



ICADE Business School

# VALORACIÓN DE MELIÁ HOTELS

Autor: Jorge Fernández Martínez  
Director: Maria Luisa Garayalde

Madrid  
2017

## Tabla de contenido

Índice de tablas .....	3
Índice de Ilustraciones.....	4
<b>0. Abstract .....</b>	<b>5</b>
<b>1. Introducción .....</b>	<b>6</b>
1.1 Objetivos.....	6
1.2. Metodología.....	7
1.3 Estructura.....	8
<b>2. Marco teórico.....</b>	<b>8</b>
2.1 Modelo de Descuento de Flujos de Caja.....	10
2.1.1 Free Cash Flow .....	11
2.1.2 WACC.....	12
2.1.3 Valor residual.....	14
2.2 Valoración por comparables.....	15
2.2.1 Múltiplos de EBITDA .....	17
2.2.2 Múltiplos de EBIT.....	17
2.2.3 Múltiplos de PER.....	18
2.2.4 Múltiplos de Precio/valor en libros.....	18
<b>3. La compañía .....</b>	<b>19</b>
3.1 Historia.....	19
3.2 Sector .....	20
3.3 Negocio .....	22
3.4 Estrategia .....	24
3.5 Dirección .....	26
3.6 Consejo de Administración .....	28
3.7 Accionariado .....	28
3.8 Análisis de los estados financieros .....	29
<b>4. Valoración de la empresa .....</b>	<b>35</b>
4.1 Valoración por descuento de flujos.....	36
4.1.1 Estimación de los parámetros.....	36
4.1.2 Valoración de la compañía .....	45
4.1.3 Análisis de Sensibilidad .....	48
4.1.4 Análisis de escenarios.....	50
4.2 Valoración por múltiplos .....	51
<b>5. Conclusiones.....</b>	<b>58</b>
<b>6. Bibliografía .....</b>	<b>59</b>
<b>ANEXO .....</b>	<b>62</b>
ANEXO 1. Balance Meliá Hotels .....	63
ANEXO 2. Cuenta de Pérdidas y Ganancias Meliá Hotels.....	65

## Índice de tablas

Tabla 1. Principales métodos de valoración.....	10
Tabla 2. Consejeros de Meliá Hotels International según tipología .....	28
Tabla 3. Composición de los principales accionistas en la empresa .....	29
Tabla 4. Necesidades Operativas de Fondos y su evolución .....	31
Tabla 5. Principales ratios del análisis de la Solvencia y la Liquidez de la empresa .....	31
Tabla 6. Principales ratios sobre el análisis del endeudamiento.....	32
Tabla 7. Principales ratios para analizar la rentabilidad.....	33
Tabla 8. RevPar de la empresa para los negocios de hoteles propios y alquilados .....	34
Tabla 9. Deuda e Intereses pagados por Meliá Hotels .....	37
Tabla 10. Tabla resumen con los datos del CAPM para el cálculo de la Ke.....	40
Tabla 11. Tabla resumen con datos de Meliá Hotels .....	41
Tabla 12. Proyecciones financieras de la cuenta de resultados de la empresa Meliá Hotels para el periodo 2017-2021 .....	42
Tabla 13. Previsiones financieras sobre las inversiones en CAPEX durante el periodo 2017-2021(en millones de €) .....	43
Tabla 14. Previsiones financieras sobre las inversiones en NOF durante el periodo 2017-2021(en millones de €) .....	44
Tabla 15. Cálculo de los flujos libre de caja .....	45
Tabla 16. Resultados obtenidos de la valoración por descuento de flujos de caja libre.....	48
Tabla 17. Tabla resumen sobre la valoración de la compañía ante cambios en el WACC o la tasa de crecimiento .....	49
Tabla 18. Cambios porcentuales en la valoración respecto al valor esperado ante cambios en el WACC y la tasa de crecimiento .....	49
Tabla 19. Tabla resumen sobre los resultados obtenidos del análisis de escenarios.....	51
Tabla 20. Datos de las distintas compañías para realizar la valoración por comparables.....	53
Tabla 21. Ratios financieras de las distintas compañías comparables.....	55

Tabla 22. Datos sobre Meliá Hotels para la valoración por comparables .....	55
Tabla 23. Cuadro resumen sobre los resultados obtenidos con la valoración por comparables.....	57

## Índice de Ilustraciones

Ilustración 1. Evolución del empleo directo en alojamiento.....	21
Ilustración 2. Evolución del turismo mundial. ....	21
Ilustración 3. Presencia de Meliá Hotels International a nivel global según porcentaje de habitaciones .....	23
Ilustración 4. Evolución del RevPAR de Meliá Hotels y sus principales competidores.....	34
Ilustración 5. Cálculo de la Beta de Meliá Hotels mediante la recta de regresión .....	39
Ilustración 6. Evolución de la tasa de crecimiento del PIB español desde 1990 .....	47

## 0.Abstract

El presente trabajo tiene como finalidad analizar la compañía hotelera Meliá Hotels con el fin de conocerla en detalle para llevar a cabo una valoración sobre la misma. Para ello se va a analizar distintos aspectos como su negocio, la estrategia con el fin de entender mejor la empresa, así como donde pretende llegar la compañía en el futuro.

Una vez conocida la empresa se va a proceder a realizar una valoración de la compañía. Para ello los métodos de valoración a utilizar para valorar Meliá Hotels serán el descuento de flujos de caja libres o DCF por sus siglas en inglés y el método de valoración por comparables. Respecto a este último método, se va a utilizar en concreto las ratios de EV/EBITDA, EV/EBIT, PER y Precio/ valor contable. Para ello se deberá escoger qué empresas pudieran ser comparables a Meliá a nivel tanto nacional como internacional y que actualmente se encuentren cotizando en una bolsa de valores para así poder calcular dichas ratios.

Con todo ello, una vez obtenida la valoración de la compañía se propondrá una recomendación de inversión entre las que se encuentra vender, comprar o mantener dependiendo de si el valor de la compañía analizado es inferior, superior o igual que el precio al que se encuentra cotizando en la bolsa actualmente.

Palabras clave: Meliá Hotels, Valoración de empresas, DCF, Descuento de Flujos de Caja, Comparables

## 1. Introducción

La valoración de empresas es un aspecto esencial en el mundo de las finanzas corporativas. Las empresas, a lo largo de su vida, llevan a cabo distintas acciones para crecer y así crear valor para sus accionistas. Uno de estas acciones es la compra/venta de empresas, o partes de ellas. Esta forma de crecimiento consiste en crecer de manera inorgánica, es decir, se crece por medio de adquisiciones, fusiones o alianzas; y no mediante el propio negocio a través del incremento de la facturación o puntos de ventas. Es por ello que el saber valorar adecuadamente una empresa es un aspecto fundamental en el área de las finanzas.

Sin embargo, la valoración de empresas no solo compete a las propias empresas, si no que a los inversores los cuales quieren invertir en empresas tienen que estar familiarizados con esta área a fin de determinar el valor que tenga la empresa y saber el precio al cual están dispuestos a pagar por las acciones de la propia empresa.

### 1.1 Objetivos

El objetivo de dicho trabajo es valorar la empresa Meliá Hotels a través de distintos métodos para ver la diferencia de valoración entre estos y compararlos así con su capitalización bursátil. De esta manera, se quiere analizar si el precio de mercado de la empresa está sobrevalorado o infravalorado a fin de determinar si es conveniente comprar la acción o no.

La principal motivación para llevar a cabo dicho trabajo es el interés personal en finanzas corporativas, en concreto, en el área de valoración de empresas o en M&A (Mergers and Acquisitions). Por lo que mediante la valoración de este caso se quiere profundizar en temas estudiados en Finanzas Corporativas, Finanzas Corporativas Avanzadas y Análisis y Gestión Financiera.

El motivo sobre la selección de la empresa se debe a la consideración de que Meliá Hotels es una empresa interesante para analizar debido a que cotiza en el IBEX 35 y además se dedica al sector servicios, el cual tiene un peso importante en la economía española.

## 1.2. Metodología

La valoración de la empresa Meliá Hotels se va a realizar partiendo de un análisis de la compañía para conocerla en detalle. Para ello se va a obtener información de la propia web de la compañía, así como de las cuentas anuales de la propia compañía o de la información que transmite al mercado o a organismos supervisores como la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

En lo que respecta a la propia valoración de la empresa, se va a utilizar los 2 principales métodos de valoración que se utilizan en el mercado los cuales son el Descuento de Flujos de Caja (DCF por sus siglas en inglés) y múltiplos comparables.

