

АНАЛИТИЧЕСКОЕ ОБОСНОВАНИЕ РАЗРАБОТКИ ФИНАНСОВОЙ МОДЕЛИ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЕКТА В СФЕРЕ ТУРИЗМА

Ольга Владимировна ЕФИМОВА ^{а*},

Денис Дмитриевич ЛЁТКА ^б,

Вероника Владимировна КОЖЕВНИКОВА ^с,

Илья Александрович КРАПИВЕНЦЕВ ^д

^а доктор экономических наук, профессор департамента бизнес-аналитики,
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации,
Москва, Российская Федерация
Efimova@fa.ru
<https://orcid.org/0000-0002-3574-6916>
SPIN-код: 4097-4269

^б студент магистратуры факультета налогов, аудита и бизнес-анализа,
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации,
Москва, Российская Федерация
letkadenis@yandex.ru
<https://orcid.org/0009-0006-0750-1782>
SPIN-код: 1508-1040

^с студентка магистратуры факультета налогов, аудита и бизнес-анализа,
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации,
Москва, Российская Федерация
k_veronika99@bk.ru
<https://orcid.org/0000-0002-8955-5904>
SPIN-код: 8403-1048

^д аналитик отдела поддержки бизнеса департамента бюджетирования и контроллинга,
Первый Московский филиал ООО «Каркаде»,
Москва, Российская Федерация
ikrapiventsev@bk.ru
<https://orcid.org/0009-0002-4840-4015>
SPIN-код: 2686-7090

* Ответственный автор

История статьи:

Per. № 473/2023
Получена 25.09.2023
Получена в
доработанном виде
06.10.2023
Одобрена 18.10.2023
Доступна онлайн
30.11.2023

Специальность: 5.2.3

УДК 330.322.5

JEL: G17, G31, L83, M21

Аннотация

Предмет. Комплексный подход к аналитическому обоснованию инвестиционных проектов, реализуемых в сфере туризма и гостеприимства, для принятия управленческих и инвестиционных решений.

Цели. Разработка комплексной методики аналитического обоснования инвестиционного проекта, реализуемого в сфере туризма и гостеприимства, характеризующейся системным подходом к анализу потенциальных денежных потоков с учетом влияния внешних и внутренних рисков, а также особенностей бизнес-модели.

Методология. Используются логический и системный подходы, методы сравнительного анализа, инвестиционного анализа и финансового моделирования, анализа рисков, включая анализ чувствительности, сценарный анализ, а также развернутый метод SWOT-анализа.

Результаты. Разработана комплексная методика аналитического

обоснования инвестиционного проекта, реализуемого в сфере туризма и гостеприимства, включающая стратегический анализ отрасли и проекта, определение и отбор показателей юнит-экономики для разработки финансовой модели, построение и анализ финансовой модели проекта, развернутый SWOT-анализ с использованием балльно-рейтинговой оценки, благодаря чему сильные и слабые стороны, возможности и угрозы можно ранжировать по степени их значимости и влияния на проект, сценарный анализ и разработку карты рисков. Предложенная методика апробирована применительно к проекту, реализуемому в сфере туризма и гостеприимства.

Выводы. Преимуществами разработанной методики аналитического обоснования инвестиционного проекта являются следующие: возможность комплексной оценки факторов, влияющих на экономическую целесообразность инвестиционных проектов с учетом особенностей их реализации в сфере туризма и гостеприимства, включая риски и возможности, связанные с перспективами развития внутреннего туризма в Российской Федерации, и меры поддержки, что влияет на денежные потоки проекта; гибкость разработанной финансовой модели, базирующейся на показателях юнит-экономики, позволяющей адаптировать ее к требованиям инициатора и инвесторов проекта исходя из особенностей создаваемого продукта.

Ключевые слова:
инвестиционные
проекты в туризме,
финансовое
моделирование,
принятие решений,
аналитическое
обоснование проектов

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2023

Для цитирования: Ефимова О.В., Лётка Д.Д., Кожевникова В.В., Крапивенцев И.А. Аналитическое обоснование разработки финансовой модели инвестиционного проекта в сфере туризма // *Экономический анализ: теория и практика*. – 2023. – Т. 22, № 11. – С. 2133 – 2158. <https://doi.org/10.24891/ea.22.11.2133>

Принятие решения об осуществлении того или иного инвестиционного проекта не может быть реализовано без предварительного прогноза его эффективности и оценки рисков. Непрерывно меняющаяся рыночная ситуация, экономические и политические потрясения, конкуренция, изменение спроса на блага и услуги, постоянно возникающие новые риски и возможности, развитие технологий и многие другие факторы могут существенно повлиять на результаты проекта. Именно поэтому перед принятием решения о запуске проекта так важно иметь полное представление о существовании данных факторов и о том, какое влияние они могут оказать на каждом этапе реализации инвестиционного проекта на ключевые финансовые показатели: чистую прибыль, денежные потоки, уровень рентабельности и т.д.

Одним из наиболее перспективных и актуальных направлений инвестиций в настоящее время является развитие туристско-рекреационной отрасли. Серьезной трансформации туристической индустрии в России способствует сложившаяся ситуация высоких геополитических рисков, санкций и значительных ограничений для российских граждан в отношении зарубежного туризма, что создает стимулы для развития туризма внутри страны и формирует новые возможности для инвесторов.

Рост вклада туристической отрасли в ВВП – важная стратегическая задача России. На федеральном уровне разработан ряд документов стратегического характера, среди которых национальный проект «Туризм и индустрия гостеприимства»¹, «Стратегия развития туризма в Российской Федерации на период до 2035 года»² и другие, в рамках которых запланировано развитие внутреннего и въездного туризма за счет создания и развития туристских территорий специальных преференциальных режимов, реализации комплексных проектов создания туристской и обеспечивающей инфраструктуры, формирования и продвижения качественного и конкурентоспособного туристского продукта на внутреннем и международном туристских рынках, увеличение доступности туристских услуг, отдыха и оздоровления для российских граждан.

Туристская сфера не только создает экономические выгоды для инвесторов, но и способствует достижению целей устойчивого развития (ЦУР)³, создавая ценность для широкого круга заинтересованных сторон⁴ [1]. Так, развитие туристской отрасли непосредственно связано как минимум с пятью целями устойчивого развития, а именно: содействием поступательному и устойчивому экономическому росту, полной и производительной занятости и достойной работе для всех (ЦУР 8); обеспечением здорового образа жизни и содействием благополучию людей любого возраста (ЦУР 3); созданием устойчивой инфраструктуры, содействием всеобъемлющей и устойчивой индустриализации и стимулированием инноваций (ЦУР 9); созданием условий для открытой, безопасной, устойчивой жизни в городах и поселениях (ЦУР 11); защитой, восстановлением и содействием устойчивому использованию наземных экосистем (ЦУР 15).

С одной стороны, инвестиционные проекты в сфере развития туризма и рекреации привлекают инвесторов из-за растущего спроса на внутренний туризм в России в текущих условиях. С другой стороны, такие проекты характеризуются, как правило, длительным горизонтом инвестирования в строительство и эксплуатацию объектов, высокой стоимостью и большим сроком окупаемости. К особенностям бизнеса также относится повышенная чувствительность к внешним условиям, высокий уровень конкуренции, сезонность, изменчивость требований клиентов и др.

