013 μετά από μια μακρά περίοδο ελλειμμάτων.
- Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών παρουσιάζει πλεόνασμα για το 2013. Μπορεί μεν αυτό να είναι αποτέλεσμα την μείωσης των εισαγωγών υπήρξε όμως σημαντική αύξηση εσόδων από τον τουρισμό και τις εξαγωγές αγαθών.

Η πραγματική οικονομία μετά από μια βαθιά περίοδο ύφεσης άρχισε να λαμβάνει τα πρώτα θετικά μηνύματα τόσο σε δείκτες παραγωγής όσο και στην αγορά εργασίας. Για πρώτη φορά τα ελληνικά ομόλογα υποχώρησαν έναντι των γερμανικών στα επίπεδα του 2010, ενώ η σταθεροποίηση της ελληνικής προσπάθειας επιβεβαιώνεται και το Νοέμβριο του 2013 με την πρώτη –μετά από την έναρξη της κρίσης – αναβάθμιση (Moody's 2013) της πιστοληπτικής ικανότητας του Ελληνικού Δημοσίου, κατά δύο βαθμίδες (από C σε Caa3).

Παράλληλα, η ελληνική κυβέρνηση αποφασίζει να προχωρήσει στην επιλογή του αγωγού TAP, για την μεταφορά του φυσικού αερίου από το Αζερμπαϊτζάν μέσω Ελλάδας στην Ιταλία και στην υπόλοιπη Δυτική Ευρώπη, δίνοντας θετικές προοπτικές στον τομέα των επενδύσεων. Ταυτόχρονα όμως, προχωρά και ένα φιλόδοξο πρόγραμμα ιδιωτικοποιήσεων περιλαμβάνοντας στην λίστα τις ΟΠΑΠ, ΔΕΣΦΑ. κ.α.. Σημαντικά κεφάλαια έρχονται από το εξωτερικό στην χώρα και το διεθνές επιχειρηματικό ενδιαφέρον οδηγεί σε εισροή νέων επενδύσεων. Ταυτόχρονα προχωρούν προσπάθειες αναδιάρθρωσης των δημόσιων οργανισμών και επιχειρήσεων (ΕΡΤ, ΕΛΒΟ, ΕΑΣ, ΛΑΡΚΟ) προκαλώντας μεν περιορισμένους τριγμούς στην κυβερνητική πλειοψηφία (αποχώρηση ΔΗΜΑΡ από την κυβέρνηση με αφορμή την ΕΡΤ) χωρίς όμως να απωλέσει ο κυβερνητικός συνασπισμός την δεδηλωμένη.

Είναι άξιο αναφοράς να σημειώσουμε ότι το 2013 αναλήφθηκαν επίσης σημαντικές ενέργειες που αποσκοπούσαν στην ενίσχυση των φορολογικών εσόδων, προχωρώντας η μεταρρύθμιση του φορολογικού συστήματος και ο νέος Ενιαίος Φόρος Ιδιοκτησίας Ακινήτων.

Σημαντικό τμήμα για την περίοδο 2013 αποτελεί η προώθηση της ανακεφαλαιοποίησης των πιστωτικών ιδρυμάτων η ριζική αλλαγή της διάρθρωσης του τραπεζικού τομέα. Στόχος, της νέας αρχιτεκτονικής αποτέλεσε η δημιουργία λιγότερων και ανθεκτικότερων τραπεζών που θα είναι σε θέση να εκμεταλλευτούν οικονομίες κλίμακας παρέχοντας

μεσοπρόθεσμα δυνατότητα χορήγησης πιστώσεων στην πραγματική οικονομία. Η μετάβαση αυτή επετεύχθη χωρίς να υποστεί κανείς καταθέτης απομειώσεις στις καταθέσεις του. Είναι δεδομένο ότι η εν λόγω ανακεφαλαιοποίηση έγινε με ομαλότητα και δεν προκάλεσε καμία διατάραξη της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας (Συζήτηση επί της Ενδιάμεσης Έκθεσης της ΤτΕ για την Νομισματική Πολιτική 2013 στην Διαρκή Επιτροπή Οικονομικών Υποθέσεων της Βουλής, 16/01/2014).

Στα τέλη Δεκεμβρίου 2013, σημειώνεται η σημαντική πρόοδος της ελληνικής οικονομίας ως προς την επίτευξη των στόχων Δημοσιονομικής Προσαρμογής σε κοινές δηλώσεις Ευρωπαϊκής Επιτροπής, ΕΕ και ΔΝΤ τονίζοντας ωστόσο την ανάγκη ταχύτερης υλοποίησης μεταρρυθμίσεων στην δημόσια διοίκηση.

Το 2014 αποτελεί την πρώτη χρονιά μετά από έξι χρόνια μεγάλης ύφεσης, χρονιά ανακοπής της πτώσης και σημείωσης θετικών ρυθμών μεταβολής της οικονομικής δραστηριότητας. Η εξάλειψη των μεγάλων ελλειμμάτων του Δημοσίου και η πραγματοποίηση σημαντικών διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων δίνει σημάδια αισιοδοξίας για οριστική έξοδο από την κρίση της ελληνικής οικονομίας προχωρώντας στην οικοδόμηση μιας σταθερής και ελπιδοφόρας πορείας.

Ωστόσο, ήδη έχει ξεκινήσει να αναπτύσσεται η συζήτηση σχετικά με την εκλογή νέου Προέδρου της Δημοκρατίας και το ενδεχόμενο πτώσης της κυβέρνησης από την αδυναμία επίτευξης του στόχου των 180 βουλευτών. Η συζήτηση αυτή οδηγεί στην δημιουργία μιας παρατεταμένης εκλογικής περιόδου η οποία θα χαρακτηριστεί από κυβερνητικές αναβολές, παλινωδίες, καθυστερήσεις και επαναφοράς του κλίματος της πολιτικής αστάθειας και της αβεβαιότητας. Άλλωστε τα αποτελέσματα των ευρωεκλογών του 2014 και η ήττα των κυβερνητικών δυνάμεων από την ριζοσπαστική τότε Αριστερά θα αποτελέσουν πρόκριμα των μετέπειτα εξελίξεων.

Είναι χαρακτηριστικό, ότι από την στιγμή που η χώρα μπήκε σε μια περίοδο συζητήσεων για την εκλογή ΠτΔ, μπήκε παράλληλα και σε μια παρατεταμένη εκλογική περίοδο. Οι αισιόδοξες προοπτικές που είχαν διαμορφωθεί μέχρι εκείνη την στιγμή από την προσπάθεια του 2012 και του 2013, σκιάζονται από την παράταση της αβεβαιότητας σχετικά με την έκβαση των διαπραγματεύσεων για την νέα συμφωνία με τους εταίρους για την οποία κανένας δεν μπορούσε να προβλέψει το τελικό αποτέλεσμα.