Respecto al primer método, se analizará las cuentas desde el año 2010 para así determinar la tendencia de las distintas cuentas que intervienen en la valoración. Junto con esta información y la que se pueda extraer de las cuentas anuales y del plan estratégico de la empresa, se realizará proyecciones futuras a fin de determinar los Cash Flows futuros de las distintas partidas. Para actualizar dichos flujos de caja se hará mediante el WACC, por lo que se calculará utilizando el coste medio de la deuda y también estimando la rentabilidad exigida por los accionistas con el modelo CAPM. Como referencia principal para realizar el DCF el trabajo se centrará en el trabajo de Pablo Fernández (Fernández, 2008); así como del doctor en Economía Alfonso Galindo Lucas (Lucas, 2000)

En lo referente al método de múltiplos comparables, en base a compañías del mismo sector que sean parecidas a Meliá Hotels; realizaremos una valoración a través de múltiplos de EBITDA, EBIT, PER y P/B (Price to Book Value) a fin de determinar el valor de mercado de la empresa objeto de valoración. Para la obtención de la información para llevar a cabo la valoración se recurrirá a distintas fuentes de información como las cuentas anuales de las propias empresas o proveedores de información como Reuters. Para la realización de dicha valoración nos centraremos en el trabajo de la nota técnica realizado por la División de Investigación del IESE y supervisado por Pablo Fernández (Cristina Badenes & José M<sup>a</sup> Santos, 1999)

## 1.3 Estructura

Respecto a la estructura, el trabajo se va a dividir principalmente en 4 apartados:

1. Introducción. Definir el objetivo buscado con el trabajo, así como la estructura y metodología que se va a emplear.
2. Marco Teórico. En dicho apartado se va a explicar los distintos métodos de valoración que se van a emplear. Para ello primeramente analizaremos el método de flujos de caja y posteriormente se analizará el método de múltiplos comparables.
3. La compañía. Analizar la compañía para realizar proyecciones futuras sobre sus flujos de caja. Para ello se realizará mediante la tendencia de las cuentas, principalmente PyG, pero también teniendo en cuenta la estrategia de la empresa.
4. Valoración de la empresa. En dicho apartado se valorará la empresa en base a los dos puntos anteriores. Una vez valorada se procederá a compararla con su capitalización bursátil para así determinar si se encuentra sobrevalorada o infravalorada.

Por último, se finalizará con unas conclusiones donde se realizará un resumen de todo el trabajo comentando los aspectos más importantes y analizando si conviene comprar la empresa o no.

## 2.Marco teórico

En primer lugar, cabe mencionar que el área de la valoración de empresas es un campo muy estudiado a lo largo de los años debido a la importancia que radica sobre la sociedad el conocer el valor de los activos, en el presente trabajo se basa en las empresas.

El principal motivo para conocer el valor de las empresas se basa en operaciones de fusiones y adquisiciones para conocer el precio máximo que los agentes que intervienen están dispuestos a ofrecer para adquirir una empresa y así crear valor a su empresa. Este método de adquisiciones es una forma de crecimiento empresarial llamada inorgánico, el cual se basa en que el tamaño de una

empresa se incrementa mediante la compra de otras y no por su propia operativa del negocio. Es por ello que en las operaciones de valorar una empresa hay intereses contrapuestos, ya que la parte vendedora quiere que se maximice el precio de venta y la parte compradora quiere que se minimice para pagar menos. Cabe destacar la diferencia entre el precio y valor. Mientras que el precio es la cantidad por la cual el vendedor estará dispuesto de desprenderse de la empresa para ser adquirida por el comprador, el valor de una empresa es la utilidad obtenida del bien.

Respecto a la metodología para valorar empresas, actualmente existen diversos métodos de valoración los cuales podríamos agruparlos en dos categorías principalmente.

El primer enfoque se basa en métodos de valoración patrimoniales o basada en activos, en los cuales se engloba el valor del patrimonio neto (valor contable), valor sustancial (el valor del patrimonio neto a valor de mercado) o el valor de liquidación de la empresa.

Respecto al segundo enfoque, corresponde con medidas de valoración basadas en rentabilidad de los activos o por actividad. Bajo este enfoque se encuentra el Descuento de Flujos de Fondos (o Discounted Cash Flow, DCF) o el método de múltiplos comparables. En dicho trabajo se va a centrar en la segunda categoría ya que es la más extendida en la industria de banca de inversión.

Sin embargo, a pesar de que los anteriores son los más usados, no son los únicos que se utilizan. En la siguiente tabla se puede observar los distintos métodos de valoración en función del elemento analizado para valorar la empresa según Pablo Fernández<sup>1</sup>. (Fernández, 2008).

---

<sup>1</sup> Doctor en finanzas por Harvard y profesor en el IESE donde imparte clases sobre valoración de empresas.

Tabla 1. Principales métodos de valoración

PRINCIPALES METODOS DE VALORACION					
BALANCE	CUENTA DE RESULTADOS	MIXTOS (GOODWILL)	DESCUENTO DE FLUJOS	CREACION DE VALOR	OPCIONES
Valor contable	<b>Múltiplos</b> de:	Clásico	<i>Free cash flow</i>	EVA	Black y Scholes
Valor contable ajustado	Beneficio: PER	Unión de expertos	Cash flow acciones	Beneficio económico	Opción de invertir
Valor de liquidación	Ventas	Contables europeos	<i>Dividendos</i>	<i>Cash value added</i>	Ampliar el proyecto
Valor sustancial	Ebitda	Renta abreviada	<i>Capital cash flow</i>	CFROI	Aplazar la inversión
Activo neto real	Otros múltiplos	Otros	APV		Usos alternativos

Fuente: Principales métodos de valoración, Pablo Fernández 2008

## 2.1 Modelo de Descuento de Flujos de Caja

Este método de valoración trata de determinar el valor actual de un activo en función de los flujos de caja que va a generar en el futuro.

“Los métodos de descuento de flujos se basan en el pronóstico detallado y cuidadoso, para cada periodo, de cada una de las partidas financieras vinculadas a la generación de los cash flows correspondientes a las operaciones de la empresa, como, por ejemplo, el cobro de ventas, los pagos de mano de obra, de materias primas, administrativos, de ventas, etc., y la devolución de créditos, entre otros. Por consiguiente, el enfoque conceptual es similar al del presupuesto de tesorería.

En la valoración basada en el descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el tipo de descuento mínimo lo marcan los interesados, (compradores o vendedores no dispuestos a invertir o a vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.)” (Fernández, 2008)

Para determinar el valor actual de los flujos de caja, se realiza mediante la siguiente fórmula:

$$V = \frac{CF_1}{1+k} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \frac{CF_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+k)^n}$$

Donde:

- V= Valor actual de los flujos de fondo
- CF<sub>i</sub>= Flujo de fondo correspondiente a cada año i
- VR<sub>n</sub> = Valor residual de la empresa en el año n
- K= Tasa de descuento apropiada para el nivel de riesgo

Dicho método es el modelo general para descontar los flujos de cada para cada periodo generado por la empresa. Sin embargo, en dicho trabajo se va a emplear el descuento de los flujos libres de caja o free cash flow.

Las ventajas que presenta el modelo de descuento de flujos de caja según Viñola y Adserá (1997) es que no se basan en magnitudes contables y sí en flujos de caja (por lo que los resultados no se distorsionan por normas contables), recoge información de la cuenta de resultados y del balance, permite establecer situaciones económicas concretas a través de la estimación cada año, tiene en cuenta el valor del dinero en el tiempo y se tiene en cuenta el riesgo de la empresa.

### 2.1.1 Free Cash Flow

“El free cash flow (FCF), es el flujo de fondos operativo, esto es, el flujo de fondos generado por las operaciones, sin tener en cuenta el endeudamiento (deuda financiera), después de impuestos. Es el dinero que quedaría disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en necesidades operativas de fondos, suponiendo que no existe deuda y que, por tanto, no hay cargas financieras.” (Fernández, 2008)

Para realizar el cálculo de los Free Cash Flow se realiza a partir de la cuenta de resultados, en concreto a partir del EBIT. Al EBIT le restamos la parte que le correspondería a impuestos,  $EBIT \cdot (1-t)$ , y obtenemos el beneficio operativo neto después de impuestos o NOPAT. Una vez obtenido el NOPAT le sumamos la amortización, ya que no es un verdadero flujo de caja para la empresa, y le restamos el CAPEX y las inversiones en NOF. De esta manera obtenemos el FCF.

De manera simplificada, el FCF se resume en la siguiente formula:

$$\text{Free Cash Flow} = \text{EBIT} * (1 - t) + \text{amortizaciones} - \text{CAPEX} - \Delta\text{NOF}$$

Donde:

- EBIT = Beneficio antes de Intereses e Impuestos
- T= tasa impositiva
- CAPEX (*Capital Expenditure*) = Inversión en activo no corriente
- NOF (Necesidades operativas de fondos) = fondos necesarios para financiar las operaciones corrientes de la empresa.  
NOF = Clientes + Existencias + Caja operativa-Proveedores

Una vez obtenido los flujos de caja, el siguiente paso a realizar es el descuento de los FCF al año de la valoración o año 0. Para trasladar capitales a lo largo del tiempo, se utilizará capitalización compuesta utilizando una tasa de riesgo apropiada para cada empresa. En concreto, para el descuento del FCF se utilizará el WACC.

### 2.1.2 WACC

El WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) es el coste ponderado del capital de la empresa. Este coste promedio del capital depende de la estructura financiera de la empresa. En concreto, la fórmula del WACC es la siguiente:

$$\text{WACC} = \frac{k_d * (1 - t) * \text{RRAA}}{\text{Recursos Totales}} + \frac{k_e * \text{RRPP}}{\text{Recursos Totales}}$$

Donde:

- Kd= Coste de la deuda
- T = Tasa impositiva
- RRAA = Recursos ajenos con coste a valor de mercado
- Ke= Coste de los recursos propios
- RRPP= Recursos propios
- Recursos totales = Suma de recursos ajenos y propios.

Para la obtención del **coste de la deuda** ( $K_d$ ), se puede realizar de múltiples formas. Sin embargo, las más comunes suelen ser las siguientes:

- Spread bancario + tipo libre de riesgo. El spread suele variar entre 0,5% (bajo riesgo) y 3,5% o 4% (mucho riesgo).
- Obtenerlo de las cuentas de la empresa. Coger los gastos financieros y dividirlo entre la deuda media del periodo.