Отмеченные факторы приводят к тому, что инвесторы подходят к реализации подобных проектов с большой осторожностью, понимая, что успех и требуемый уровень отдачи на инвестиции зависят от комплекса факторов, которые должны быть системно исследованы перед принятием инвестиционного решения. Это требует соответствующего аналитического обоснования, предполагающего

¹ Национальный проект «Туризм и индустрия гостеприимства». URL: https://www.economy.gov.ru/material/directions/turizm/nacionalnyy_proekt_turizm_i_industriya_gostepriimstva/

² Об утверждении Стратегии развития туризма в Российской Федерации на период до 2035 года: распоряжение Правительства РФ от 20.09.2019 № 2129-р.

³ Sustainable development goals. URL: <https://www.un.org/sustainabledevelopment>

⁴ Рубцов В.А., Габдрахманов Н.К., Байбаков Э.И., Хоссейни С.С. Туризм и устойчивое развитие // Экологический консалтинг. 2016. № 1. С. 2–13.

разработку необходимого инструментария, отвечающего задачам комплексной оценки инвестиционной привлекательности проектов в условиях высокой неопределенности и рисков.

Важнейшим инструментом для своевременного выявления различных проблем уже на стадии инициации и предварительной разработки проекта является финансовое моделирование. Разработка финансовой модели проекта и расчет таких метрик, как NPV, IRR, PI и других, стандартно используемых в инвестиционном анализе, является необходимым этапом, предшествующим принятию решения. В то же время большая специфика отрасли, ее высокая зависимость от внешних условий, особенности юнит-экономики, определяющие эффективность управления и развития создаваемого бизнеса, необходимость их системного учета в разрабатываемой финансовой модели проекта требуют специального рассмотрения, что и определило актуальность данного исследования.

Целью исследования является разработка комплексной методики аналитического обоснования инвестиционного проекта, реализуемого в сфере туризма и гостеприимства, интегрирующей результаты стратегического анализа рисков и возможностей внешней среды реализации проекта, изучения операционных драйверов стоимости (юнит-экономики) и финансового моделирования ключевых финансовых показателей для оценки коммерческой эффективности инвестиционного проекта.

Эмпирический материал для исследования включал макроэкономические показатели, характеризующие динамику ВВП, уровень инфляции, данные Росстата о деятельности организаций туристической индустрии, их деловой активности, а также средних потребительских ценах на товары и услуги в сфере туризма⁵; показатели бухгалтерской отчетности компаний индустрии туризма; сведения, полученные путем опросов причастных сторон, а также данные СМИ, форумы отельеров, социальные сети.

В работе использовались методы сравнительного анализа, инвестиционного анализа и финансового моделирования, анализа рисков, включая оценку чувствительности финансовой модели, а также сценарный анализ.

В процессе исследования применялся развернутый метод SWOT-анализа. В отличие от традиционного подхода использовался метод балльных оценок, позволяющий не только идентифицировать значимые внешние и внутренние факторы, определяющие сильные и слабые стороны, возможности и угрозы проекта, но и получить количественную оценку их значимости.

Для прогнозирования доходов и расходов инвестиционного проекта были изучены возможности применения показателей юнит-экономики гостиничного бизнеса и

⁵ Туризм. URL: <https://rosstat.gov.ru/statistics/turizm>

отобраны метрики для построения финансовой модели. На основании собранного массива данных была построена финансовая модель проекта, проведен финансовый анализ его устойчивости, выявлены ключевые риски реализации данного проекта.

Проведенный обзор литературы позволил выделить следующие направления исследуемых авторами проблем:

- методы и инструменты финансового анализа эффективности инвестиций, развитие инструментария финансового моделирования [2–8];
- анализ операционной эффективности туристического бизнеса, включая показатели юнит-экономики, оценки качества услуг⁶ [9–14];
- анализ факторов создания ценности в контексте ESG-анализа и требований стейкхолдеров⁷ [15–17].

Рассматривая ключевые понятия и методы оценки эффективности инвестиций, следует обратить внимание на систему методологических, методических и организационных принципов оценки эффективности инвестиционных проектов и предлагаемые подходы к решению задач проектного анализа в стационарных и нестационарных макроэкономических условиях, раскрываемых в работе [3]. Предлагаемый авторами системный подход был использован при разработке системы критериев для оценки инвестиционной привлекательности и финансовой эффективности проекта.

Самостоятельным предметом научных дискуссий являются вопросы разработки финансовой модели инвестиционного проекта. Так, в работе [4] исследуются вопросы формирования релевантных данных для анализа, проблемы работы с необработанными или «сырыми» данными и представлены возможности их интеграции в финансовую модель.

В работе [5] В.Г. Когденко предлагает комплексный подход к построению финансовой модели с учетом внешних и внутренних факторов, с разработкой алгоритмов прогнозного анализа, включая построение трендов и моделирование сценариев.

В исследовании [6] З. Лукич сделал попытку разработать интегрированный подход, объединяющий процесс моделирования и качественный анализ данных на основе анализа и декомпозиции бизнеса на факторы в целях выявления ограниченного

⁶ Santos E., Correia A., Veloso C.M., Silva G. An Economic and Financial Analysis of Tourism Firms Operating in Outdoor Tourism. In: H. Ribeiro, M. Costa, L. Cerovic (eds). *Economic and Social Development: 43-rd International Scientific Conference on Economic and Social Development – "Rethinking Management in the Digital Era – Challenges from Industry 4.0 to Retail Management: Book of Proceedings*. Aveiro, 15–16 July 2019, pp. 268–281. URL: <http://repositorio.ipv.pt/handle/20.500.11960/3171>

⁷ Eccles R.G., Kastropeli M.D. *The Investing Enlightenment: How Principle and Pragmatism Can Create Sustainable Value through ESG*. URL: https://www.integratedreporting.org/wp-content/uploads/2017/04/The_Investing_Enlightenment.pdf

набора драйверов создания стоимости и оценки их влияния на финансовые показатели.

В исследовании [7] обоснованы основные критерии привлекательности объекта инвестирования в туризме, включая территориальную доступность, развитость инфраструктуры, наличие квалифицированных кадров. В работе [8] сделан вывод о возможностях и преимуществах использования метода реальных опционов для целей анализа инвестиционных решений в сфере туристической недвижимости.

Одним из наиболее разработанных направлений исследования в туристическом и, в частности, гостиничном бизнесе является управление качеством услуг и оценка их эффективности [9–13]. Методы анализа оценки эффективности операционной деятельности гостиничного бизнеса рассматривает в своей работе Е.Е. Панина [12]. Автор обращает внимание на значимость мониторинга операционных показателей, таких как RoomRevenue, Occupancy, ADR, RevPAR, Double Occupancy, RevPAC и др. Проблемы эффективности туристических фирм и выбора показателей для их финансового анализа раскрыты в работе⁸. В научной литературе активно исследуются вопросы устойчивого развития гостиничного бизнеса [1, 14]. Так, М.А. Морозов и Н.С. Морозова в статье [1] анализируют текущие тенденции и дают оценку основным стратегиям устойчивого развития гостиничных предприятий.

В работах⁹ [15–17] содержатся развернутые результаты исследований, однозначно подтверждающих необходимость принятия во внимание ESG-факторов при обосновании инвестиционных решений, и предлагаются подходы комплексного использования традиционных (финансовых), а также ESG-критериев оценки инвестиционного проекта¹⁰.