Παρόλα αυτά, τα δημοσιευμένα τριμηνιαία στοιχεία του ΑΕΠ δείχνουν σαφή αποκλιμάκωση της ύφεσης από το α' τρίμηνο του 2014, με αποτέλεσμα στο σύνολο του έτους να καταγράφεται θετικός ρυθμός μεγέθυνσης της τάξεως του 0,8%, για πρώτη φορά μετά το 2007 (Έκθεση του Διοικητή της ΤτΕ για το 2014).

Είναι χαρακτηριστικό ότι την περίοδο του 2014, κινητήρια δύναμη για όλες τις θετικές εξελίξεις στους οικονομικούς δείκτες αποτελούν η σημαντική αύξηση των εξαγωγών σε αγαθά και υπηρεσίες κατά 8,4% καθώς και η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης, κατά 1,5%.

Αξιοσημείωτες εξελίξεις για το 2014 αποτελεί επίσης η ανάκαμψη της συνολικής απασχόλησης κατά 0,3% και της μισθωτής απασχόλησης κατά 2,3%, ενώ ο αριθμός των ανέργων μειώθηκε κατά 3,3%, για πρώτη φορά μετά το 2008 (Έκθεση του Διοικητή της ΤτΕ για το 2014).

Η διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας παρουσίαζε ενδείξεις βελτίωσης από το 2013. Συγκεκριμένα, η Ελλάδα ανέβηκε στην 81η από την 91η θέση το 2012 στο δείκτη παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας του World Economic Forum, ενώ σύμφωνα με το δείκτη "ευχέρειας του επιχειρείν" της Παγκόσμιας Τράπεζας η Ελλάδα ανέβηκε στην 61η από την 65η και 89η θέση αντιστοίχως τα δύο αμέσως προηγούμενα έτη. Ωστόσο, η φορολογική αστάθεια, η γραφειοκρατία και η δυσκολία πρόσβασης σε πηγές χρηματοδότησης εξακολουθούσαν να αποτελούν τροχοπέδη στην ουσιαστική βελτίωση της ανταγωνιστικότητας και της επιχειρηματικής προοπτικής στην χώρα. Αυτό αποτυπώνεται και στο γεγονός ότι οι συνολικές επενδύσεις παραμένουν ιδιαίτερα χαμηλές, παρά την αύξηση των δημοσίων επενδύσεων, αντανακλώντας τη μείωση των ιδιωτικών επενδύσεων κυρίως λόγω του περιορισμού της τραπεζικής χρηματοδότησης και του υψηλού κόστους δανεισμού. Η πτώση των ιδιωτικών επενδύσεων εντοπίζεται ιδίως στις επενδύσεις σε κατοικίες, ενώ οι παραγωγικές επιχειρηματικές επενδύσεις έχουν αρχίσει να δείχνουν σημάδια ανάκαμψης. Το 2014 χαρακτηρίστηκε από αρνητικό πληθωρισμό. Στην ίδια αποπληθωριστική κατεύθυνση εκτιμάται ότι συνέβαλαν και οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στις αγορές προϊόντων και εργασίας.

Την ίδια στιγμή όμως, η ευρωζώνη μετά από δύο έτη οικονομικής ύφεσης, το 2014 πέτυχε θετικό ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ, της τάξεως του 0,9%. Ωστόσο, η βασική πρόκληση που είχε να αντιμετωπίσει το Ευρωσύστημα κατά το 2014 ήταν να αποτρέψει την ανάπτυξη συνθηκών αποπληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ. Το

Ευρωσύστημα προχώρησε σε μειώσεις των βασικών επιτοκίων τον Ιούνιο και το Σεπτέμβριο του 2014: το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων μειώθηκαν συνολικά κατά 1/5 της εκατοστιαίας μονάδας σε 5 και 20 μονάδες βάσης αντιστοίχως (Έκθεση του Διοικητή της ΤΤΕ για το 2014).

Τα βασικά οικονομικά μεγέθη και οι προοπτικές της Ελληνικής οικονομίας φαίνονται και στον παρακάτω πίνακα που περιλαμβάνει στοιχεία του Economist Intelligence Unit και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (Δ.Ν.Τ.).

ΠΙΝΑΚΑΣ 3-16 ΒΑΣΙΚΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ - ΕΛΛΑΔΑ

	Προηγούμενα Έτη					Προβλέψεις				
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Πραγματική Μεταβολή ΑΕΠ (%)	-4.9	-7.1	-6.4	-3.9	0.8	1.7	2.6	3.3	3.4	3.4
Γενικός Δείκτης Καταναλωτή (μ.ο. %)	4.7	3.3	1.0	-0.9	-1.3	-1.3	1.0	1.2	1.3	1.3
Ισοζύγιο Γεν. Κυβέρνησης (% του ΑΕΠ)	-10.8	-9.6	-8.9	-12.7	-4.2	-2.2	-1.6	-1.4	-0.2	0.0
Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών (% του ΑΕΠ)	-10.1	-9.9	-3.4	0.8	1.3	3.1	3.0	1.8	0.4	0.1
Βραχυπρόθεσμα Τραπεζικά Επιτόκια (μ.ο. %)	6.1	6.8	7.3	7.0	6.6	6.4	6.6	6.8	7.0	7.2
Ισοτιμία €:US\$	1.32	1.39	1.29	1.33	1.33	1.08	1.03	1.1	1.15	1.2

Πηγή: Economist Intelligence Unit, ΔΝΤ, Ιανουάριος 2015

Το 2014, καταγράφηκαν θετικά σημάδια και άρχισαν να «δίνουν» αποτελέσματα οι προσπάθειες που συντελέστηκαν τα προηγούμενα δύο χρόνια όμως η πολιτική αστάθεια έκανε πάλι την εμφάνιση της και οι ρυθμοί με τους οποίους κινούνταν οι διαδικασίες προσαρμογής μειώθηκαν αισθητά. Ο κίνδυνος εκλογών, όπως και έγινε τελικά τον Ιανουάριο του 2015, δημιούργησε σύγχυση και απορρύθμιση στην κυβερνητική πλειοψηφία με αποτέλεσμα να μειωθεί ο ρυθμός υλοποίησης μεταρρυθμίσεων και διαρθρωτικών αλλαγών και να εισέλθει η χώρα σε μια νέα περίοδο ατέρμονων συζητήσεων με τους εταίρους σχετικά με την ολοκλήρωση της νέας φάσης της συμφωνίας και της εισόδου της στην προληπτική γραμμή στήριξης.

Οι καθυστερήσεις, αποτέλεσμα προεκλογικών σκοπιμοτήτων, θα αποπροσανατολίσει τον κυβερνητικό μηχανισμό ήδη από τον Ιούνιο του 2014, μετά τις Ευρωεκλογές, όπου και θα γίνει ριζικός ανασχηματισμός από τον πρωθυπουργό Σαμαρά. Στην συνέχεια το μοναδικό ζήτημα που θα απασχολήσει τον κυβερνητικό μηχανισμό και συνολικά το πολιτικό σύστημα θα είναι η εκλογή ΠτΔ και η αδυναμία εξεύρεσης προσώπου κοινής αποδοχής, οδηγούμενοι στις εκλογές του Ιανουαρίου του 2015.