Cabe mencionar que la deuda se multiplica por  $(1-t)$  para considerar el ahorro fiscal de los intereses, ya que estos son deducibles por parte de las empresas.

Respecto al coste de los recursos propios, o rentabilidad exigida por los accionistas, se puede calcular mediante 2 métodos:

- Modelo de valoración de crecimiento constante de Gordon Shapiro.

Se trata de un modelo de descuento de flujos descontados en el cual se establece que el dividendo pagado por una empresa crece a una tasa constante. (Gordon, 1962).

$$P_0 = \frac{D_1}{k - g}$$

Donde:

- $P_0$ : Valor teórico de la acción.
- $D$ : Dividendo anticipado del primer periodo.
- $k$ : Rentabilidad exigida a las acciones
- $g$ : Tasa de crecimiento de los dividendos

En este caso, la  $g$  se calcula de la siguiente forma:

$$g = \text{ROE} \cdot (1 - \text{Payout})$$

Reordenando la anterior ecuación obtenemos:

$$k_e = \frac{\text{Dividendo}_{t+1}}{\text{Precio}_T} + g$$

- Modelo de equilibrio de activos financieros, CAPM.

$$K_e = R_F + \beta * (R_M - R_F)$$

Donde:

R<sub>f</sub>= Rentabilidad del activo sin riesgo

β= Beta de las acciones de la empresa.

R<sub>m</sub>= Rentabilidad del mercado

R<sub>f</sub>= Rentabilidad del activo sin riesgo

Este modelo se utiliza tanto si la empresa cotiza o no; ya que en ambos casos es posible calcular la beta de la empresa. La beta es una medida del riesgo de las acciones ya que nos mide la sensibilidad en la variación de los precios de las mismas respecto a un índice de referencia. En concreto, mide el riesgo sistemático o riesgo de mercado. Si la empresa cotiza su cálculo es más inmediato. Sin embargo, si la empresa no cotiza se deberá utilizar la beta de empresas comparables. Una empresa comparable es aquella que tiene un riesgo de negocio parecido.

El cálculo de la beta se realiza mediante la covarianza del activo frente al índice de referencia dividido entre la varianza del índice de referencia. Por otro lado, el cálculo de la beta a través de empresas comparables primero hay que desapalancar la beta con los datos de la empresa comparable.

$$\beta_{unlevered} = \frac{\beta_{levered}}{1 + [(1 - t) \frac{Deuda}{Recursos Propios}]}$$

Una vez obtenida la beta desapalancada, hay que apalancarla con los datos de la empresa objetivo.

$$\beta_{Levered} = \beta_{unlevered} [1 + (1 - t) \frac{Deuda}{Recursos Propios}]$$

### 2.1.3 Valor residual

El valor residual de una empresa es el que se estima que puede tener la empresa al finalizar el escenario (Viñola & Adserá,1997). Para obtener dicho valor, se puede realizar principalmente por 2 métodos:

- Liquidación

Obtener el valor de liquidación de la compañía teniendo en cuenta las plusvalías y minusvalías generadas por los activos a la hora de vender. Esto conlleva pagar más o menos impuestos dependiendo de si lo que se ha producido ha sido una plusvalía o minusvalía.

- Perpetuidad

Se considera que la empresa va a estar funcionando a perpetuidad. Por lo tanto, se calcula el valor residual como una renta perpetua considerando el último flujo de caja calculado y teniendo en cuenta una tasa de crecimiento constante. Esta tasa de crecimiento constante debe ser la tendencia del Producto Interior Bruto (PIB) según Damodaran (1994).

$$VR = \frac{CF_n * (1 + g)}{K - g}$$

Donde:

CF<sub>n</sub>= Flujo de caja en el año n

G= Tasa de crecimiento constante

K= Tasa de descuento acorde a la metodología

## 2.2 Valoración por comparables.

“El método de los múltiplos de cotización consiste en valorar una empresa con objeto de hallar su valor de mercado por analogía con el valor de mercado de otras compañías comparables. Esta metodología, al igual que otras, permite determinar el valor de empresas no cotizadas en bolsa y, en el caso de que la empresa objeto de valoración sea cotizada, el método puede ayudarnos a detectar si el mercado está sobre o infravalorando el valor en cuestión”. (Cristina Badenes & José M<sup>a</sup> Santos, 1999)

Para realizar una buena valoración mediante este método, es necesario realizar un análisis de la empresa a valorar para así poder determinar si los resultados obtenidos son coherentes o no. En dicho análisis, es preciso trabajar

a qué se dedica la empresa, las líneas de negocio, historia de la compañía, características del sector en el que opera, cómo se encuentra respecto a sus competidores, accionariado, estados financieros y la dirección de la misma.

Una vez se sabe cómo es la empresa a la cual se quiere valorar, se analiza el mercado en el que opera y se observa cuáles son sus competidores para así determinar el valor de la empresa objetivo en función de lo que valga sus competidores en base a unos múltiplos comparables.

Dicho método dispone de una gran cantidad de comparables. Sin embargo, el presente trabajo se va a centrar en la valoración mediante los siguientes comparables: EBITDA, EBIT, PER y P/B.

Este método de valoración de compañías por comparable presenta ciertas ventajas y desventajas las cuales se presentan a continuación (Mascareñas, 2005):

Ventajas:

- **Utilidad:** Se obtiene información sobre el valor de la compañía que estará en línea con las empresas del mercado con las que se compara.
- **Simplicidad:** Su cálculo se obtiene de manera rápida y fácil al disponer de datos en el mercado.
- **Relevancia:** Los múltiplos se basan en datos estadísticos que son utilizados por los inversores.

Inconvenientes:

- **Simple:** el resultado obtenido de varios generadores de valor es comprimido en una cifra, lo que hace que sea difícil la desagregación del efecto de estos.
- **Dificultad de comparar:** Al diferir los múltiplos entre sí hace que sea más difícil su comparación.
- **Inconsistente:** Como consecuencia de ignorar el riesgo, el crecimiento y la generación de flujos de caja puede dar estimaciones inconsistentes del valor de la valoración de la compañía.
- **Manipulable:** Debido a la falta de transparencia le hace muy vulnerable a la manipulación.

- **Modal:** El valor de la compañía obtenido será alto o bajo respecto a su valor real en función de si el mercado está sobrevalorado o infravalorado.

### 2.2.1 Múltiplos de EBITDA

El EBITDA es el beneficio antes de intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones. Por lo tanto, para obtener el EBITDA hay que partir de los beneficios antes de intereses e impuestos y sumarle las amortizaciones y las provisiones.

En este caso lo que se hace es que se calcula la ratio de EV/EBITDA; siendo EV el *Enterprise value* la capitalización bursátil más la deuda financiera neta. El EV lo que trata de medir es cuánto valen los activos de una empresa independientemente como se haya financiado. Dado que el Activo debe ser igual a Pasivo más el Patrimonio neto; entonces el valor del patrimonio neto a valor de mercado (capitalización bursátil) más la deuda financiera neta (deuda financiera menos la caja no operativa) a valor de mercado debe ser igual al activo.

Una vez se obtiene cuantas veces EBITDA es el EV, multiplicamos el múltiplo obtenido por el EBITDA de la empresa objetivo y le restamos su deuda. De esta forma observamos cuantas veces EBITDA se está pagando por los activos de la empresa.

### 2.2.2 Múltiplos de EBIT

El EBIT son los beneficios antes de intereses e impuestos o también llamado resultado de explotación. La valoración mediante múltiplos de EBIT consiste en ver cuántas veces EBIT es el EV.

La metodología es igual que en el caso del múltiplo de EBTIDA. Se calcula el EV de la empresa comparable, se divide entre el EBIT. El múltiplo obtenido se multiplica por el EBIT de la empresa objetivo y le restamos la deuda que tiene.

### 2.2.3 Múltiplos de PER

El PER (Price Earning Ratio) es la ratio que relaciona el precio de cotización de una acción de una empresa con el beneficio por acción de la empresa. Otra forma de calcularlo es de manera agregada y por lo tanto es la ratio de capitalización bursátil (número de acciones por precio de las acciones) entre beneficio neto.

La valoración mediante dicho método se realiza mediante el cálculo del PER de la empresa comparable y posteriormente multiplicamos el valor del PER obtenido por el beneficio neto que tiene la empresa objetivo. De esta forma, estamos realizando una valoración en función de cuantas veces beneficio se está pagando competidoras de la empresa. Diversos trabajos realizados por académicos McWilliams (1966), Miller and Widmann (1966), Nicholson (1968), Dreman (1977), and Basu (1977) arrojan un resultado similar, que en promedio un PER bajo muestra rendimientos mayores en el futuro.

Esta ratio es comúnmente el más utilizado por los medios de comunicación y usados por los analistas e inversores (Block 1999).

### 2.2.4 Múltiplos de Precio/valor en libros

La ratio Precio/valor en libros (o Price to Book value, P/B) es la ratio que relaciona la capitalización bursátil de una empresa con su valor en libros. Mediante dicha valoración se analiza cuantas veces se está pagando en el mercado el valor contable de la empresa. Esta ratio según (Fama and French 1995) sugiere que el P/B ratio está inversamente relacionado con las tasas de retorno futuras.

Para realizar una valoración mediante dicho método. Primeramente, hay que obtener el múltiplo de la empresa comprable. Una vez obtenido el resultado de la ratio, lo multiplicamos por el valor en libros de la empresa para determinar la capitalización bursátil que tendría la empresa.