Проведенный анализ литературы выявил широкий спектр исследуемых проблем и полученных научно-практических результатов, которые были использованы при разработке комплексной методики аналитического обоснования инвестиционного проекта, представленной на примере проекта по созданию гостиничного комплекса в туристической зоне Подмосковья – Рузском районе.

Блок-схема алгоритма предлагаемой методики аналитического обоснования инвестиционного проекта по строительству объектов коммерческой недвижимости

⁸ Santos E., Correia A., Veloso C.M., Silva G. An Economic and Financial Analysis of Tourism Firms Operating in Outdoor Tourism. In: H. Ribeiro, M. Costa, L. Cerovic (eds). *Economic and Social Development: 43-rd International Scientific Conference on Economic and Social Development – "Rethinking Management in the Digital Era – Challenges from Industry 4.0 to Retail Management: Book of Proceedings*. Aveiro, 15–16 July 2019, pp. 268–281. URL: <http://repositorio.ipvc.pt/handle/20.500.11960/3171>

⁹ Eccles R.G., Kastropeli M.D. *The Investing Enlightenment: How Principle and Pragmatism Can Create Sustainable Value through ESG*. URL: https://www.integratedreporting.org/wp-content/uploads/2017/04/The_Investing_Enlightenment.pdf

¹⁰ *Ефимова О.В.* Об учете факторов устойчивого развития в финансовом моделировании инвестиционных проектов // *Вестник Воронежского государственного университета. Серия: Экономика и управление*. 2021. № 2. С. 99–111. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/ob-uchete-faktorov-ustoychivogo-razvitiya-v-finansovom-modelirovanii-investitsionnyh-proektov?ysclid=ln3edpl5q1140494512>

в сфере туризма с детализацией каждого этапа представлена на *рис. 1*. В основу методики включены блоки стратегического анализа, отбора и оценки показателей юнит-экономики для разработки финансовой модели, финансового анализа и моделирования, SWOT-анализа, а также анализа рисков, включая сценарный анализ и оценку чувствительности ключевых финансовых показателей проекта к меняющимся параметрам внешней и внутренней среды.

На первом этапе проводится стратегический анализ отрасли, в рамках которого важно выделить макроэкономические, культурные и иные особенности территории, на которой предполагается реализация инвестиционного проекта. Так, в Московской области зафиксированы опережающие по сравнению с другими регионами России темпы развития отрасли строительства, что является драйвером роста социально-экономического развития Подмосковья. Рузский район относится к перспективным территориям развития Московской области в соответствии с прогнозом социально-экономического развития Московской области на среднесрочный период 2023–2025 гг., что в том числе обуславливает выбор географии реализации проекта.

Не менее важно изучить структуру клиентских предпочтений с точки зрения видов туризма. Если сегментировать туристический спрос в Московской области по мотивам поездки, то наибольшую долю в его структуре занимает загородный отдых, культурно-познавательный и лечебно-оздоровительный туризм, что вполне соответствует концепции инвестиционного проекта.

Необходимо также акцентировать внимание на особенности бизнес-модели проекта. Так, существенным для индустрии туризма является фактор сезонности. Среднегодовая загрузка подмосковных отелей составляет 50–70%, пиковая их загрузка приходится на лето и новогодние праздники, тогда она вырастает до 95%¹¹.

В продолжение стратегического анализа предлагается анализировать специфические параметры спроса на услуги. Согласно последним данным, в Московской области туристы стали оставаться чаще на 5–7 дней, не только на выходные¹². Усложнение процедуры выезда за границу увеличило приток отдыхающих в сегменте люкс.

Объем спроса на туристические услуги и уровень качества этих услуг зависит непосредственно от насыщенности рынка конкурентами. В Рузском районе функционируют 34 гостиничных объекта, среди которых выделено пять ключевых потенциальных конкурентов (*табл. 1*). Если информация о номерном фонде и объеме выручки относится к открытым источникам данных, то уровень загрузки гостиниц, как правило, является конфиденциальной информацией, поэтому данный

¹¹ Курорты Подмосковья. Как будут отдыхать жители столицы в условиях санкций.

URL: <https://www.vedomosti.ru/gorod/townspeople/articles/kurorti-podmoskovya-kak-budut-otdihat-zhiteli-stolitsi-v-usloviyah-sanktsii>

¹² Туристическая инфраструктура в Подмосковье развивается – Андрей Воробьев.

URL: <https://riamo.ru/article/564678/turisticheskaya-infrastruktura-v-podmoskove-razvivaetsya-andrej-vorobev-xl>

показатель был взят как экспертная оценка, полученная на основе усреднения данных по подмосковным отелям.

В настоящее время органы государственной власти проводят активную политику поощрения бизнеса в виде предоставления грантов, субсидий, налоговых льгот и иных мер поддержки. Если инициатор проекта является субъектом малого и среднего предпринимательства (МСП), а также осуществляет деятельность в сфере туризма, для него существует возможность претендовать на ряд мер поддержки на федеральном и региональном уровнях (*табл. 2*). Этап изучения особенностей законодательства является критически важным, так как определенные преференции могут существенно повлиять на финансовую эффективность проекта.

Следует отметить, что возможность получения дополнительных мер государственной или региональной поддержки открывается периодически. В отличие от налоговой льготы и кредитных каникул не в каждый момент времени можно воспользоваться перечисленными в *табл. 2* региональными мерами поддержки¹⁵.

Вторым этапом предлагаемой методики является обоснование выбора операционных драйверов финансовой модели и их аналитических возможностей. Существует большое количество показателей, используемых в индустрии туризма и характеризующих туристский поток, номерной фонд, объем обслуживания туристов (количество посетителей, человеко-дней, номеров) и предоставляемых услуг (доходы от продажи номерного фонда, дополнительных услуг) и др. Учитывая, что основной объем инвестиций в рассматриваемом проекте, а также ожидаемый поток доходов от них связаны с созданием и эксплуатацией объектов коммерческой недвижимости, среди многообразия существующих показателей юнит-экономики туризма в качестве базы разработки финансовой модели были выбраны ключевые метрики, которые традиционно используются в операционной деятельности объектами гостиничного бизнеса – ADR, RevPAR и процент загрузки.

Так, ADR представляет собой среднюю цену за номер, RevPAR – среднюю выручку отеля в пересчете на один номер, а процент загрузки – отношение проданных номеров к общедоступному количеству номеров в отеле за период. Данные показатели используются в целях управления операционной эффективностью гостиничным бизнесом, поскольку они позволяют оценить обоснованность установленных ими цен и тарифов с точки зрения текущей рыночной конъюнктуры.

В *табл. 3* представлены рассчитанные значения ADR и RevPAR для инвестиционного проекта в разрезе базового, оптимистичного и пессимистичного сценариев. Операционные предпосылки формировались на базе различных источников информации: форумы отельеров, мнения экспертов, профессиональные

¹⁵ Меры поддержки бизнеса. URL: <https://invest.mosreg.ru/upload/media/default/0001/06/37089280b870bc1a5317ddb69c8ebc16fd58cadd.pdf?ysclid=lfs244didt411918901>

суждения авторов и др. При прогнозировании данных показателей необходимо учитывать фактор инфляции.