Το 2014 σηματοδότησε την σημαντική ανάκαμψη του εισερχόμενου τουρισμού. Το γεγονός αυτό επέφερε σημαντική αύξηση σε όλα τα μεγέθη (έσοδα, πληρότητες, τιμές δωματίων κλπ) των ξενοδοχείων στην Ελλάδα, δεδομένου ότι ο εισερχόμενος τουρισμός δεν επηρεάζεται από την οικονομική κρίση. Αντίθετα, οι συνέπειες της οικονομικής κρίσης απεικονίζονται στα έσοδα του επισιτιστικού τομέα (Food & Beverage) με πάγια ισχυρή ελληνική παρουσία, ο οποίος είχε χαμηλότερους ρυθμούς αύξησης σε σχέση με αυτής των δωματίων.

Η πληρότητα δωματίων στην αγορά ξενοδοχείων πολυτελείας της Αθήνας αυξήθηκε κατά 14,6% έναντι του 2013 διαμορφώνοντας τον δείκτη στο 64,5% έναντι 56,2% το 2013. Χαμηλότερου βεληνεκούς ήταν η διαμόρφωση της μέσης τιμής δωματίου όπου στα ξενοδοχεία πολυτελείας η αύξηση ανήλθε σε 8,8% έναντι του 2013. Κατά συνέπεια το έσοδο ανά διαθέσιμο δωμάτιο αυξήθηκε στα ξενοδοχεία πολυτελείας της Αθήνας κατά 24,6% ενώ τα συνολικά έσοδα δωματίων κατά 26,7%. (Ετήσια οικονομική έκθεση ΛΑΜΨΑ Α.Ε., 2014)

Παρακάτω φαίνονται οι αυξομειώσεις στις διανυκτερεύσεις στο Νομό Αττικής.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3-17 ΔΙΑΝΥΚΤΕΡΕΥΣΕΙΣ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΩΝ – ΝΟΜΟΣ ΑΤΤΙΚΗΣ

Έτος	Αλλοδαποί		Ημεδαποί		Αλλοδαποί % Μεριδίο	Ημεδαποί % Μεριδίο
	Διανυκτερεύσεις	% Μεταβολή	Διανυκτερεύσεις	% Μεταβολή		
2003	4,662,162	—	2,852,756	—	61.2 %	38.8 %
2004	4,793,532	2.8 %	3,094,955	8.5 %	64.6	35.4
2005	4,924,065	2.7	3,291,108	6.3	66.8	33.2
2006	5,458,168	10.8	3,721,068	13.1	68.2	31.8
2007	5,997,613	9.9	4,069,154	9.4	67.8	32.2
2008	5,632,003	-6.1	3,739,245	-8.1	66.4	33.6
2009	5,370,502	-4.6	3,479,024	-7.0	64.8	35.2
2010	5,219,974	-2.8	3,471,089	-0.2	66.5	33.5
2011	5,286,775	1.3	3,643,754	5.0	68.9	31.1
2012	4,469,129	-15.5	3,031,457	-16.8	67.8	32.2
2013	4,958,631	11.0	3,359,461	10.8	67.7	32.3
2014	6,136,739	23.8	4,458,403	32.7	72.7	27.3
% Μεταβολή 2003-14	31.6%		56.3%		-7.2%	
Μέσος Ετήσιος Ρυθμός Μεταβολής 2003-11		1.6 %		3.1 %		-1.2 %
Μέσος Ετήσιος Ρυθμός Μεταβολής 2003-14		2.5 %		4.1 %		-0.7 %
Μέσος Ετήσιος Ρυθμός Μεταβολής 2010-14		4.1 %		6.5 %		-1.0 %
Μέσος Ετήσιος Ρυθμός Μεταβολής 2012-14		17.2 %		21.3 %		8.0 %

Πηγή: Ελληνική Στατιστική Αρχή

Όπως παρατηρούμε το 2012 ο αριθμός των διανυκτερεύσεων στην Αττική παρουσιάζει μια πολύ μεγάλη πτώση της τάξης του 15,5%. Μετά από αυτή τη χρονιά ακολουθούν άλλες δύο που η τάση είναι ανοδική. Συγκεκριμένα το 2013 παρατηρείται μια αύξηση στον αριθμό των διανυκτερεύσεων 11,0% και το 2014 μια αύξηση της τάξης του 23,8%

Ο μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής για την περίοδο 2010-14 βρίσκεται στο 4,1% ενώ για την περίοδο 2012-14 αγγίζει το 17,2% καθώς το 2014 παρατηρείται πολύ μεγάλη αύξηση.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3-18 ΒΑΣΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΩΝ – ΝΟΜΟΣ ΑΤΤΙΚΗΣ

Έτος	Ξενοδοχεία 5*			Ξενοδοχεία 4*		
	Πληρότητα (%)	Μέση Τιμή Δωματίου (€)	RevPAR (€)	Πληρότητα (%)	Μέση Τιμή Δωματίου (€)	RevPAR (€)
2008	64.5	169.6	109.4	71.9	81.0	58.2
2009	57.4	152.9	87.8	65.2	74.1	48.3
2010	55.6	147.1	81.8	62.8	69.4	43.6
2011	57.0	146.4	83.4	66.9	70.2	47.0
2012	50.6	133.1	67.3	58.3	64.9	37.8
2013	56.2	135.3	76.0	63.9	57.9	37.0
2014	64.5	147.6	95.2	75.7	68.9	52.1

Πηγή: Ένωση Ξενοδόχων Αθηνών - Αττικής & Αργοσαρωνικού

Στον παραπάνω πίνακα φαίνεται πως η πληρότητα των ξενοδοχείων πέντε αστέρων ακολουθεί μια πτωτική πορεία από το 2011 μέχρι το 2012 της τάξης του 6,4% ενώ το 2013 αυξάνεται κατά 5,6% και το 2014 κατά 8,3%.

Πτωτική πορεία για την διετία 2011-2012 έχουν η μέση τιμή δωματίου αλλά και τα έσοδα ανά διαθέσιμο δωμάτιο. Συγκεκριμένα η μέση τιμή δωματίου από €146,4 το 2011 σταδιακά πέφτει μέχρι τα €133,1 το 2012 και τα έσοδα ανα διαθέσιμο δωμάτιο μειώνονται από €83,4 που ήταν το 2011 στα €67,3 το 2012. Το 2013 και το 2014 υπάρχει μια σημαντική αύξηση τόσο στη μέση τιμή δωματίου όσο και στα έσοδα ανα διαθέσιμο δωμάτιο.