### 3. La compañía

Meliá Hotels International es un grupo hotelero que opera a nivel global, teniendo una gran presencia en países de Latinoamérica y España. Concretamente, opera en 41 países bajo las marcas Gran Meliá Hotels & Resorts, Paradisus by Meliá, ME by Meliá, Meliá Hotels & Resorts, INNSIDE by Meliá, TRYP by Wyndham y, por supuesto, la renovada Sol Hotels & Resorts. Esta empresa cotiza en el mercado español, concretamente en el IBEX 35<sup>2</sup>.

#### 3.1 Historia

La empresa fue fundada por Gabriel Escarrer Juliá, actual presidente del grupo, en el año 1956 en Palma de Mallorca. El fuerte boom turístico durante los años 60 ayudó a la empresa a crecer al alquilar y comprar más hoteles, pero no fue hasta la década de los 70 cuando dio el salto hasta otros puntos de España. Posteriormente, en la década de los 80, concretamente en el año 1985, la empresa se internacionalizó al abrir un hotel en la isla de Bali (Indonesia). Dos años más tarde, la empresa pasó a llamarse Grupo Sol Meliá al adquirir la cadena Meliá.

Durante la época de los años 90, la compañía amplía sus segmentos de clientes al crear una nueva marca llamada Paradisus, centrada en el sector del lujo, y comienza su expansión hacia Latinoamérica. Luego en el año 1996, la empresa sale a cotizar a la bolsa española siendo la primera hotelera de Europa en hacerlo.

Durante la siguiente etapa, durante el periodo que comprende el año 2000 y el 2010, la empresa sigue creciendo consolidando la presencia que tiene en las principales ciudades europeas, así como expandirse al mercado estadounidense y chino. También la empresa llevó a cabo una serie de adquisiciones como la cadena TRYP e Inside. Así mismo, el grupo crea el Club

---

<sup>2</sup> Índice de referencia del mercado bursátil español

de Vacaciones y la marca ME by Meliá y lleva a cabo una alianza con Whyndham<sup>3</sup>.

Posteriormente, en el año 2011 la empresa pasa a llamarse Meliá Hotels International y también crea alianzas para incrementar su crecimiento en China a través de Jin Jiang y Greenland Group.

Esta expansión internacional continuó durante los años posteriores ya que en el año 2015 la empresa abrió un hotel en Catar, poniendo la mirada en Oriente Medio.

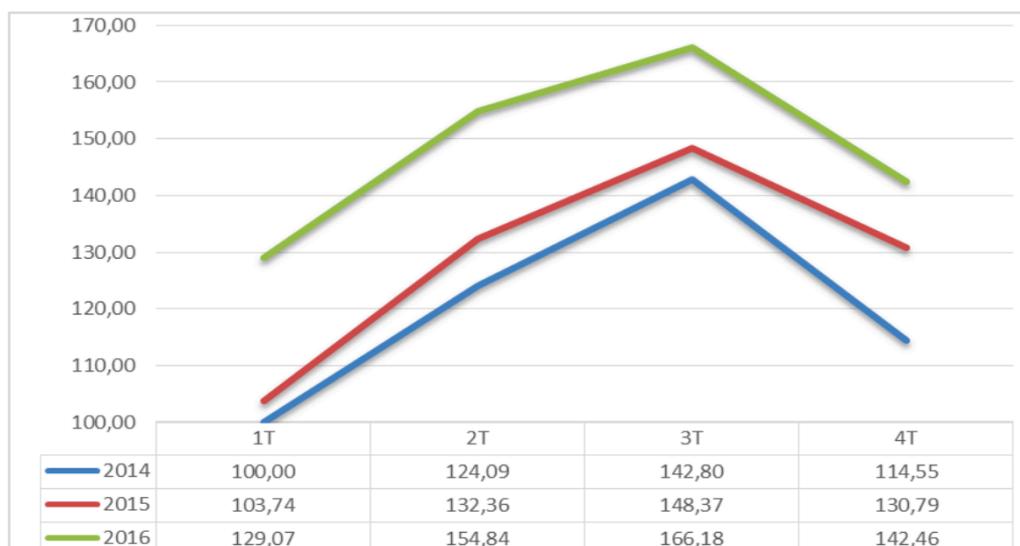
### 3.2 Sector

El sector hotelero es un sector de tipo servicios el cual se encuentra íntimamente relacionado con la evolución del turismo. Dicho sector es de especial importancia en la economía española, debido al peso que tiene el turismo en la economía española. Concretamente, el peso que tiene el turismo es del 11,4% del PIB, lo que corresponde a 127,216 millones de euros. Este peso también se materializa en el número de empleos que va creciendo de año en año tal y como se muestra la gráfica 1. Tal y como se puede observar, el número de empleos directo generado por el alojamiento turístico crece año tras año tomando como base 100 el primer trimestre del año 2014. En el vemos como en los 3 años analizados, la creación de empleo se produce durante los 3 primeros trimestres, tocando máximos en el tercer trimestre que corresponde con el periodo de verano. A partir de verano, el empleo comienza a reducirse como consecuencia de una reducción en el turismo tras la vuelta a las ciudades de origen por parte de los turistas.

---

<sup>3</sup> Empresa estadounidense dedicada al sector hotelero

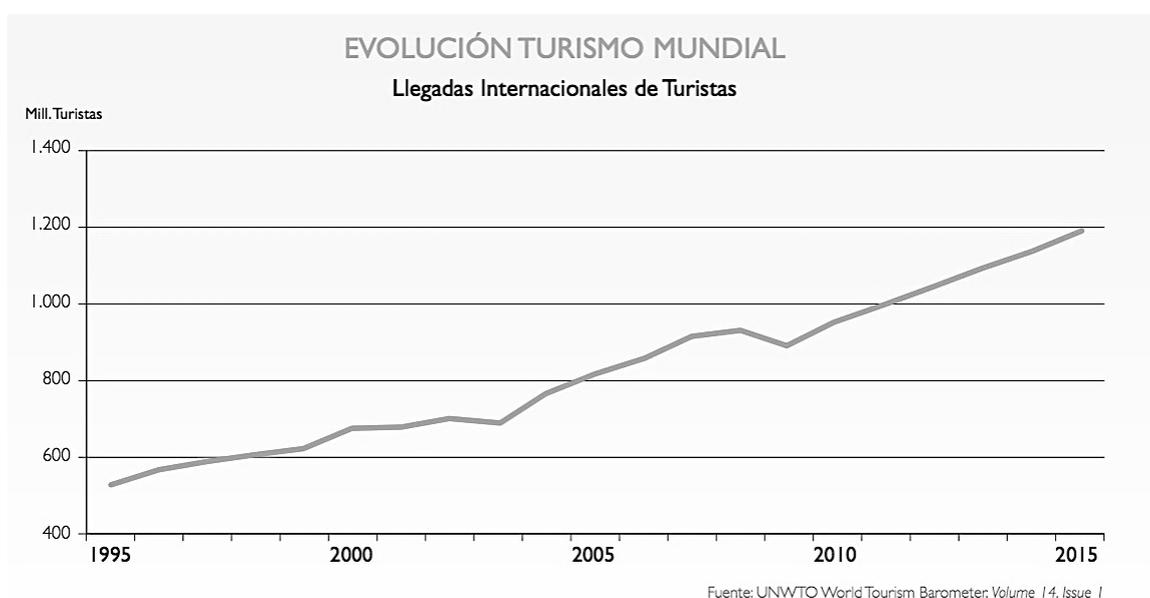
Ilustración 1. Evolución del empleo directo en alojamiento. ÍNDICE



FUENTE: Encuesta de Población Activa, INE.

No solo el turismo se está viendo que está aumentando en España, sino que el crecimiento es a nivel global. En la gráfica 2 se observa el crecimiento que ha experimentado el sector turístico desde el año 1995. Tal y como se observa, el crecimiento que ha experimentado ha hecho que el número de turistas se haya incrementado desde 500 millones de turistas desde el año 95 a 1200 en el año 2015.

Ilustración 2. Evolución del turismo mundial.



Cabe destacar de la fortaleza de dicho sector ya que, durante la crisis iniciada en el año 2008, varios sectores vieron como su actividad se redujo drásticamente y durante un periodo de tiempo prolongado, como es el caso de la construcción en España. Sin embargo, el turismo a nivel mundial, durante ese periodo únicamente experimentó una leve corrección para posteriormente continuar con una tendencia claramente alcista.

Respecto al turismo internacional del pasado año 2016, las llegadas de turistas internacionales alcanzaron una cifra de 1.235 millones, lo que corresponde un 3,9% más respecto al año 2015.

Este crecimiento en el turismo se ve favorecido gracias a distintos factores como el incremento del nivel de consumo, la mejora de las economías domésticas, la evolución de la divisa, el bajo precio del petróleo, los bajos tipos de interés y el incremento del empleo.

### 3.3 Negocio

El negocio principal de Meliá se basa en la posesión, el alquiler, la gestión y la franquicia de hoteles.

La compañía tiene instaurada una estrategia de crecimiento en base a poco intensivo en capital y una gestión especializada para terceros. Por lo que el grupo tiene en posesión un portfolio de hoteles basados principalmente en gestión, alquiler y franquicia. Estos hoteles explotados por la propia empresa corresponden a un 85% de su cartera.

El grupo tiene un total de 4 posibles modelos de gestión de hoteles que son:

- **Propiedad**

La propia empresa tiene la propiedad del hotel y lo explota ella misma.

- **Alquiler**

El grupo alquila el hotel y se encarga de la explotación del mismo. En este caso Meliá paga un alquiler al dueño del hotel.