Значимость данных индикаторов объясняется их выбором в качестве ключевых драйверов финансовой модели, а также тем, что с их помощью был осуществлен сравнительный анализ компаний-конкурентов, в ходе которого были выбраны рекуррентные значения для составления прогноза.

На третьем этапе на основе результатов выполненного стратегического и операционного анализа формируется финансовая модель инвестиционного проекта. Структура финансовой модели была разработана на основании рекомендаций Внешэкономбанка¹⁴. Первая часть модели посвящена входным данным, которые были определены в соответствии с мнением экспертов в сфере гостиничного бизнеса и требований законодательства, среди них:

- макроэкономические предпосылки (уровень инфляции, динамика заработной платы);
- отраслевые предпосылки (планомерный рост загрузки гостиницы от 45% в 2024 г. к 70% в 2027 г.);
- операционные предпосылки (темп роста ADR на 10% в год, коэффициенты соотношения выручки и расходов и др.);
- предпосылки финансирования;
- предпосылки требований законодательства;
- прочие предпосылки.

Расчетная часть модели предполагает прогнозирование:

- выручки (на основе анализа ADR главных конкурентов) по основным видам деятельности и оказываемых услуг;
- себестоимости (на основе открытых данных и сделанных допущений);
- административных и коммерческих расходов (в процентном отношении от выручки);
- капитальных вложений (на основе прайс-листов компаний-застройщиков и иных открытых данных);
- ставки дисконтирования и темпа терминального роста (на основании отраслевых данных).

¹⁴Основные требования Внешэкономбанка к финансовым моделям.
URL: <https://rcgroup.pro/tpl/pdf/finmodel-veb.pdf?ysclid=lf7yko3syn338550361>

На следующем этапе финансового моделирования формируются прогнозные оценки финансовых результатов, денежных потоков, рассчитываются ключевые финансовые показатели эффективности проекта, такие как NPV, IRR, PI и другие. В целях прогнозирования и анализа финансовой устойчивости проекта рассчитываются показатели процентного покрытия ICR, обслуживания долга DSCR и др.

Для прогнозирования выручки использовалась величина ADR, оцененная на основании данных основных конкурентов, с ежегодным ростом в 10% (макроэкономическая предпосылка) и предполагаемого количества проданных номеров, рассчитанного исходя из заданной среднегодовой загрузки (отраслевая предпосылка). Также отметим, что при построении модели прогнозируемые доходы за первые пять лет были очищены от НДС в соответствии с возможностью применить федеральную налоговую льготу. На основе перечисленных предпосылок был составлен прогноз результатов финансово-хозяйственной деятельности, представленный в *табл. 4*. Отметим, что представленные данные носят иллюстративный характер и требуют уточнения при изменении условий финансового моделирования.

Финансово-экономические решения, принимаемые при оценке целесообразности инвестиционных вложений, требуют от субъекта туристического бизнеса стабильно генерировать денежные потоки, а также прогнозировать сроки и вероятность их получения. К числу показателей денежных потоков относят показатель свободного денежного потока FCF (Free Cash Flow), характеризующий способность организации удовлетворять требования кредиторов и собственников после покрытия всех расходов от операционной деятельности и осуществления капитальных вложений. В контексте работы с учетом имеющихся информационных ресурсов показатель свободного денежного потока определяется как сумма чистой прибыли и амортизации за вычетом инвестиций долгосрочного характера, а также изменения величины чистого оборотного капитала.

При расчете чистой приведенной стоимости проекта NPV (Net Present Value) учитывалась не только сумма дисконтированных денежных потоков в прогнозном периоде CF_i , но и терминальная стоимость инвестиций TV в постпрогнозный периоде:

$$NPV = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+r)^i} + \frac{TV}{(1+r)^n}.$$

Для оценки коэффициента процентного покрытия ICR учитывалась величина операционной прибыли без учета амортизации (ЕБИТДА):

$$ЕБИТДА = \text{Прибыль от продаж} + \text{Амортизация};$$

$ICR = EBITDA / \text{Проценты к уплате}$.

В качестве ставки дисконтирования была выбрана ставка в размере 16%, которая соответствует рыночной доходности по сопоставимым инвестиционным проектам в отрасли (экспертная оценка).

На четвертом этапе на основе данных, полученных в результате проведения стратегического и финансового анализа, была разработана модель SWOT-анализа. Необходимость проведения SWOT-анализа заключается в важности выявления отличительных и конкурентоспособных сторон организации, ее основных уязвимых мест, наиболее опасных рисков для организации, а также потенциала, которого она может достичь в будущем. Все это необходимо, чтобы иметь представление о жизнеспособности того или иного проекта, его конкурентном потенциале и возможных рисках, с которыми есть вероятность столкнуться на различных стадиях исполнения проекта.

Традиционно, результаты SWOT-анализа представляют в виде таблицы, состоящей из четырех квадрантов, в которых перечислены сильные и слабые стороны, возможности и угрозы, оцениваемые экспертным методом. В целях повышения обоснованности выводов по результатам анализа предлагается дополнить качественный анализ использованием балльно-рейтинговой оценки, что позволяет выделить и ранжировать значимые для принятия решений факторы (рис. 2). Так, к наиболее значимым факторам, характеризующим сильные стороны проекта, были отнесены такие, как высокая транспортная доступность, широкий ассортимент предлагаемых гостиничных услуг, а также уровень профессиональной подготовки кадров. Факторами, признанными слабыми сторонами, были определены отсутствие достопримечательностей, длительность инвестиционной стадии проекта, потребность в обновлении и достройке отдельных объектов, высокая неопределенность оценок. Основными возможностями проекта являются небольшое количество конкурентов, возможность получения льгот и субсидий, развитие близлежащих населенных пунктов. К числу угроз были отнесены усиление позиций конкурентов, нестабильность макроэкономической среды, риск падения спроса на предлагаемые услуги, а также климатические и экологические риски, включая риски эпидемиологических заболеваний.

На пятом этапе выполняется заключительный анализ рисков и устойчивости инвестиционного проекта. На основании выделенных возможностей и угроз была построена карта рисков инвестиционного проекта, учитывающая степень их влияния и вероятность возникновения (рис. 3). Так, одним из наиболее значимых факторов является усиление позиций конкурентов в будущем, что может негативно сказаться на функционировании и развитии данного проекта. Существенными факторами риска являются нестабильность внешней среды, изменчивость рыночных условий, а также угроза эпидемиологических заболеваний. В связи

с этим необходимо проводить регулярный мониторинг ситуации на конкурентном рынке.

Методика проведения SWOT-анализа обладает рядом преимуществ. Во-первых, SWOT-анализ позволяет выявить основные преимущества и недостатки проекта, оценить его риски и возможности, сравнить фактические результаты с плановыми показателями, благодаря чему появляется возможность быстро среагировать и разработать меры, способствующие выполнению требований инвестора или инициатора проекта. Во-вторых, данная методика может найти широкое применение при анализе любого проекта вне зависимости от того, в какой области он будет реализован. И наконец, благодаря балльно-рейтинговой оценке SWOT-анализ, являясь разновидностью качественного анализа, приобретает характеристики количественного анализа, что позволяет получить более надежную оценку рассматриваемых факторов.