Η αγορά που αποτελείται από τα ξενοδοχεία του δείγματος, σύμφωνα με τα στοιχεία της STR κατέγραψε τα αποτελέσματα που φαίνονται παρακάτω.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3-19 ΒΑΣΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΩΝ – ΥΠΟ ΜΕΛΕΤΗ ΑΓΟΡΑ (€)

	2012				2013			2014		
	Αριθμός Δωματίων	Μέση Τιμή Δωματίου	Πληρότητα	RevPAR	Μέση Τιμή Δωματίου	Πληρότητα	RevPAR	Μέση Τιμή Δωματίου	Πληρότητα	RevPAR
Σύνολο/Μ.Ο.	4,530	128.0	49.2 %	63.0	131.3	52.2 %	68.5	140.7	61.5 %	86.5

Η πληρότητα των ξενοδοχείων του δείγμάτος μας για το 2014 αποτελεί μια καλή ένδειξη για την ζήτηση που υπήρχε την περίοδο εκείνη. Πάνω σε αυτή τη ζήτηση εφαρμόσαμε κάποιους ενδεικτικούς ρυθμούς ανάπτυξης που νομίζουμε ότι λαμβάνουν υπόψη τις πραγματικές συνθήκες που επικρατούσαν τότε στην Ελληνική οικονομία και στον ξενοδοχειακό κλάδο της Αθήνας.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3-20 ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΠΛΗΡΟΤΗΤΑΣ – ΥΠΟ ΜΕΛΕΤΗ ΑΓΟΡΑ (€)

	2014	2015	2016	2017
Δωμάτια Πωληθέντα	1,016,508	1,067,334	1,099,354	1,115,844
Μεταβολή Ζήτησης	—	5.0 %	3.0 %	1.5 %
Διαθέσιμα Δωμάτια ανά Έτος	1,653,450	1,653,450	1,653,450	1,653,450
Μεταβολή Προσφοράς		0.0 %	0.0 %	0.0 %
Πληρότητα Δωματίων	61 %	65 %	66 %	67 %
Υπάρχον Αριθμός Δωματίων	4,530	4,530	4,530	4,530
Διαθέσιμα Δωμάτια ανά Ημέρα	4,530	4,530	4,530	4,530

Πρέπει επίσης να σημειωθεί ότι στις προβλέψεις δε λάβαμε υπόψη πιθανές μεταβολές στην προσφορά ξενοδοχειακών δωματίων στο μέλλον (δηλ. άνοιγμα ή κλείσιμο κάποιου/ων ξενοδοχειακών μονάδων). Επιπρόσθετα, θεωρήσαμε ότι η αγορά θα σταθεροποιούνταν στο τρίτο έτος των προβλέψεων μας αφού περνούσε μια περίοδο διαφαινόμενων διακυμάνσεων. Ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης που προβλέψαμε για την περίοδο 2015-17είναι 3,2 % αρκετά με τον πραγματικό ρυθμό ανάπτυξης που είχαμε ως δεδομένο για τη περίοδο 2010-14 ο οποίος ήταν 4,1 % .

Η σταθεροποιημένη πληρότητα αντικατοπτρίζει τα αναμενόμενα αποτελέσματα της υπό μελέτη αγοράς κατά τη διάρκεια του κύκλου της οικονομικής ζωής της, λαμβάνοντας υπόψη όλες τις αλλαγές στον κύκλο ζωής των υπό μελέτη ξενοδοχείων. Έτσι, η σταθεροποιημένη πληρότητα αποκλείει από την εκτίμηση οποιαδήποτε μη φυσιολογική σχέση μεταξύ προσφοράς και ζήτησης, καθώς και οποιοσδήποτε μη επαναλαμβανόμενες συνθήκες που μπορεί να έχουν ως αποτέλεσμα ασυνήθιστα

υψηλές ή χαμηλές πληρότητες. Παρόλο που η υπό εκτίμηση αγορά μπορεί να λειτουργήσει σε πληρότητα πάνω από τη σταθεροποιημένη, θεωρούμε εξίσου πιθανό λόγω νέου ανταγωνισμού και προσωρινής οικονομικής ύφεσης να λειτουργήσει και κάτω από τις συνθήκες σταθεροποιημένης πληρότητας.

Όπως και με τις προβλέψεις πληροτήτων, έτσι και για τις προβλέψεις της μέσης τιμής δωματίου των ξενοδοχείων, λάβαμε υπόψη τα παρελθοντικά τους αποτελέσματα και εφαρμόσαμε κατάλληλα ποσοστά μεταβολής για τα επόμενα έτη.

Ο πληθωρισμός των τιμών των ξενοδοχειακών δωματίων δεν είναι απαραίτητα ο ίδιος με τον πληθωρισμό που παρατηρείται στην αγορά. Επηρεάζεται περισσότερο από τις συνθήκες της ξενοδοχειακής αγοράς, όπως η σχέση μεταξύ προσφοράς και ζήτησης. Όταν γίνεται η πρόβλεψη του πληθωρισμού των ξενοδοχειακών τιμών στο μέλλον, η μεταβολή της μέσης τιμής έως το σημείο όπου ένα ξενοδοχείο επιτυγχάνει σταθεροποιημένη πληρότητα αποδίδεται γενικά στους παράγοντες που σχετίζονται με το ίδιο το ακίνητο και την αγορά. Αφού το ξενοδοχείο επιτύχει σταθεροποιημένη πληρότητα, οι περισσότερες προβλέψεις κάνουν την υπόθεση ότι οι τιμές δωματίων θα συνεχίσουν να αυξάνονται σύμφωνα με τον πληθωρισμό που αναμένεται για την υπόλοιπη αγορά (στην περίπτωση μας 1,5%).

ΠΙΝΑΚΑΣ 3-21 ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΜΕΣΗΣ ΤΙΜΗΣ ΔΩΜΑΤΙΟΥ – ΥΠΟ ΜΕΛΕΤΗ ΑΓΟΡΑ (€)

Έτος	Πληρότητα	Μεταβολή Μέσης Τιμής Δωματίου	Μέση Τιμή Δωματίου
Έτος Βάσης	61.5 %	—	140.66
2015	64.6	5.0 %	147.69
2016	66.5	4.0	153.60
2017	67.5	2.5	157.44

3.2.1 Συγκριτικές Καταστάσεις Αποτελεσμάτων Χρήσης

Κατά πρόβλεψη των λειτουργικών αποτελεσμάτων της υπό μελέτη αγοράς ζητήσαμε από την εταιρεία HVS καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσης διαφόρων ξενοδοχείων πέντε αστέρων της Αθήνας που περιλαμβάνονται στην ερευνά μας (σύμφωνα με τη διαθεσιμότητά τους στη βάση δεδομένων της εταιρείας) ώστε να τις μελετήσουμε. Αναλύσαμε τις καταστάσεις μεμονωμένα και βασιστήκαμε στα πιο συγκρίσιμα δεδομένα για την ανάπτυξη των προβλέψεών μας για τα έσοδα και τα έξοδα για την

εξεταζόμενη αγορά. Αυτές οι καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσης παρουσιάζονται σε συγκεντρωτική μορφή στον ακόλουθο πίνακα που αντιπροσωπεύει πολυτελείς ξενοδοχειακές μονάδες που λειτουργούν σε ετήσια βάση. Λόγω της διαφορετικότητας των ξενοδοχείων που περιλαμβάνονται στα δείγμα μας, ορισμένα δεδομένα να διαφέρουν από τις προβλέψεις μας. Γενικότερα όμως, τα στοιχεία αντιπροσωπεύουν ξενοδοχεία που θεωρούνται ότι διοικούνται αποτελεσματικά.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 3-22 ΟΜΑΔΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ –
ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ ΑΘΗΝΑΣ (€)**