- **Gestión**

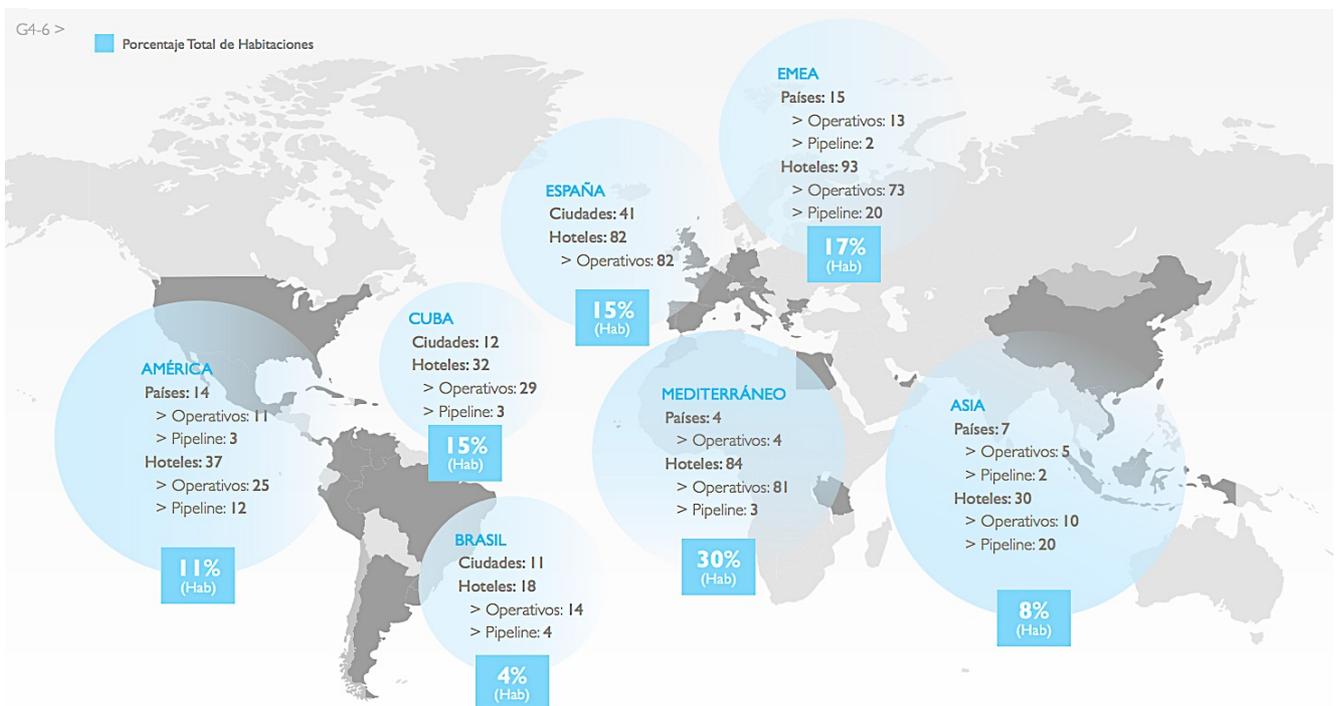
Un hotel externo al grupo requiere los servicios de gestión de Meliá Hotels International para la explotación de su propio hotel bajo una de sus marcas. En este caso Meliá cobra unos honorarios en concepto de gestión del hotel.

- **Franquicia**

Bajo esta modalidad la Meliá cede una de sus marcas para que el propietario de un hotel lo opere bajo esta marca a cambio de una compensación económica. Bajo esta modalidad también contratan los servicios de comercialización del grupo.

En la siguiente figura se observa la distribución de la presencia del grupo a finales del año 2015.

*Ilustración 3. Presencia de Meliá Hotels International a nivel global según porcentaje de habitaciones*



Fuente: Cuentas anuales Meliá 2015

Tal y como se puede observar, la zona del Mediterráneo es donde mayor concentración de habitaciones tiene el grupo. Concretamente el 30% respecto del total de habitación están en esta zona. Seguidamente se encuentra la zona de Cuba y España. En España, es el país donde más hoteles tiene el grupo. Sin embargo, en Cuba tiene menos de la mitad de hoteles que en España, pero el porcentaje de habitaciones es el mismo. Por lo que se puede esperar que los hoteles que dispone en España no son tan grandes como en otros lugares como en Cuba.

Respecto a las marcas con las que comercializa sus servicios, la compañía las tiene divididas en 3 categorías:

- **Premium**  
Bajo esta categoría se encuentran las marcas Gran Meliá, Me y Paradisus con un total de 9.337 habitaciones. Estas marcas se enfocan en un cliente con un alto o muy alto poder adquisitivo.
- **Upscale**  
Respecto a este segmento, las marcas que pertenecen a este grupo son Meliá e Innside. Con estas marcas, la empresa tiene 34.082 habitaciones. El perfil de cliente de dicho segmento es un perfil con alto poder adquisitivo.
- **Midscale**  
Por último, mediante este segmento en las cuales operan las marcas Sol y TRYP; y con un perfil de cliente de clase media, la empresa tiene 39.833 habitaciones.

### **3.4 Estrategia**

El grupo ha enfocado la estrategia de la empresa en 7 pilares fundamentales recopilados en el denominado Impulso Estratégico 2015. Estos 7 pilares son:

#### **1. Meliá Digital**

Potenciar el canal de venta online y desarrollar apps específicas para los distintos establecimientos. De este modo, melia.com se ha convertido en el

principal canal de ventas permitiendo incrementar el RevPAR; siendo el RevPAR es el ingreso medio por habitación.

Otro aspecto a tener en cuenta en la empresa es la transformación digital, en la que la empresa quiere ser más eficientes al ofertar servicios con un mayor grado de personalización.

El proyecto está dotado con un presupuesto de 100 millones de euros.

## **2. Marcas e Innovación**

Disponer de una cartera de marcas que genere valor a los clientes, propietarios y socios.

Cada marca concreta dispone de una estrategia de marketing propia. Actualmente la empresa se encuentra realizando marketing para atraer a los turistas de origen chinos al ofrecerles todo tipo de comodidades como personal que hable su idioma o canales de televisión de China.

El grupo también quiere ofrecer una propuesta gastronómica adaptada a cada marca y ofreciendo particularidades de cada región donde se encuentre el hotel. Concretamente, la restauración y los nuevos conceptos gastronómicos suponen un 25% de los ingresos totales.

Respecto a la innovación, la empresa busca atraer al segmento de clientes preocupados por el medioambiente, por ello ha lanzado ecotouch. El objetivo de la aplicación de ecotouch es el cuidado por el medio ambiente en el ámbito de las reuniones de trabajo. De esta manera, la marca se puede diferenciar de los servicios aportados por sus competidores.

## **3. Internacionalización de la compañía**

La empresa tiene como objetivo incrementar su presencia internacional. Concretamente para el presente 2017, en Europa tiene previsto incrementar su presencia con 7 nuevos hoteles. Mientras que en Latinoamérica y el caribe tiene pensado 7, en el medio oriente 3, en África 3 y en Asia-Pacífico 6 hoteles.

## **4. Estrategia Real Estate**

Incrementar el portfolio del grupo a través de la rotación y gestión de activos, reforzar los modelos mixtos que ayuden a crecer a la compañía y optimizar el

m<sup>2</sup> de los inmuebles. Este último punto se pretende conseguir mediante el uso de zonas nobles de los hoteles como un espacio comercial o gestionando los locales, parkings, casinos, campos de golf o centros deportivos náuticos.

## 5. Organización Competitiva y Eficiente

La empresa quiere continuar con su anterior estrategia de cambiar de un modelo organizativo tradicional a otro en el cuál la compañía sea más ágil y eficiente. De esta forma, la empresa puede afrontar los retos de manera más rápida al agilizar los procesos.

## 6. Reputación y Responsabilidad

Continuar con la reputación que tiene la empresa le permite transmitir confianza, inversión, talento y solvencia a los diferentes grupos de interés que tiene la compañía.

### 3.5 Dirección

Respecto a la dirección del grupo, el presidente es el socio fundador Gabriel Escarrer Juliá, siendo Gabriel Escarrer Jaume el vicepresidente y consejero delegado.

En lo que respecta al equipo directivo, está formado por los siguientes integrantes:



**André Gerondeau**  
*EVP Hotels*  
*SET*

Responsable de las operaciones hoteleras y del portfolio que tiene el grupo. También se encarga de las estrategias global regional, marketing y ventas, innovación y desarrollo de marcas hoteleras.



**Pilar Dols**  
*EVP Finance & Administration*  
SET

Máximo responsable del área de Finanzas y Administración dentro de la compañía.



**Mark Hoddinott**  
*EVP Real Estate*  
SET

Responsable de los bienes inmuebles, así como de las inversiones que se realizan en los mismos.



**Gabriel Cánaves**  
*EVP Human Resources*  
SET

Máximo responsable de la división de recursos humanos con una gran trayectoria en la empresa desde el año 1969.



**Juan Ignacio Pardo**  
*EVP Legal & Compliance*  
SET

Responsable del área de Legal & Compliance, la cual engloba Asesoría Jurídica, Gobierno Corporativo, Auditoría Interna y Análisis de Riesgos

La remuneración del equipo de la alta dirección se realiza en efectivo, así como sus incentivos. Respecto a dichos incentivos, se planea repartir 10 millones entre 2016 y 2018, de los cuales 2 millones dependerá de la evolución en bolsa de la empresa. De esta forma, se está buscando el incentivar al ejecutivo a largo plazo y no a corto plazo, de esta forma se está intentando evitar que busquen inversiones arriesgadas con las que puedan ganar más y de esta forma obtener un bonus mayor.