Однако данная методика обладает рядом недостатков. Так, SWOT-анализ требует участия нескольких лиц (экспертов) при проставлении балльных оценок рассматриваемых показателей. Выбор экспертов и их независимость способны существенно повлиять на итоговый результат. Кроме того, на надежность результатов SWOT-анализа оказывает влияние наличие четких и однозначных критериев оценивания факторов. Отсутствие таких критериев может привести к субъективности выводов и рекомендаций.

Разумеется, признанные существенными при анализе конкретного проекта факторы могут потерять свою значимость для других проектов, что делает необходимым уточнение перечня факторов и оценки их значимости.

Результаты SWOT-анализа составляют основу для анализа устойчивости финансовой модели к меняющимся параметрам внешней среды и внутренним условиям.

Тестирование величины NPV на чувствительность к изменению ключевых параметров модели показало, что она в большей степени зависит от динамики цен на услуги, уровня загрузки, процентной ставки по кредиту и наличия льготы по НДС. Это в свою очередь позволило разработать три альтернативных сценария: базовый, оптимистичный и пессимистичный (рис. 4–6).

Базовый сценарий предполагает, что бизнесу удастся воспользоваться льготой по НДС, получить субсидию от региональных властей, частично снизить затраты по кредиту до 4% и сохранить ежегодные темпы роста цен на услуги в размере 12%. Оптимистичный сценарий предусматривает сохранение темпа роста цен на уровне 12%, возможность использования льготы по НДС и, кроме того, бизнес получает субсидию на полное покрытие процентов по кредиту. В случае пессимистичного сценария темп роста цен составляет 10%, ставка процента по кредиту – 8%, льгота

по НДС не используется. В базовом и оптимистичном сценариях величина NPV с учетом постпрогнозного периода оказалась положительной и составила 168 млн и 312 млн руб. соответственно. В пессимистичном сценарии реализация проекта нецелесообразна из-за отрицательного значения NPV.

В рамках сценарного анализа был проведен анализ чувствительности NPV по двум крайне важным параметрам – объему первоначальных инвестиций и ставке дисконтирования. Заданный диапазон изменения объема первоначальных инвестиций: 900 000–1 200 000 тыс. руб. с шагом в 100 000 тыс. руб. Ставка дисконтирования изменяется в пределах 14–18% с шагом в 1%.

Отметим, что при ставке дисконтирования 14–15% NPV положительный при любом размере первоначальных инвестиций в рамках заданного диапазона. С ростом ставки количество ячеек с отрицательным результатом увеличивается и уже при требуемой норме доходности в 18% NPV принимает положительное значение только в том случае, если размер первоначальных инвестиций находится в пределах 900 000 тыс. руб.

При оптимистичном сценарии ячеек, где NPV отрицательный, лишь две – при первоначальных инвестициях в размере 1 200 000 тыс. руб. и ставке дисконтирования 17–18%. В случае пессимистичного сценария практически все значения оказались отрицательными – лишь при первоначальных инвестициях в размере 900 000 тыс. руб. и ставке дисконтирования 14% NPV достигает положительных значений.

Проведенный анализ развития туристической индустрии в России показал, что в настоящее время она претерпевает кардинальные изменения. Развитие отрасли, предусмотренное национальным проектом «Туризм и индустрия гостеприимства», предполагает значительный объем инвестиций, эффективность осуществления которых зависит от обоснованности принимаемых решений. Выполненный анализ показал, что инвестиции в сфере туризма подвержены различным, в том числе специфическим рискам: макроэкономическим, регуляторным, рыночным, операционным, финансовым, экологическим и социальным. Влияние этих рисков усиливается в связи с высокой неопределенностью внешней среды, длительными сроками окупаемости инвестиций, сезонным характером бизнеса, специфическими драйверами создания ценности, значимыми для разработки финансовой модели. Поэтому аналитическое обоснование инвестиционных проектов в сфере туризма требует системного подхода, комплексно учитывающего особенности среды их реализации, законодательные меры регулирования и развития отрасли, включая налоговые льготы и субсидии, специфические драйверы стоимости (юнит-экономики) наряду с требованиями к разработке финансовых моделей и оценке рисков.

Нами представлена модель комплексной методики аналитического обоснования инвестиционного проекта, реализуемого в сфере туризма и гостеприимства,

интегрирующая результаты стратегического анализа рисков и возможностей внешней среды, изучения и отбора операционных драйверов стоимости (юнит-экономики) в целях разработки финансовой модели проекта и последующего управления эффективностью создаваемого бизнеса.

Модель содержит блок стратегического анализа отрасли и окружения проекта, включая обзор социально-экономического положения региона реализации проекта, анализ приоритетных видов туризма в регионе, спроса и предложения на услуги, требований законодательства для выявления мер поддержки, значимых для разработки финансовой модели проекта, анализ конкурентной среды, транспортной и иной инфраструктуры; блок операционного анализа, необходимого для отбора показателей юнит-экономики; разработку финансовой модели и обоснование сделанных предпосылок на основе результатов стратегического и операционного анализа; SWOT-анализ инвестиционного проекта и балльно-рейтинговую оценку значимости отобранных факторов; сценарный анализ и оценку чувствительности финансовых результатов проекта к изменению параметров внешней среды и внутренних условий.

Предлагаемая методика ориентирована на комплексный учет факторов при анализе инвестиционных проектов в туристической отрасли. При этом она может быть легко адаптирована для конкретных целей и условий реализации проектов, например, при строительстве модульных отелей, продвижении туристических продуктов в различных регионах страны, а также на дружественных зарубежных рынках. Не менее важным является то, что предлагаемый подход может быть использован при обосновании требований и оценке инвестиционных проектов, претендующих на грантовую поддержку и предоставление субсидий, что должно повысить эффективность мер господдержки развития туристической индустрии.

Таблица 1**Основные потенциальные конкуренты на туристическом рынке Рузского района Московской области****Table 1****The main potential competitors in the tourist market of the Ruzsky District of the Moscow Oblast**

Гостиничный комплекс	Номерной фонд, ед.	Загрузка, %	Количество проданных номеров, ед.	Выручка в 2022 г., тыс. руб.	Оцениваемый ADR, тыс. руб.
1	2	3	4 = 2 × 3 × 365	5	6 = 5 / 4
Les Art Resort	300	70	76 650	1 619 518	21,13
Руза Фэмили	33	70	8 432	141 828	16,82
Усадьба Зеехоф	12	70	3 066	52 283	17,05
Тучково	45	70	11 498	124 921	10,87
Флагман	35	70	8 943	37 646	4,21

Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Таблица 2**Перечень мер финансовой поддержки на федеральном и региональном уровнях для гостиничного бизнеса в Московской области****Table 2****List of financial support measures at the federal and regional level for the hotel business in the Moscow Oblast**

Мера поддержки	Уровень	Правовое основание	Описание меры поддержки
Льгота по НДС	Федеральный	п. 1, ст. 164 Налогового кодекса Российской Федерации	Для услуг по предоставлению мест для временного проживания в гостиницах и иных средствах размещения действует нулевая процентная ставка по НДС, применяющаяся до истечения двадцати последовательных налоговых периодов, следующих за налоговым периодом, в котором соответствующий объект туристской индустрии был введен в эксплуатацию
Кредитные каникулы	Федеральный	Постановление Правительства РФ от 10.03.2022 № 337	Для субъектов бизнеса из наиболее пострадавших отраслей предусмотрена возможность отсрочки основного долга и процентов до 6 мес. с продлением срока кредита
Субсидия на компенсацию затрат на создание инфраструктуры гостиничных комплексов	Региональный	н/д	В случае осуществления 50 млн руб. и более инвестиций на 20 и более номеров (площадью от 12 м ²), а также при наличии основного ОКВЭЛ 55.1 или 68.2 компенсируется до 20% затрат от стоимости гостиничного комплекса, но не более 100 млн руб.
Субсидия на компенсацию процентов по кредитам, привлеченным на создание гостиниц	Региональный	н/д	В случае осуществления не менее 500 млн руб. инвестиций и застройки не менее 50 номеров от 12 м ² , а также при использовании основного ОКВЭД 55.1, компенсируются затраты по кредиту до 1 млрд руб., но не более 15% затрат от стоимости гостиничного комплекса

Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Таблица 3

Расчетные значения ADR и RevPAR в разрезе базового, оптимистичного и пессимистичного сценариев на 2024–2030 гг.