	Αριθμός Δωματίων:	1,591			
	Δωμάτια Πωληθέντα:	355,975			
	Ετήσια Πληρότητα:	61.3%			
	Μέση Τιμή Δωματίου:	€171.13	Ποσοστό επί	Ποσό ανά	Ποσό ανά
	RevPAR:	€104.90	των Πωλήσεων	Δωμάτιο	Δωμάτιο
ΕΣΟΔΑ					
Δωμάτια			61.4 %	38,289	171.13
Επισιτιστικά Τμήματα			32.7	20,420	91.27
Λουτά Λειτουργικά Τμήματα			5.9	3,665	16.38
Σύνολο			100.0	62,375	278.78
ΕΞΟΔΑ ΤΜΗΜΑΤΩΝ					
Δωμάτια			25.6	9,796	43.78
Επισιτιστικά Τμήματα			82.7	16,887	75.48
Λουτά Λειτουργικά Τμήματα			46.8	1,716	7.67
Σύνολο			45.5	28,400	126.93
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΜΗΜΑΤΩΝ					
			54.5	33,975	151.85
ΛΟΙΠΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΕΞΟΔΑ					
Γενικά και Διοικητικά			12.0	7,462	33.35
Marketing			5.1	3,197	14.29
Συντήρηση Εγκαταστάσεων			5.0	3,110	13.90
Ενέργεια			5.5	3,439	15.37
Σύνολο			27.6	17,208	76.91
ΜΕΙΚΤΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ I					
			26.9	16,767	74.94
Τέλη Διαχείρισης			2.8	1,777	7.94
ΜΕΙΚΤΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ II					
			24.0	14,989	66.99
ΣΤΑΘΕΡΑ ΕΞΟΔΑ					
Φόροι Ακίνητης Περιουσίας			0.8	510	2.28
Ασφάλιστρα			0.9	588	2.63
Λουτά			1.2	721	3.22
Αποθεματικό για Αντικατάσταση Εξοπλισμού			0.0	0	0.00
Σύνολο			2.9	1,820	8.13
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ, ΤΟΚΩΝ ΚΑΙ ΑΠΟΣΙ					
			21.1 %	13,170	58.86

3.2.2 Συνθήκες Προβλέσεων

Η πρόβλεψη εσόδων και εξόδων έχει ως στόχο να αντικατοπτρίσει την υποκειμενική μας εκτίμηση για το πώς μια τυπική αποτελεσματική εταιρεία διαχείρισης ξενοδοχείων θα εκτιμούσε τα μελλοντικά αποτελέσματα εκμετάλλευσης των υπό μελέτη ξενοδοχείων. Ανάλογα με τη δυναμική της τοπικής αγοράς, η εκτίμηση θα μπορούσε να προσαρμοστεί προς τα πάνω ή προς τα κάτω. Προσπαθήσαμε να εκτιμήσουμε αυτούς

τους παράγοντες κατά τη διαμόρφωση αυτής της πρόβλεψης. Το μοντέλο που χρησιμοποιεί η HVS για την πρόβλεψη των μελλοντικών εσόδων και εξόδων των ξενοδοχείων βασίζεται στην υπόθεση ότι κάθε κατηγορία εσόδου και εξόδου χωρίζεται σε ένα σταθερό και ένα μεταβλητό μέρος το οποίο μεταβλητό εξαρτάται άμεσα από την πληρότητα και τη χρήση των εγκαταστάσεων ενός ξενοδοχείου. Οι προβλέψεις γίνονται λαμβάνοντας υπόψη τα έσοδα και έξοδα ενός έτους βάσης και υπολογίζοντας τα σταθερά και τα μεταβλητά στοιχεία τους. Τα σταθερά προσαρμόζονται μόνο με βάση τον πληθωρισμό, ενώ τα μεταβλητά προσαρμόζονται με βάση την ποσοστιαία μεταβολή της πληρότητας. Τα στοιχεία λειτουργίας προέρχονται από παρόμοια ξενοδοχεία σε όλη την Αθήνα. Το μοντέλο στη συνέχεια πραγματοποιεί μια ετήσια πρόβλεψη εσόδων και εξόδων σε Ευρώ.

Η πρόβλεψη γίνεται βήμα-βήμα ακολουθώντας το Ενιαίο Σύστημα Λογαριασμών για Ξενοδοχειακές Επιχειρήσεις (Uniform System Of Accounts for the Lodging Industry – USALI) και όλα τα έσοδα και έξοδα υπολογίζονται ξεχωριστά και προστίθενται στο τέλος.

3.2.3 Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης - Έτους Βάσης

Από την μελέτη των οικονομικών καταστάσεων των διαφόρων ξενοδοχείων της υπό μελέτη αγοράς και άλλων φυσικών και λειτουργικών παραγόντων που αναμένεται να επηρεάσουν τη λειτουργία της εξεταζόμενης αγοράς προέκυψε μια κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης του έτους βάσης (2014). Η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης του έτους βάσης αποτελεί τη βάση υπολογισμού της σχέσης μεταξύ των σταθερών και μεταβλητών μερών σύμφωνα με την ανάλυση στην προηγούμενη ενότητα. Ο παρακάτω πίνακας αντιπροσωπεύει στην πραγματικότητα την υποθετική κατάσταση κερδών και ζημιών της εξεταζόμενης αγοράς, υποθέτοντας σταθεροποιημένες συνθήκες (πληρότητα δωματίων 61,5% και αποπληθωρισμένη μέση τιμή δωματίου €141) το 2014.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3-23 ΕΤΟΣ ΒΑΣΗΣ – ΥΠΟ ΜΕΛΕΤΗ ΑΓΟΡΑ (€)

Οικονομική Χρήση:	2014			
Αριθμός Δωματίων:	4530			
Δωμάτια Πωληθέντα:	1,016,508	Ποσοστό επί	Ποσό ανά	Ποσό ανά
Πληρότητα:	61.5%	των	Διαθέσιμο	Πωληθέν
Μέση Τιμή Δωματίου:	140.69	Πωλήσεων	Δωμάτιο	Δωμάτιο
ΕΣΟΔΑ				
Δωμάτια	143,010	66.5 %	31,570	140.69
Επισιτιστικά Τμήματα	60,990	28.4	13,464	60.00
Λοιπά Λειτουργικά Τμήματα	11,009	5.1	2,430	10.83
Σύνολο	215,009	100.0	47,463	211.52
ΕΞΟΔΑ				
Δωμάτια ¹	37,183	26.0 %	8,208	36.58
Επισιτιστικά Τμήματα ¹	48,792	80.0	10,771	48.00
Λοιπά Λειτουργικά Τμήματα ¹	5,174	47.0	1,142	5.09
Γενικά και Διοικητικά	33,975	15.8	7,500	33.42
Marketing	14,496	6.7	3,200	14.26
Συντήρηση Εγκαταστάσεων	14,043	6.5	3,100	13.81
Ενέργεια	15,855	7.4	3,500	15.60
Τέλη Διαχείρισης	6,450	3.0	1,424	6.35
Φόροι Ακίνητης Περιουσίας	2,265	1.1	500	2.23
Ασφάλιστρα	2,605	1.2	575	2.56
Αποθεματικό για Αντικατάσταση Εξοπλισμού	10,750	5.0	2,373	10.58
Σύνολο	191,589	89.1	42,293	188.48
Αποτελέσματα προ Φόρων, Τόκων και Αποσβέσεων	23,421	10.9 %	5,170	23.04

¹ Τα έξοδα τμημάτων εκφράζονται ως ποσοστό των αντίστοιχων εσόδων κάθε τμήματος.