### 3.6 Consejo de Administración

El consejo de administración es el órgano que se encarga de administrar una empresa, por lo que es el encargado de gestionar la empresa, así como de la supervisión de la misma.

Por otro lado, en la tabla 2 se encuentra los distintos consejeros que tiene la sociedad. Tal y como se puede observar, la estructura del consejo es de 5 independientes, 2 ejecutivos, 3 dominicales y 1 externo. La retribución que reciben todos ellos se realiza en metálico.

*Tabla 2. Consejeros de Meliá Hotels International según tipología*

<b>Nombre o denominación social del Consejo</b>	<b>Categoría del consejero</b>	<b>% sobre el total de votos</b>
DON FERNANDO D'ORNELLAS SILVA	Independiente	0,00%
DON JUAN ARENA DE LA MORA	Independiente	0,00%
DON ALFREDO PASTOR BODMER	Otro externo	0,00%
DON GABRIEL ESCARRER JULIA	Ejecutivo	58,32%
DON JUAN VIVES CERDA	Dominical	0,00%
DON SEBASTIAN ESCARRER JAUME	Dominical	0,00%
DON GABRIEL ESCARRER JAUME	Ejecutivo	0,00%
DON FRANCISCO JAVIER CAMPO GARCIA	Independiente	0,00%
DON LUIS M <sup>a</sup> DIAZ DE BUSTAMENTE TERMINEL	Independiente	0,00%
HOTELES MALLORQUINES CONSOLIDADOS, S. A	Dominical	26,06%

Fuente: Informe remuneración de los consejeros Meliá Hotels

### 3.7 Accionariado

El accionariado de una empresa lo conforma los titulares de las acciones de la empresa. En el caso de Meliá Hotels las acciones son de un único tipo, por lo tanto, cada acción lleva aparejada un derecho de voto.

El capital de Meliá Hotels International está compuesto por 229.700.000 acciones de 0,2 euros de nominal. El *Free Float*<sup>4</sup> de la empresa es de un 49,12%.

En lo que respecta a la composición del accionariado, en la tabla 3 podemos observar los 10 mayores accionistas que hay en la empresa (con fecha de febrero de 2017). Tal y como se puede apreciar, el mayor accionista con más del 50% de acciones y por lo tanto quien tiene el control de la empresa es el socio fundador. Por otro lado, los demás inversores son principalmente fondos de inversión.

*Tabla 3. Composición de los principales accionistas en la empresa*

Position	Investor Name	Latest Filing Date	% O/S	Position
1	Escarrer Julia (Gabriel & Family)	2016-07-08	50,54 %	116,09M
2	Norges Bank Investment Management (NBIM)	2017-02-13	2,86%	6,57M
3	DNCA Investments	2016-10-31	1,26%	2,89M
4	Santander Asset Management	2016-06-30	1,06%	2,42M
5	The Vanguard Group, Inc.	2016-12-31	0,98%	2,25M
6	Rothschild et Cie Gestion	2016-10-31	0,83%	1,90M
7	Pictet Asset Management Ltd.	2016-09-30	0,81%	1,86M
8	Dimensional Fund Advisors, L.P.	2016-11-30	0,79%	1,82M
9	CPR Asset Management	2016-11-30	0,73%	1,67M
10	Allianz Global Investors GmbH	2016-12-31	0,67%	1,53M

Fuente: Reuters

### 3.8 Análisis de los estados financieros

En este punto se va a analizar los aspectos más destacados de las cuentas anuales de la empresa. Para ello, en anexo 1 se encuentra recogido el balance según la masa patrimonial periodo que comprende 2010-2016.

<sup>4</sup> El Free Float de una empresa representa el número de acciones que es susceptible de ser negociado en bolsa y que no está en manos de socios mayoritarios o en directivos de la empresa.

Entre los aspectos a destacar del balance encontramos:

- La partida de inmovilizado material tiene una gran importancia dentro del balance. Concretamente, esta partida supone para el año 2016 el 51,5% del total del activo; o el 66,5% del activo no corriente. La importancia de dicha partida parece lógica ya que en ella se encuentra la cuenta de construcciones la cual tiene una gran importancia por los hoteles en propiedad. Otro aspecto importante a destacar es que el 50% del activo corriente corresponde a efectivo y similares.
- Respecto a cómo se financia la empresa, se puede observar que a cierre del año 2016 la empresa tenía un total de un 47,5% de recursos propios frente a un 52,5% de recursos ajenos. Del pasivo, el 51% corresponde a largo plazo. Dentro del pasivo no corriente, la cuenta más importante es la de deudas con entidades de créditos la cual supone el 65% del pasivo no corriente. Del pasivo corriente, la cuenta más importante es la de acreedores con un 53,4%.
- Respecto a las Necesidades Operativas de Fondos (en adelante NOF), las cuales son las inversiones que la empresa tiene que hacer en activo corriente al ser incapaz de ser financiado por su pasivo espontáneo<sup>5</sup>, la empresa en la actualidad se encuentra con una situación en la cual es capaz de financiar su activo corriente mediante sus acreedores, por lo tanto, su NOF es negativo. En concreto, el valor en el año 2016 alcanzado por las NOF ascendió a -150 millones de euros. La tendencia sin embargo es decreciente ya que la partida de acreedores crece en mayor proporción que las cuentas de caja y similares, existencias y cuentas por cobrar. Es importante destacar que se ha considerado la caja como no operativa para el cálculo de las NOF como consecuencia de ser una actividad donde el diferimiento del pago por parte de los clientes es mínimo.

---

<sup>5</sup> Pasivo corriente el cual se genera mediante el ciclo normal de explotación de la empresa y el cual no tiene un coste.

Tabla 4. Necesidades Operativas de Fondos y su evolución

	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
<b>NOF</b>	-150.800	-61.396	2.807	31.190	100.585	99.415	31.327
<b>Variación anual</b>	145,62%	-2287,25%	-91,00%	-68,99%	1,18%	217,35%	-

Fuente: Elaboración propia

- La empresa en el año 2013 realizó una reestructuración de la deuda y realizó una emisión de bonos convertibles por valor de 200 millones a cinco años.

En lo referente al estudio de la liquidez y la solvencia de la empresa, en la siguiente tabla se encuentra recogido una serie de ratios.

Tabla 5. Principales ratios del análisis de la Solvencia y la Liquidez de la empresa

<b>De equilibrio financiero</b>	2016	2015	2014
Garantía (Activo total/ Pasivo)	1,91	1,71	1,65
Corriente (Activo Corriente/ Pasivo Corriente)	0,89	0,85	0,93
Prueba ácida (Disponible + Realizable) /Pasivo Corriente	0,81	0,76	0,84
Tesorería (Disponible /Pasivo Corriente)	0,43	0,40	0,44

Fuente: Elaboración propia

En lo referente al análisis de la solvencia y la liquidez de la empresa, si se analiza la ratio de Garantía, la cual hace referencia a la solvencia de la empresa a largo plazo, se observa que la empresa tiene suficientes activos para poder hacer frente a las obligaciones por financiación externa ya que por cada euro que debe, en activos se dispone 1,91 euros.

Si se analiza la liquidez de la empresa, se observa que su pasivo corriente es superior a su activo corriente. Por lo que a corto plazo sus activos no son suficientes para hacer frente a su deuda a corto. Esto se ve reflejado en la ratio Corriente donde se obtiene resultados menores a 1. Sin embargo, la mayoría de sus activos corrientes son de un alto grado de liquidez tal y como muestran los ratios de la Prueba Ácida y de tesorería.

En la tabla 6 se observa las principales ratios que hacen referencia a las ratios que estudian el endeudamiento de la empresa.

*Tabla 6. Principales ratios sobre el análisis del endeudamiento*

De endeudamiento	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Endeudamiento total (Pasivo Total/Patrimonio Neto)	1,10	1,41	1,54	1,93	2,00	1,98	2,04
Endeudamiento a LP (Pasivo No corriente / Patrimonio Neto)	0,56	0,74	0,94	1,15	1,10	1,27	1,30
Endeudamiento CP (Pasivo Corriente / Patrimonio Neto)	0,54	0,66	0,61	0,79	0,90	0,71	0,74
Endeudamiento con Coste (1) ((Deuda bancaria+Bonos)/Patrimonio Neto)	0,58	0,85	1,04	1,40	1,26	1,28	1,26
Endeudamiento con Coste (2) ((Deuda bancaria+Bonos)/ Pasivo total)	0,53	0,60	0,68	0,73	0,63	0,64	0,62
Calidad de la Deuda (Pasivo Corriente / Pasivo total)	0,49	0,47	0,39	0,41	0,45	0,36	0,36
Capacidad de devolución de la deuda con coste( (Deuda Bancaria + Bonos) / Recursos generados)	4,27	6,59	10,28	85,37	10,58	10,30	9,58

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales

Tal y como se puede observar, la empresa ha ido reduciendo progresivamente su endeudamiento, especialmente desde el año 2013 que es cuando llevó a cabo una reestructuración en la empresa respecto a la deuda. Del total de la deuda, el 49% corresponde a corto plazo y el 51% restante a largo plazo. Sin embargo, con los recursos que genera la empresa actualmente tardaría en pagar su deuda 6,6 años.