Table 3

Calculated values of ADR and RevPAR in the context of the basic, optimistic, and pessimistic scenarios for 2024–2030

Показатель	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Базовый сценарий							
ADR	23,63	26,47	29,64	33,2	37,19	41,65	46,65
RevPAR	10,63	13,23	17,79	23,24	26,03	29,15	32,65
Оптимистичный сценарий							
ADR	23,63	26,47	29,64	33,2	37,19	41,65	46,65
RevPAR	10,63	13,23	17,79	23,24	26,03	29,15	32,65
Пессимистичный сценарий							
ADR	22,39	24,63	27,09	29,8	32,78	36,06	39,66
RevPAR	10,08	12,31	16,25	20,86	22,95	25,24	27,76

Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Таблица 4**Прогноз результатов финансово-хозяйственной деятельности на 2024–2030 гг., тыс. руб.****Table 4****Forecast of financial and economic activity results for 2024–2030, thousand RUB**

Показатель	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Выручка	183 769	539 352	711 944	913 662	1 007 781	921 275	1 013 403
В том числе:							
– выручка от продаж номерного фонда	73 508	215 741	284 778	365 465	403 113	368 510	405 361
– выручка от организации питания	64 319	188 773	249 180	319 782	352 723	322 446	354 691
– выручка от продаж прочих услуг	45 942	134 838	177 986	228 415	251 945	230 319	253 351
Себестоимость	-84 074	246 753	325 714	418 000	461 060	421 484	463 632
В том числе:							
– уборка, содержание номерного фонда	-22 052	-64 722	-85 433	-109 639	-120 934	-110 553	-121 608
– расходы на организацию питания	-32 160	-94 387	-124 590	-159 891	-176 362	-161 223	-177 346
– расходы на продажу прочих услуг	-29 862	-87 645	-115 691	-148 470	-163 764	-149 707	-164 678
Валовая прибыль	99 695	292 598	386 230	495 661	546 721	499 792	549 771
Операционные расходы	-70 122	-191 557	-232 763	-282 658	-302 561	-280 070	-304 023
В том числе:							
– коммунальные расходы	-9 188	-26 968	-35 597	-45 683	-50 389	-46 064	-50 670
– расходы на техническое содержание	-11 026	-32 361	-42 717	-54 820	-60 467	-55 277	-60 804
– административные и общехозяйственные расчеты	-18 377	-53 935	-71 194	-91 366	-100 778	-92 128	-101 340
– маркетинг и продвижение	-12 864	-37 755	-42 717	-50 251	-50 389	-46 064	-50 670
– амортизация	-18 667	-40 538	-40 538	-40 538	-40 538	-40 538	-40 538
Прибыль от продаж	29 572	101 042	153 467	213 003	244 160	219 722	245 748
Прочие расходы	-39 319	-53 013	-57 665	-64 670	-65 802	-63 050	-64 139
В том числе:							
– проценты к уплате	-27 374	-27 374	-27 374	-27 374	-27 374	-27 374	-27 374
– страхование имущества	-276	-809	-1 068	-1 370	-1 512	-1 382	-1 520
– земельный налог	-1 500	-1 500	-1 500	-1 500	-1 500	-1 500	-1 500
– налог на имущество	-9 251	-17 937	-17 045	-16 153	-15 261	-14 369	-13 477
– резерв на замену мебели	-919	-5 394	-10 679	-18 273	-20 156	-18 426	-20 268
Прибыль (убыток) до налогообложения	(9 747)	48 029	95 801	148 333	178 358	156 672	181 609
Налог на прибыль	0	-7 656	-19 160	-29 667	-35 672	-31 334	-36 322
Чистая прибыль (убыток)	(9 747)	40 373	76 641	118 666	142 687	125 338	145 287

Источник: авторская разработка*Source:* Authoring

Рисунок 2

Наиболее весомые факторы влияния в матрице SWOT-анализа инвестиционного проекта

Figure 2

The most significant factors of influence in the SWOT analysis matrix of an investment project

Сильные стороны		Балльная оценка	Слабые стороны		Балльная оценка
Высокая автотранспортная доступность		102	Отсутствие достопримечательностей		-5
Широкий ассортимент гостиничных услуг		132	Длительность инвестиционной стадии проекта		-20
Уровень профессиональной подготовки кадров		120	Потребность в обновлении и достройке отдельных объектов		-78
Большой земельный участок, граничащий с лесом		63	Высокая неопределённость оценок		-35
Возможности		Балльная оценка	Угрозы		Балльная оценка
Небольшое количество конкурентов		120	Усиление позиций конкурентов		-93
Возможность получения льгот и субсидий		138	Нестабильность макроэкономической среды		-35
Развитие близлежащих населенных пунктов		17	Риск падения спроса на предлагаемые услуги		-51
Установление связей с внутренними туроператорами		126	Риски эпидемиологических заболеваний		-19

Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Рисунок 3

Карта рисков инвестиционного проекта

Figure 3

Risk map of the investment project

Угрозы		Возможности			
↑ Вероятность реализации	Отсутствие кадров необходимой квалификации, текучка кадров	Усиление позиций конкурентов	Возможность получения льгот и субсидий	Небольшое количество конкурентов в выбранном районе	Развитие системы маркетинга и поощрения для привлечения клиентов
	Риск эпидемиологических заболеваний	Зависимость от погодных условий	Возможность расширения предоставляемых услуг (СПА-комплекс, спорткомплекс, теннисный корт и т.д.)	Привлечение туристов любой возрастной категории за счет наличия услуг как для активного, так и спокойного отдыха	Развитие близлежащих населенных пунктов
	Нестабильность внешней среды	Риск падения спроса на предлагаемые услуги	Установление связей с внутренними туроператорами	Возможность аренды граничащего участка с прудами	Развитие транспортной инфраструктуры
		←		→	
		Негативное влияние на проект		Позитивное влияние на проект	
				↑ Вероятность реализации	

Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Рисунок 4**Анализ чувствительности NPV к ставке дисконтирования и объему первоначальных инвестиций при базовом сценарии****Figure 4****Analysis of NPV sensitivity to the discount rate and the volume of initial investments in the baseline scenario**