3.2.4 Πρόβλεψη Εσόδων και Εξόδων

Η ακόλουθη πρόβλεψη των εσόδων και των εξόδων έχει σκοπό να αντικατοπτρίσει την κρίση μας για το πώς μια τυπική ξενοδοχειακή εταιρεία διαχείρισης θα προϋπολόγιζε τα λειτουργικά αποτελέσματα του εξεταζόμενου χαρτοφυλακίου ξενοδοχείων. Με βάση την ανάλυση που έχει γίνει σε ολόκληρο το τμήμα αυτό, έχουμε διαμορφώσει μια πρόβλεψη αποτελεσμάτων χρήσης. Τα μεικτά λειτουργικά αποτελέσματα της υπό μελέτη αγοράς προβλέπεται να διαμορφωθούν στο 26,2% περίπου των συνολικών εσόδων από το έτος βάσης, ενώ τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων προβλέπεται να ανέλθουν στο 19,3% περίπου των συνολικών εσόδων. Η διαφορά στο ποσοστό κέρδους σε σχέση με τις προβλέψεις μας στην προηγούμενη περίπτωση έγκειται στην αύξηση των φόρων ακίνητης περιουσίας αλλά και στην αύξηση του αποθεματικού για μελλοντική αντικατάσταση εξοπλισμού.

Η ISHC (International Society of Hospitality Consultants) με μια μελέτη της που δημοσιεύτηκε το 2014 υποστήριξε πως το 4% που χρησιμοποιούσαμε μέχρι τότε στις εκτιμήσεις ως ποσοστό παρακράτησης για το σχηματισμό αποθεματικού δεν επαρκούσε και πρότεινε να αυξηθεί σε 5%.

Έτσι και εμείς σε αυτή εδώ την εργασία στις προβλέψεις της δεύτερης περιόδου (εκτίμηση με ημερομηνία 1/1/2015) χρησιμοποιήσαμε 5% ποσοστό παρακράτησης στους υπολογισμούς μας για μεγαλύτερη ακρίβεια.

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει τα προβλεπόμενα αποτελέσματα χρήσης των υπό εξέταση ξενοδοχείων σε βάθος δεκαετίας. Η λειτουργία των ξενοδοχείων που μελετούμε θεωρούμε πως θα έχει σταθεροποιηθεί έως το τέλος του τρίτου έτους των εκτιμήσεων μας. Η ζήτηση για ενοικίαση δωματίων αναμένεται να έχει σταθεροποιηθεί και αυτή έως τότε. Οι προβλέψεις αφορούν τα έτη που ξεκινούν από την 1η Ιανουαρίου 2015 και εκφράζονται σε πληθωρισμένες τιμές Ευρώ για κάθε έτος.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3-24 10ΕΤΗΣ ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ – ΥΠΟ ΜΕΛΕΤΗ ΑΓΟΡΑ (ΣΕ ΧΙΛ. €)

	2015		2016		2017		2018		2019		2020		2021		2022		2023		2024	
Αριθμός Δωματίων:	4530		4530		4530		4530		4530		4530		4530		4530		4530		4530	
Δωμάτια Πωληθέντα:	1,067,334		1,099,354		1,115,844		1,115,844		1,115,844		1,115,844		1,115,844		1,115,844		1,115,844		1,115,844	
Πληρότητα:	65%		66%		67%		67%		67%		67%		67%		67%		67%		67%	
Μέση Τιμή Δωματίου:	147.69 % of		153.60 % of		157.44 % of		159.80 % of		162.20 % of		164.63 % of		167.10 % of		169.61 % of		172.15 % of		174.73 % of	
RevPAR:	95.34 Gross		102.13 Gross		106.25 Gross		107.84 Gross		109.46 Gross		111.10 Gross		112.77 Gross		114.46 Gross		116.18 Gross		117.92 Gross	
ΕΣΟΔΑ																				
Δωμάτια	157,637	67.9 %	168,861	68.7 %	175,678	69.1 %	178,314	69.1 %	180,988	69.1 %	183,703	69.1 %	186,459	69.1 %	189,256	69.1 %	192,094	69.1 %	194,976	69.1 %
Επισιτιστικά Τμήματα	63,278	27.3	65,366	26.6	67,107	26.4	68,114	26.4	69,135	26.4	70,172	26.4	71,225	26.4	72,293	26.4	73,378	26.4	74,478	26.4
Λοιπά Λειτουργικά Τμήματα	11,174	4.8	11,391	4.6	11,617	4.6	11,791	4.6	11,968	4.6	12,147	4.6	12,329	4.6	12,514	4.6	12,702	4.6	12,893	4.6
Σύνολο	232,089	100.0	245,617	100.0	254,401	100.0	258,218	100.0	262,091	100.0	266,022	100.0	270,013	100.0	274,064	100.0	278,174	100.0	282,347	100.0
ΕΞΟΔΑ ΤΜΗΜΑΤΩΝ*																				
Δωμάτια	37,926	24.1	38,779	23.0	39,608	22.5	40,202	22.5	40,805	22.5	41,417	22.5	42,038	22.5	42,669	22.5	43,309	22.5	43,958	22.5
Επισιτιστικά Τμήματα	49,616	78.4	50,636	77.5	51,669	77.0	52,444	77.0	53,231	77.0	54,029	77.0	54,840	77.0	55,662	77.0	56,497	77.0	57,345	77.0
Λοιπά Λειτουργικά Τμήματα	5,174	46.3	5,226	45.9	5,304	45.7	5,384	45.7	5,465	45.7	5,547	45.7	5,630	45.7	5,714	45.7	5,800	45.7	5,887	45.7
Σύνολο	92,716	39.9	94,640	38.5	96,581	38.0	98,030	38.0	99,500	38.0	100,993	38.0	102,508	38.0	104,045	38.0	105,606	38.0	107,190	38.0
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΜΗΜΑΤΩΝ	139,372 60.1		150,977 61.5		157,820 62.0		160,188 62.0		162,590 62.0		165,030 62.0		167,505 62.0		170,018 62.0		172,568 62.0		175,157 62.0	
ΛΟΙΠΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΕΞΟΔΑ																				
Γενικά και Διοικητικά	34,650	14.9	35,439	14.4	36,172	14.2	36,715	14.2	37,265	14.2	37,824	14.2	38,392	14.2	38,968	14.2	39,552	14.2	40,145	14.2
Marketing	14,784	6.4	15,121	6.2	15,433	6.1	15,665	6.1	15,900	6.1	16,138	6.1	16,380	6.1	16,626	6.1	16,876	6.1	17,129	6.1
Συντήρηση Εγκαταστάσεων	14,322	6.2	14,648	6.0	14,951	5.9	15,175	5.9	15,403	5.9	15,634	5.9	15,869	5.9	16,107	5.9	16,348	5.9	16,593	5.9
Ενέργεια	16,170	7.0	16,538	6.7	16,880	6.6	17,133	6.6	17,390	6.6	17,651	6.6	17,916	6.6	18,185	6.6	18,458	6.6	18,734	6.6
Σύνολο	79,925	34.5	81,746	33.3	83,437	32.8	84,688	32.8	85,959	32.8	87,248	32.8	88,557	32.8	89,885	32.8	91,233	32.8	92,602	32.8
ΜΕΙΚΤΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ I	59,447 25.6		69,231 28.2		74,383 29.2		75,500 29.2		76,632 29.2		77,781 29.2		78,949 29.2		80,133 29.2		81,334 29.2		82,555 29.2	
Τέλη Διαχείρισης	6,963	3.0	7,369	3.0	7,632	3.0	7,747	3.0	7,863	3.0	7,981	3.0	8,100	3.0	8,222	3.0	8,345	3.0	8,470	3.0
ΜΕΙΚΤΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ II	52,484 22.6		61,863 25.2		66,751 26.2		67,753 26.2		68,769 26.2		69,801 26.2		70,848 26.2		71,911 26.2		72,989 26.2		74,084 26.2	
ΣΤΑΘΕΡΑ ΕΞΟΔΑ																				
Φόροι Ακίνητης Περιουσίας	2,265	1.0	2,288	0.9	2,322	0.9	2,357	0.9	2,392	0.9	2,428	0.9	2,464	0.9	2,501	0.9	2,539	0.9	2,577	0.9
Ασφάλιστρα	2,605	1.1	2,631	1.1	2,670	1.0	2,710	1.0	2,751	1.0	2,792	1.0	2,834	1.0	2,877	1.0	2,920	1.0	2,964	1.0
Αποθεματικό για Αντικατάσταση Εξοπλισμού	11,604	5.0	12,281	5.0	12,720	5.0	12,911	5.0	13,105	5.0	13,301	5.0	13,501	5.0	13,703	5.0	13,909	5.0	14,117	5.0
Σύνολο	16,474	7.1	17,199	7.0	17,712	6.9	17,978	6.9	18,248	6.9	18,521	6.9	18,799	6.9	19,081	6.9	19,367	6.9	19,658	6.9
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ, ΤΟΚΩΝ ΚΑΙ ΑΠΟΣΒΕΣΕΩΝ	36,010 15.5 %		44,663 18.2 %		49,039 19.3 %		49,775 19.3 %		50,521 19.3 %		51,279 19.3 %		52,049 19.3 %		52,830 19.3 %		53,622 19.3 %		54,426 19.3 %	