Si se analiza la deuda con lo que le pertenece a la empresa, los recursos propios, se puede observar que por cada euro del patrimonio neto se debe 1,1 euros. Es decir, el pasivo tiene un peso ligeramente mayor que los recursos propios en la financiación de la empresa; aunque ambas cifras están muy próximas. Si se analizan los números en función del vencimiento, se obtiene que, por cada euro de la empresa, se debe 0,56 euros a largo plazo y 0,54 a corto plazo.

Es importante destacar que la empresa, durante el ejercicio correspondiente al 2016, realizó una amortización anticipada de bonos por valor de 250 millones de euros. Esta operación lleva aparejada una ampliación de capital como consecuencia de tratarse de bonos convertibles en acciones la cual se llevó a cabo durante el segundo trimestre del ejercicio.

En lo que respecta a la rentabilidad de la empresa, en la siguiente tabla encontramos las principales ratios para poder analizar los aspectos relacionados con la rentabilidad de la empresa.

*Tabla 7. Principales ratios para analizar la rentabilidad*

<b>Análisis de la rentabilidad</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
<b>ROA (Return On Assets)</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,2%</b>	<b>4,1%</b>	<b>5,2%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,2%</b>
Margen (EBIT / Ingresos por ventas)	9,7%	9,4%	8,8%	12,8%	11,7%	11,2%	11,3%
Rotación Activo (Ingresos por ventas/ Activo)	54,9%	55,0%	46,5%	40,3%	39,3%	39,6%	36,9%
<b>ROE (Return On Equity)</b>	<b>11%</b>	<b>12%</b>	<b>10%</b>	<b>15%</b>	<b>14%</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>
Margen (EBIT / Ingresos por ventas)	9,7%	9,4%	8,8%	12,8%	11,7%	11,2%	11,3%
Rotación Activo (Ingresos por ventas/ Activo)	54,9%	55,0%	46,5%	40,3%	39,3%	39,6%	36,9%
Apalancamiento	2,10	2,41	2,54	2,93	3,00	2,98	3,04
<b>ROCE (Return On Capital Employed)</b>	<b>6,63%</b>	<b>6,33%</b>	<b>4,70%</b>	<b>6,04%</b>	<b>4,91%</b>	<b>4,55%</b>	<b>4,00%</b>
<b>ROS</b>	<b>5,70%</b>	<b>2,33%</b>	<b>2,13%</b>	<b>-5,39%</b>	<b>3,09%</b>	<b>3,14%</b>	<b>4,16%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales

Tal y como se puede observar, el rendimiento que se le saca a los activos es de un 5,3%. Este dato lo podemos obtener al multiplicar el margen por la rotación del activo. Respecto al margen, se sitúa en un 9,7; cifra inferior a la registrada años atrás. Sin embargo, la rotación de los activos ha ido aumentando durante los últimos años hasta situarse en un 55% en 2015 y 2016. Gracias a esta mejora, la ratio ROA se ha visto beneficiado experimentando una tendencia alcista durante los últimos años hasta alcanzar 5,3% en el 2016.

Si se analiza la rentabilidad de los accionistas, se observa que el resultado es ligeramente inferior a los de años atrás como consecuencia de la reducción del endeudamiento; y por consiguiente el efecto del apalancamiento es inferior al de años atrás.

Por otro lado, se encuentra el ROCE, que mide la rentabilidad de la empresa en función del capital empleado. Para ello su fórmula se realiza mediante el cociente entre el EBIT multiplicado por  $1-T$ , donde  $T$  es la tasa impositiva, y dividido entre el capital empleado; donde el capital empleado es la suma del Inmovilizado Neto y las NOF. De esta forma se puede ver cuánto dinero obtiene la empresa después de impuestos, en función del capital que emplea.

Por lo tanto, la empresa obtiene 6,63 euros por cada 100 euros que emplea. La tendencia del ROCE es alcista durante los últimos años.

Respecto al ROS (Return On Sales), se observa que el margen que dejan las ventas al beneficio neto es prácticamente igual respecto al año anterior. Sin embargo, estas cifras están por debajo de las conseguidas en años anteriores.

Puesto que se trata de una empresa hotelera, es interesante analizar otras ratios exclusivamente del sector hotelero. Un ejemplo de estas ratios puede ser el RevPAR el cual mide los ingresos obtenidos por habitación disponible. En la siguiente tabla se muestra el valor del RevPar desde el año 2010.

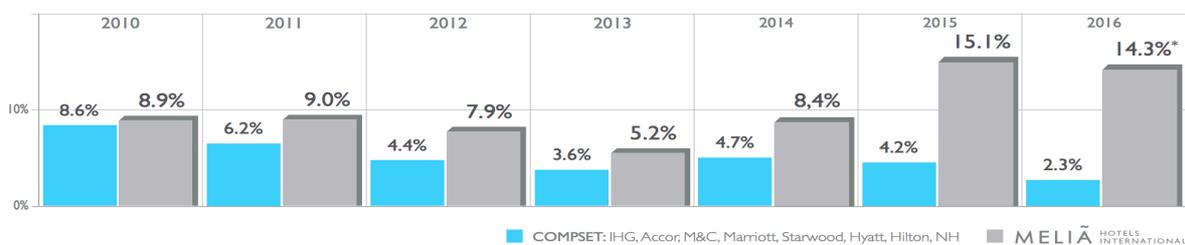
Tabla 8. RevPar de la empresa para los negocios de hoteles propios y alquilados

	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
<b>RevPar</b>	85,04	74,40	64,60	59,17	56,10	51,66	47,02
<b>Variación</b>	14,30%	15,10%	8,40%	5,20%	7,90%	9%	8,90%
<b>Media</b>	9,83%						

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales

Tal y como se muestra, el RevPar ha tenido una tendencia alcista desde el año 2010 hasta alcanzar en el año 2016 85,04 euros por habitación disponible. Si calculamos la media de las variaciones anuales, se obtiene que de media ha crecido un 9,83%. Esta tendencia es muy significativa, ya que el crecimiento en su RevPar es superior al de su competencia tal y como muestra la siguiente

Ilustración 4. Evolución del RevPAR de Meliá Hotels y sus principales competidores.



Fuente: Presentación Meliá Hotels International 2017

Como se puede observar, la evolución del RevPAR para los hoteles propios y alquilados ha aumentado durante todos los años analizados y a una mayor tasa que la de sus competidores. La tendencia de Meliá es a crecer cada vez más sus ingresos por habitación disponible y la de sus competidores también crece, pero esta tasa de crecimiento es cada vez menor para estos últimos.

A continuación, se va a analizar la cuenta de Pérdidas y Ganancias de la empresa desde el año 2010 hasta el año 2016 que se encuentra en el anexo número 2. Los principales aspectos que se destacan de la cuenta de resultados de la empresa son:

- Los ingresos son estables y tienen una tendencia alcista. En concreto, si analizamos las variaciones y realizamos la media, la tasa de crecimiento anual medio es de 6%.
- Al igual que los ingresos aumentan, los gastos también, pero en menor proporción que los ingresos. Esto hace posible que tanto el EBITDAR como el EBITDA de la compañía aumente.
- El EBIT de la compañía aumenta también con los años, experimentando una bajada tras la reestructuración de 2013 para en el año 2016 recuperarse.
- La evolución de los gastos de financiación bancaria es alcista entre el periodo 2010-2013; para reducirse desde esa fecha hasta niveles de 42 millones en el año 2016.
- De los 42,120 millones de euros pagados en intereses, corresponde 13,203 millones al pago en intereses de títulos en los mercados de capitales (como los bonos) y 28,917 millones de euros a intereses pagados en concepto de préstamos bancarios

#### 4. Valoración de la empresa

En este punto se va a realizar la valoración de la empresa mediante los dos métodos mencionados en los puntos anteriores, descuento de flujos de caja y comparables. Para ello se va a realizar primeramente el método de valoración de descuento de flujo y posteriormente el método de valoración de comparables.

## 4.1 Valoración por descuento de flujos

Tal y como se ha analizado en el punto 2.1, este método de valoración trata de determinar el valor actual de un activo en función de los flujos de caja que va a generar en el futuro la compañía.

Por lo tanto, para la correcta valoración mediante el descuento de flujos de caja es preciso calcular los flujos de caja futuros, así como determinados parámetros para poder realizar la valoración. Entre los parámetros que se deben analizar se encuentran el coste de la deuda ( $K_d$ ) y la rentabilidad exigida por los accionistas ( $K_e$ ) para determinar el WACC de la compañía. Sin embargo, no son los únicos parámetros a estimar ya que también se debe calcular la tasa de crecimiento a perpetuidad a fin de determinar un valor residual de la empresa.

### 4.1.1 Estimación de los parámetros

En este apartado se va a valorar los parámetros necesarios para llevar a cabo la valoración. Primeramente, se va a comenzar los parámetros necesarios para calcular el WACC de la compañía; por lo que se va a comenzar estimando la rentabilidad exigida por los accionistas y el coste de la deuda.

#### **Coste Promedio Ponderado del Capital (WACC)**

Tal y como indica Pablo Fernández, el WACC no es ni un coste ni una rentabilidad exigida, es la media ponderada del coste y de la rentabilidad esperada. Por lo que es tan solo el tipo al cual el descuento de los flujos libres debe ser descontados para obtener el mismo valor en la valoración a través del método del Equity Cash Flow descontado a la rentabilidad exigida por los accionistas ( $k_e$ ). (Fernández, 2011)

En concreto, si se recuerda del punto 2.1, la fórmula del WACC tiene la siguiente forma:

$$WACC = \frac{k_d * (1 - t) * RRAA}{\text{Recursos Totales}} + \frac{k_e * RRPP}{\text{Recursos Totales}}$$

Donde:

- $K_d$ = Coste de la deuda

- T = Tasa impositiva
- RRAA = Recursos ajenos con coste a valor de mercado
- Ke= Coste de los recursos propios
- RRPP= Recursos propios
- Recursos totales = Suma de recursos ajenos y propios.