NPV, тыс. руб. 168 260		Ставка дисконтирования				
		14%	15%	16%	17%	18%
Размер инвестиций	-900 000	486 020,85	355 552,81	245 886,4	152 504,42	72 099,95
	-1 000 000	386 020,85	255 552,81	145 886,4	52 504,42	-27 900,05
	-1 100 000	286 020,85	155 552,81	45 886,4	-47 495,58	-127 900,05
	-1 200 000	186 020,85	55 552,81	-54 113,6	-147 495,59	-227 900,05

Источник: авторская разработка*Source:* Authoring**Рисунок 5****Анализ чувствительности NPV к ставке дисконтирования и объему первоначальных инвестиций при оптимистичном сценарии****Figure 5****Analysis of NPV sensitivity to the discount rate and the volume of initial investments in the optimistic scenario**

NPV, тыс. руб. 317 178		Ставка дисконтирования				
		14%	15%	16%	17%	18%
Размер инвестиций	-900 000	659 061,77	515 524,22	394 803,75	291 948,33	203 332,56
	-1 000 000	559 061,77	415 524,22	294 803,75	191 948,33	103 332,56
	-1 100 000	459 061,77	315 524,22	194 803,75	91 948,33	3 332,56
	-1 200 000	359 061,77	215 524,22	94 803,75	-8 051,67	-96 667,44

Источник: авторская разработка*Source:* Authoring

Рисунок 6**Анализ чувствительности NPV к ставке дисконтирования и объему первоначальных инвестиций при пессимистичном сценарии****Figure 6****Analysis of NPV sensitivity to the discount rate and the volume of initial investments in the pessimistic scenario**

NPV, тыс. руб. -223 503		Ставка дисконтирования				
		14%	15%	16%	17%	18%
Размер инвестиций	-900 000	27 429,71	-66 837,44	-145 877,27	-213 005,55	-270 649,15
	-1 000 000	-72 570,29	-166 837,44	-245 877,27	-313 005,55	-370 649,15
	-1 100 000	-172 570,29	-266 837,44	-345 877,27	-413 005,55	-470 649,15
	-1 200 000	-272 570,29	-366 837,44	-445 877,27	-513 005,55	-570 649,15

Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Список литературы

1. Морозов М.А., Морозова Н.С. ESG-трансформация предприятий туристской и гостиничной индустрии // Сервис в России и за рубежом. 2022. Т. 16. № 2. С. 86–93. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/esg-transformatsiya-predpriyatiy-turistskoj-i-gostinichnoy-industrii>
2. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов. М.: Альпина Паблишер, 2017. 1316 с.
3. Лившиц В.Н., Миронова И.А., Швецов А.Н. Оценка эффективности инвестиционных проектов в различных условиях // Экономика промышленности. 2019. Т. 12. № 1. С. 29–43. URL: <https://doi.org/10.17073/2072-1633-2019-1-29-43>
4. Alexander L., Das S.R., Ives Z. et al. Research Challenges in Financial Data Modeling and Analysis. *Big Data*, 2017, vol. 5, no. 3, pp. 177–188. URL: <https://doi.org/10.1089/big.2016.0074>
5. Когденко В.Г. Методика финансового моделирования на основе публикуемой консолидированной отчетности // Экономический анализ: теория и практика. 2017. Т. 16. Вып. 7. С. 1269–1285. URL: <https://doi.org/10.24891/ea.16.7.1269>
6. Lukić Z. The art of company financial modelling. *Croatian Operational Research Review*, 2017, vol. 8, no. 2, pp. 409–427. URL: <https://doi.org/10.17535/crorr.2017.0026>

7. Mallick S., Mitra D., Amlan G. Selection of tourist destination for investment decision: a holistic model, *MPRA Paper*, 2022, no. 115369.
URL: https://mpra.ub.uni-muenchen.de/115369/1/MPRA_paper_115369.pdf
8. Donglei Ying. Optimization of Tourism Real Estate Development Project Based on Option Premium Model. *Discrete Dynamics in Nature and Society*, 2021, Article ID 2954795. URL: <https://doi.org/10.1155/2021/2954795>
9. Yuetao Yang, Wani G.A., Nagaraj V. et al. Progress in Sustainable Tourism Research: An Analysis of the Comprehensive Literature and Future Research Directions. *Sustainability*, 2023, vol. 15, iss. 3. URL: <https://doi.org/10.3390/su15032755>
10. Николенко П.Г., Терехов А.М. Анализ состояния туристской отрасли в России и направления ее развития // *Статистика и Экономика*. 2022. Т. 19. № 4. С. 57–71.
URL: <https://doi.org/10.21686/2500-3925-2022-4-57-70>
11. Бацына Я.В., Шарова С.Н., Смирнова Н.Б., Гарина Е.П. Анализ формирования corporate identity в продвижении бренда туристической фирмы // *Креативная экономика*. 2021. Т. 15. № 5. С. 2163–2180.
URL: <https://creativeconomy.ru/lib/112099?ysclid=ln38kzdbfk133972425>
12. Панина Е.Е. Специфика операционной деятельности отеля // *Modern Economy Success*. 2022. № 5. URL: <https://mes-journal.ru/wp-content/uploads/2022/09/mes-5-2022.pdf?ysclid=ln38fwqif2764241427>
13. Салахова В.Г. Управление качеством услуг в гостиничном бизнесе // *Молодой ученый*. 2019. № 2. С. 263–265. URL: <https://moluch.ru/archive/240/55466/>
14. Авилова Н.Л., Красноженова Г.Ф., Ковалева Н.И., Хохлов И.Ю. Корпоративная социальная ответственность в гостиничном бизнесе: сравнительный анализ Испании и России // *Сервис в России и за рубежом*. 2022. Т. 16. № 1. С. 90–101.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/korporativnaya-sotsialnaya-otvetstvennost-v-gostinichnom-biznese-sravnitelnyy-analiz-ispanii-i-rossii?ysclid=ln387f1tp758573578>
15. Amel-Zadeh A., Serafeim G. Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey. *Financial Analysts Journal*, 2018, vol. 74, iss. 3, pp. 87–103.
URL: <https://doi.org/10.2469/faj.v74.n3.2>
16. Van Duuren E., Plantinga A., Scholtens B. ESG Integration and the Investment Management Process: Fundamental Investing Reinvented. *Journal of Business Ethics*, 2016, vol. 138, iss. 3, pp. 525–533. URL: <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2610-8>
17. Schramade W. Integrating ESG into valuation models and investment decisions: the value-driver adjustment approach. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 2016, vol. 6, iss. 2, pp. 95–111. URL: <https://doi.org/10.1080/20430795.2016.1176425>

Информация о конфликте интересов

Мы, авторы данной статьи, со всей ответственностью заявляем о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

ANALYTICAL SUBSTANTIATION OF INVESTMENT PROJECT'S FINANCIAL MODEL DEVELOPMENT IN THE FIELD OF TOURISM

Ol'ga V. EFIMOVA ^{a,*},

Denis D. LETKA ^b,

Veronika V. KOZHEVNIKOVA ^c,

Il'ya A. KRAPIVENTSEV ^d

^a Financial University under Government of Russian Federation,
Moscow, Russian Federation
Efimova@fa.ru
<https://orcid.org/0000-0002-3574-6916>

^b Financial University under Government of Russian Federation,
Moscow, Russian Federation
letkadenis@yandex.ru
<https://orcid.org/0009-0006-0750-1782>

^c Financial University under Government of Russian Federation,
Moscow, Russian Federation
k_veronika99@bk.ru
<https://orcid.org/0000-0002-8955-5904>

^d Financial University under Government of Russian Federation,
Moscow, Russian Federation
ikrapiventsev@bk.ru
<https://orcid.org/0009-0002-4840-4015>

* Corresponding author

Article history:

Article No. 473/2023

Received 25 Sept 2023

Received in revised form

6 October 2023

Accepted 18 October 2023

Available online

30 November 2023

JEL classification: G17,
G31, L83, M21

Keywords: investment project, tourism, financial modeling, decision-making, analytical justification

Abstract

Subject. The article addresses an integrated approach to the analytical justification of investment projects in the tourism and hospitality sector, for making managerial and investment decisions.