* Τα έξοδα τμημάτων εκφράζονται ως ποσοστό των αντίστοιχων εσόδων κάθε τμήματος.

3.2.5 Εκτίμηση

Για την εκτίμηση της αξίας των υπό μελέτη ξενοδοχείων με βάση τη μέθοδο κεφαλαιοποίησης ταμειακών ροών χρησιμοποιήσαμε τις μοχλευμένες και προεξοφλημένες ταμειακές ροές του δείγματος μας. Ο ακόλουθος πίνακας συνοψίζει τις βασικές παραμέτρους εκτίμησης που χρησιμοποιήθηκαν κατά τον υπολογισμό της αξίας του χαρτοφυλακίου ξενοδοχείων που αποτελούν το δείγμα μας. Αναφορικά με τα βασικά στοιχεία χρηματοδότησης (δηλ. ποσοστό δανεισμού, επιτόκιο), αυτά προέκυψαν από στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδας για τις συνθήκες δανεισμού στις αρχές του 2012 ενώ ο συντελεστής κεφαλαιοποίησης και η ζητούμενη απόδοση ιδίων κεφαλαίων προέκυψε, ελλείψει πραγματικών συναλλαγών στην αγορά, από τις εκτιμήσεις της HVS για τον καιρό εκείνο.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3-25 ΣΥΝΟΨΗ ΕΚΤΙΜΗΤΙΚΩΝ ΠΑΡΑΜΕΤΡΩΝ

Έτος Σταθεροποίησης:	2017
Πληθωρισμός:	1.5 %
Ποσοστό Δανεισμού:	65 %
Διάρκεια Δανείου:	25 έτη
Διάστημα Προβλέψεων:	10 έτη
Επιτόκιο Δανεισμού:	5.0 %
Συντελεστής Κεφαλαιοποίησης:	6.5 %
Έξοδα Συναλλαγής:	1.5 %
Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων:	16.0 %

3.2.6 Ανάλυση Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών

Στον ακόλουθο πίνακα απεικονίζεται η συνολική απόδοση των ακινήτων με βάση την ανάλυση προεξοφλημένων ταμειακών ροών χρησιμοποιώντας προεξοφλητικό επιτόκιο 10,1%. Όλες μας οι προβλέψεις παρουσιάζονται προ φόρου εισοδήματος.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3-26 ΑΝΑΛΥΣΗ ΠΡΟΞΟΦΛΗΜΕΝΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ: ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΠΟΜΟΧΛΕΥΜΕΝΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΥΠΟ ΜΕΛΕΤΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΩΝ (€)

Έτος	Καθαρά Λειτουργικά Αποτελέσματα	Προεξοφλητικό Επιτόκιο @ 10.1%	Προεξοφλημένες Ταμειακές Ροές
2015	36,010,000	0.90836	32,710,043
2016	44,663,000	0.82512	36,852,239
2017	49,039,000	0.74950	36,754,929
2018	49,775,000	0.68082	33,887,790
2019	50,521,000	0.61843	31,243,661
2020	51,279,000	0.56176	28,806,303
2021	52,049,000	0.51028	26,559,406
2022	52,830,000	0.46352	24,487,507
2023	53,622,000	0.42104	22,576,934
2024	891,555,000 *	0.38245	340,979,276
		Αγοραία Αξία (Στρογγυλοποίηση)	614,858,089
			614,900,000
Διαδικασία Κεφαλαιοποίησης			
	EBITDA 11ου έτους		55,242,000
	Συντελεστής Κεφαλαιοποίησης (%)		6.5
	Μεικτή Τιμή Πώλησης		849,876,923
	Μείον: Κόστη Συναλλαγής @ 1.5%		12,748,154
	Καθαρή Τιμή Πώλησης		837,128,769

* Καθαρά λειτουργικά αποτελέσματα 10ου έτους και καθαρή τιμή πώλησης

4 Συμπεράσματα

Έχοντας ολοκληρώσει τις εκτιμήσεις μας, μια με ημερομηνία 1 Ιανουαρίου 2012 και μια με ημερομηνία 1 Ιανουαρίου 2015, μπορούμε να κάνουμε πλέον σύγκριση για το πως μεταβλήθηκε η αγοραία αξία των ξενοδοχείων πέντε αστέρων της Αττικής. Υπολογίσαμε πως η αγοραία τιμή του συνόλου των ξενοδοχείων πέντε αστέρων στις αρχές του 2012 θα ήταν €460 εκατομμύρια περίπου και στις αρχές του 2015 €615 εκατομμύρια περίπου. Παρατηρούμε λοιπόν πως μετά από μια μεγάλη ύφεση που παρουσιάστηκε στον κλάδο η καθαρή τιμή πώλησης -όπως θα την εκτιμούσαμε τότε- αυξήθηκε το 2015 κατά 28,6 % περίπου .

Επίσης είχαμε τη δυνατότητα να διαπιστώσουμε πως οι εκτιμήσεις μας ήταν σωστές και πολύ κοντά στην πραγματικότητα αφού η HVS σε μια ετήσια έκθεση το 2013 (2013 European Hotel Valuation Index) υπολογίζει την αξία ενός ξενοδοχείου στην Αθήνα το 2012 σε περίπου €105.000 ανά δωμάτιο με τη δική μας εκτίμηση να είναι €101.000 ανά δωμάτιο.

Το ίδιο συμβαίνει και με την αντίστοιχη εκτίμησή μας για το 2015 καθώς η HVS στην ετήσια έκθεση της το 2016 για τα Ευρωπαϊκά ξενοδοχεία (2016 European Hotel Valuation Index) υπολογίζει την αξία ενός ξενοδοχείου στην Αθήνα το 2015 σε περίπου €135.000 ανά δωμάτιο με τη δική μας να είναι €136.000 ανά δωμάτιο.

Για τη μελέτη και την εκτίμηση των ξενοδοχείων αναγκαστήκαμε να κάνουμε κάποιες υποθέσεις και είχαμε και κάποιους περιορισμούς. Αρχικά τα ξενοδοχεία εκτιμώνται σαν ένα ενιαίο χαρτοφυλάκιο κάνοντας την υπόθεση ότι θα ήταν όλα διαθέσιμα προς πώληση ακριβώς την ίδια περίοδο και θα αγοράζονταν από έναν υποτιθέμενο αγοραστή χωρίς να ληφθεί υπόψη καμία μεταβολή στην αξία τους λόγω του μεγάλου όγκου της συναλλαγής αλλά ούτε και ενδεχόμενη μείωση στην αξία τους από την υπερπροσφορά ξενοδοχείων προς πώληση που θα υπήρχε στην αγορά.

Επιπλέον δεν συμπεριελήφθησαν όλα τα ξενοδοχεία στην έρευνα μας καθώς για κάποια δεν υπήρχαν οικονομικά στοιχεία διαθέσιμα αφού οι εταιρίες στις οποίες ανήκουν έχουν στην κατοχή τους και άλλα ξενοδοχεία που είτε είναι διαφορετικής κατηγορίας είτε βρίσκονται σε άλλες πόλεις της Ελλάδας.

Τέλος με βάση τα στοιχεία των προηγούμενων ετών και το γενικότερο κλίμα τις αγοράς κάναμε υποθέσεις για τον ρυθμό ανάπτυξης για την περίοδο της μελέτης μας.

5 Βιβλιογραφία

Brueggeman, W. B. & Fisher, J. D. (1997), *Real estate finance and investments* (10th ed.) Irwin McGraw-Hill, Boston.

Brealey, R. A. & Meyers, S. C. (2000), *Principles of Corporate Finance*, 6th ed, McGraw-Hill, New York.

Damodaran, A. (1996), *Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, John Willey & Sons, New York.

De Roos, J. A. & Corgel, J. B. (1996), "Measuring lodging-property performance", *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, vol. 37, no. 4, pp. 20-27.

Capital Investment Appraisal, (n.d.). Retrieved: November 16, 2016 from <http://www.capital-investment.co.uk/capital-investment-appraisal.php>

Jang, S. & Yu, L. (2002), "Analysis on hotel investment: a comparison of commercial hotel companies and casino hotel companies", *Journal of Hospitality & Tourism Research*, vol. 26, no. 1, pp. 38-53.

Kishore, R. & Melorca, B. (1996), "Discounted cash flow analysis in property investment valuations", *Journal of Property Valuation & Investment*, vol.14, no.3, pp 63-70.

Lindemann, J. (2004), *Brand Valuation*. Retrieved: October 29, 2016, from <http://www1.eafit.edu.co/jbaby/mezclabrandvaluation%20iss24fea2.pdf>

McClure, B. (2003), *The hidden value of intangibles*. Retrieved: November 16, 2016, from <http://www.investopedia.com/articles/03/010603.asp>

Royal Institute of Chartered Surveyors (2017) *RICS Valuation, Global Standards 2017*, London

Newell, G. & Seabrook, R. (2006), "Factors influencing hotel investment decision making", *Journal of Property Investment & Finance*, vol. 24, no. 4, pp. 279-294.

O'Neill, W. J. (2003), "ADR Rule of Thumb: Validity and Suggestions for Its Application", Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly, vol. 44, no. 4, pp. 7-16.

Ruggless, R. (1998), "Hotel leaders reap rewards of booming economy, more business- pleasure travel", Nation's Restaurant News, 32 (25), pp. 162-169.

Rushmore, S. & Goldhoff G. (1997), "Hotel Value Trends: Yesterday, today and Tomorrow", Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly, vol. 38, no. 12, pp. 66-72.

Rushmore, S. & deRoos, J. (1999) "Hotel Valuation Techniques," in Raleigh L. and Roginsky R. (Eds), Hotel Investments: Issues and Perspectives, 2nd ed., American Hotel & Lodging Association, East Lansing, Miami, pp 151-180.

Rushmore, S. (2001), "The Global Approach to Hotel Valuations", Hotels, March, p. 36. Retrieved: November 22, 2016, from <https://www.hvs.com/Content/1587.pdf>

Rushmore, S. (2002), "Don't Overpay For Hotel Sites", Hotels. Retrieved: October 29, 2016 from <https://www.highbeam.com/doc/1G1-84370707.html>

Rushmore, S. (2005), In Defense of the "Rushmore Approach" for Valuing the Real Property Component of a Hotel. Retrieved: November 16, 2016 from <https://www.hvs.com/article/1005-in-defense-of-the-rushmore-approach-for-valuing-the-real-estate-property-component-of-a-hotel>

The International Society of Hotel Consultants, CapEx 2014, A Study of Capital Expenditure in the U.S. Hotel Industry.

2013 European Hotel Valuation index Retrieved: November 16, 2017 from <https://www.hvs.com/article/6229-2013-european-hotel-valuation-index>

2016 European Hotel Valuation Retrieved: November 16, 2017 from <https://www.hvs.com/article/7616/2016-european-hotel-valuation-index/>