Objectives. The aim is to develop a comprehensive methodology for analytical foundation of the said investment project, characterized by a systems approach to the analysis of potential cash flows, taking into account the impact of external and internal risks, and the business model specifics.

Methods. We apply logical and systems approaches, methods of comparative analysis, investment analysis and financial modeling, risk analysis, including sensitivity analysis, scenario analysis, and a detailed SWOT analysis.

Results. We developed a comprehensive methodology for analytical justification of an investment project implemented in the field of tourism and hospitality, including a strategic analysis of the industry and the project, the definition and selection of unit-economy indicators for financial model development, the construction and analysis of the financial model, a detailed SWOT analysis, using a point-rating assessment, scenario analysis, and risk map development. The proposed methodology was tested on the a project implemented in the tourism and hospitality sector.

Conclusions. The advantages of the developed methodology include the possibility of comprehensive assessment of factors affecting the economic feasibility of investment projects given the specifics of their implementation in

the tourism and hospitality sector, with risks and opportunities associated with prospects for domestic tourism development, and support measures that affect cash flows, the flexibility of designed financial model, based on the indicators of the unit economy, enabling to adapt it to requirements of the project initiators and investors.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2023

Please cite this article as: Efimova O.V., Letka D.D., Kozhevnikova V.V., Krapiventsev I.A. Analytical Substantiation of Investment Project's Financial Model Development in the Field of Tourism. *Economic Analysis: Theory and Practice*, 2023, vol. 22, iss. 11, pp. 2133–2158.
<https://doi.org/10.24891/ea.22.11.2133>

References

1. Morozov M.A., Morozova N.S. [ESG-transformation of the tourism and hotel industry]. *Servis v Rossii i za rubezhom = Services in Russia and Abroad*, 2022, vol. 16, no. 2, pp. 86–93. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/esg-transformatsiya-predpriyatiy-turistskoy-i-gostinichnoy-industrii> (In Russ.)
2. Damodaran A. *Investitsionnaya otsenka. Instrumenty i metody otsenki lyubykh aktivov* [Investment Evaluation]. Moscow Al'pina Publisher Publ., 2017, 1316 p.
3. Livshits V.N., Mironova I.A., Shvetsov A.N. [Evaluating investment projects efficiency in various conditions]. *Ekonomika promyshlennosti = Russian Journal of Industrial Economics*, 2019, vol. 12, no. 1, pp. 29–43. (In Russ.)
URL: <https://doi.org/10.17073/2072-1633-2019-1-29-43>
4. Alexander L., Das S.R., Ives Z. et al. Research Challenges in Financial Data Modeling and Analysis. *Big Data*, 2017, vol. 5, no. 3, pp. 177–188.
URL: <https://doi.org/10.1089/big.2016.0074>
5. Kogdenko V.G. [A methodology for financial modeling based on published consolidated financial statements]. *Ekonomicheskii analiz: teoriya i praktika = Economic Analysis: Theory and Practice*, 2017, vol. 16, iss. 7, pp. 1269–1285. (In Russ.) URL: <https://doi.org/10.24891/ea.16.7.1269>
6. Lukić Z. The art of company financial modelling. *Croatian Operational Research Review*, 2017, vol. 8, no. 2, pp. 409–427.
URL: <https://doi.org/10.17535/crorr.2017.0026>
7. Mallick S., Mitra D., Amlan G. Selection of tourist destination for investment decision: A holistic model. *MPRA Paper*, 2022, no. 115369.
URL: https://mpra.ub.uni-muenchen.de/115369/1/MPRA_paper_115369.pdf

8. Donglei Ying. Optimization of Tourism Real Estate Development Project Based on Option Premium Model. *Discrete Dynamics in Nature and Society*, 2021, Article ID 2954795. URL: <https://doi.org/10.1155/2021/2954795>
9. Yuetao Yang, Wani G.A., Nagaraj V. et al. Progress in Sustainable Tourism Research: An Analysis of the Comprehensive Literature and Future Research Directions. *Sustainability*, 2023, vol. 15, iss. 3. URL: <https://doi.org/10.3390/su15032755>
10. Nikolenko P.G., Terekhov A.M. [Analysis of the State of the Tourism Industry in Russia and the Direction of Its Development]. *Statistika i Ekonomika = Statistics and Economics*, 2022, vol. 19, no. 4, pp. 57–71. (In Russ.)
URL: <https://doi.org/10.21686/2500-3925-2022-4-57-70>
11. Batsyna Ya.V., Sharova S.N., Smirnova N.B., Garina E.P. [Analysis of the corporate identity role in the promotion of a tour operator brand]. *Kreativnaya ekonomika = Journal of Creative Economy*, 2021, vol. 15, no. 5, pp. 2163–2180.
URL: <https://creativeconomy.ru/lib/112099?ysclid=ln38kzdbfk133972425> (In Russ.)
12. Panina E.E. [Specifics of the hotel's operational activities]. *Modern Economy Success*, 2022, no. 5. (In Russ.) URL: <https://mes-journal.ru/wp-content/uploads/2022/09/mes-5-2022.pdf?ysclid=ln38fwqif2764241427>
13. Salakhova V.G. [Quality management of services in the hotel business]. *Molodoi uchenyi = Young Scientist*, 2019, no. 2, pp. 263–265.
URL: <https://moluch.ru/archive/240/55466/> (In Russ.)
14. Avilova N.L., Krasnozhenova G.F., Kovaleva N.I., Khokhlov I.Yu. [Corporate Social Responsibility in the Hospitality Industry: A Comparative Analysis of Spain and Russia]. *Servis v Rossii i za rubezhom = Services in Russia and Abroad*, 2022, vol. 16, no. 1, pp. 90–101. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/korporativnaya-sotsialnaya-otvetstvennost-v-gostinichnom-biznese-sravnitelnyy-analiz-ispanii-i-rossii?ysclid=ln387f1tp758573578> (In Russ.)
15. Amel-Zadeh A., Serafeim G. Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey. *Financial Analysts Journal*, 2018, vol. 74, iss. 3, pp. 87–103.
URL: <https://doi.org/10.2469/faj.v74.n3.2>
16. Van Duuren E., Plantinga A., Scholtens B. ESG Integration and the Investment Management Process: Fundamental Investing Reinvented. *Journal of Business Ethics*, 2016, vol. 138, iss. 3, pp. 525–533. URL: <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2610-8>
17. Schramade W. Integrating ESG into valuation models and investment decisions: The value-driver adjustment approach. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 2016, vol. 6, iss. 2, pp. 95–111. URL: <https://doi.org/10.1080/20430795.2016.1176425>

Conflict-of-interest notification

We, the authors of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.