Por lo tanto, se va a analizar primeramente el Coste de la Deuda, para ello se va a extraer los datos del informe de resultados anual correspondiente al año 2016.

En la tabla 9 se tiene los datos más relevantes para calcular el coste de la deuda de la empresa

*Tabla 9. Deuda e Intereses pagados por Meliá Hotels*

(en miles de euros)	2016	Peso 2026	2015
<b>Deuda Bancaria</b>	821.900	90%	779.271
<b>Deuda valores emitidos</b>	87.300	10%	338.141
<b>Intereses pagados valores emitidos</b>	13.203		
<b>Intereses pagados préstamos con bancos</b>	28.917		

Fuente: Elaboración Propia a partir de las cuentas anuales de Meliá Hotels

A partir de la tabla 9, se puede observar que el 90% de la deuda en 2016 corresponde con deuda bancaria y el 10% a deuda de valores emitidos en el mercado. Tal y como se analizó en el punto sobre la deuda, la reducción de los valores emitidos en 2016 se debe a la amortización anticipada de bonos convertibles.

Para calcular el tipo medio pagado a las entidades bancarias, se puede calcular el cociente entre el interés pagado por los préstamos bancarios y el saldo medio de endeudamiento bancario; para ello se tomará el saldo a principio de año y a final y se dividirá entre 2. Para ello cabe destacar que el saldo a principio del año 2016 es el mismo que el saldo que al final de 2015. Por lo tanto, se tiene todos los datos para realizar el cálculo:

$$\text{Coste Medio Bancario} = \frac{28.917}{(821.900 + 779.271)/2} = 3,6\%$$

Para determinar el coste medio de los intereses pagados por los valores emitidos se va a calcular de la misma forma ya que a fecha de mayo de 2017 aún no están disponibles las cuentas de 2016 de Meliá Hotels para analizar sus pasivos en las notas técnicas. Por lo tanto:

$$\text{Coste Medio Valores Emitidos} = \frac{13.203}{(87.300 + 338.141)/2} = 6,2\%$$

Ahora para calcular el tipo medio de la deuda con coste, es decir, la financiera y la de los valores emitidos; se va a multiplicar los tipos correspondientes por su peso en balance. De tal modo que se obtiene que de media el coste de los recursos ajenos con entidades bancarias y valores emitidos es de 3,86%.

$$\text{Coste Medio Deuda} = 3,6\% \times 90\% + 6,2\% \times 10\% = 3,86\%$$

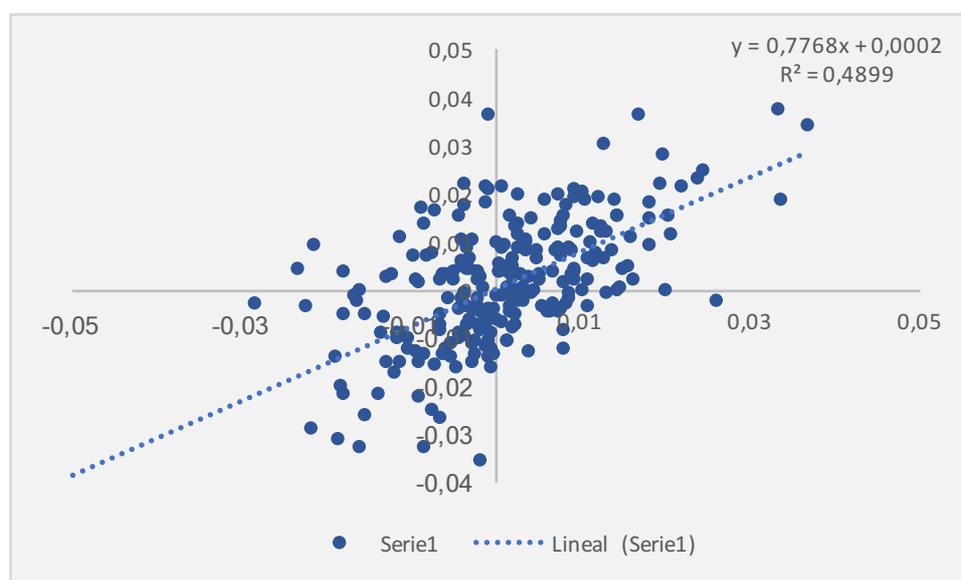
Respecto a la rentabilidad requerida por los accionistas, se ha procedido a calcular mediante los dos métodos descritos en el punto 2.1.2 correspondiente al WACC.

Mediante el modelo de Gordon Shapiro, que se obtiene mediante la fórmula explicada en el punto correspondiente se obtiene que el pago del próximo dividendo es de 0,1315 euros por acción. Por otro lado, se puede obtener la tasa de crecimiento al multiplicar la tasa de retención por el ROE de la empresa, según los datos de la compañía el ROE del año 2016 es 11% y la tasa de retención de los resultados se obtiene a partir de la ratio payout. Para Meliá, esta ratio se sitúa para el año 2016 en 29,35%; Por lo que se queda en la empresa será 1 menos lo que sale (que es la ratio Pay out) con lo que se obtiene 70,65%. Por lo tanto, si se realiza el cálculo a través del precio actual (13,23 euros) se obtiene que:

$$K_e = \frac{0,1315}{13,23} + 11\% \times 70,65\% = 8,93\%$$

En el caso del cálculo mediante el modelo CAPM, hay que calcular primeramente la beta de la empresa respecto a la del mercado. En este caso el índice de referencia es el IBEX 35 que es en el cual la empresa cotiza. Si se computa el cálculo de la recta de regresión de Meliá respecto al Ibex, se obtiene la pendiente la cual representa la beta de la empresa, como se mueve respecto al índice

*Ilustración 5. Calculo de la Beta de Meliá Hotels mediante la recta de regresión*



Fuente: Elaboración propia

Tal y como se puede observar en la ilustración número 5, a partir de una serie de datos de 250 cotizaciones, la beta de la empresa corresponde a 0,78; por lo que se espera que los movimientos de la empresa se muevan en el mismo sentido que el índice y en menor grado al tratarse de una beta inferior a 1. Dicho resultado se ha visto confirmado al realizar también la comprobación de los resultados al realizar la beta con 500,750 y 1000 cotizaciones respectivamente obteniéndose resultados similares a las 250 escogidas.

Por lo tanto, una vez extraído la beta de la empresa y conociendo que la rentabilidad del bono español a 10 años es de 1,6% y que la rentabilidad del Ibex anual durante los últimos 4 años corresponde a un 10% cada año, se puede obtener la rentabilidad exigida por los accionistas.

Tabla 10. Tabla resumen con los datos del CAPM para el cálculo de la Ke

<b>Risk Free</b>	1,62%
<b>Rentabilidad Ibex</b>	10%
<b>Beta</b>	0,78
<b>Ke</b>	8,16%

Fuente: Elaboración propia

$$K_e = \text{Risk Free} + \text{beta} * (\text{R}_m - \text{R}_f)$$

$$K_e = 1,62\% + 0,78 * (10\% - 1,62\%) = 8,16\%$$

Por lo tanto, se puede observar que por ambos métodos se obtiene un valor de la rentabilidad exigida por los accionistas parecido, siendo mayor mediante el modelo de Gordon Saphiro que mediante el CAPM. Para realizar la valoración de Meliá Hotels se va a utilizar como ke la obtenida por el segundo método, modelo CAPM, ya que es el más utilizado en la práctica para calcular la rentabilidad exigida por los accionistas.

Una vez se dispone del coste de la deuda y de la rentabilidad exigida por los accionistas, hay que determinar el peso de ambas. Para ello, hay que determinarlo según el valor de mercado del equity y del valor de la deuda financiera. Para hallar el valor del equity, basta con multiplicar el número de acciones por el precio de la cotización, con lo que se obtiene 3.038,9 millones de euros tal y como se muestra en la tabla 11. Respecto al valor de la deuda financiera neta, hay que coger el valor de mercado de dicha deuda y sustraerle la caja no operativa de la empresa, en dicho caso determinamos que el valor de efectivo y equivalente corresponde en su totalidad a caja no operativa. De este modo, se obtiene un valor de la deuda financiera neta de 542,4 millones de euros.

Tabla 11. Tabla resumen con datos de Meliá Hotels

<b>Precio por acción</b>	13,23
<b>Número de acciones</b>	229.700
<b>Equity Mercado</b>	3.038.931
<b>Deuda financiera neta</b>	542.400

Fuente: Elaboración propia con datos de la propia compañía y datos de Meliá Hotels en bolsa

Por lo tanto, una vez se obtiene los datos del valor del equity y de la deuda, se puede obtener los pesos correspondientes:

$$\text{Peso del equity: } \frac{3.038.931}{(542.400 + 3.038.931)} = 85\%$$

$$\text{Peso de la deuda: } \frac{542.400}{(542.400 + 3.038.931)} = 15\%$$

Obtenido todos los datos necesarios para el cálculo del WACC, se procede a calcular dicho valor:

$$\text{WACC} = \frac{k_d * (1 - t) * \text{RRAA}}{\text{Recursos Totales}} + \frac{k_e * \text{RRPP}}{\text{Recursos Totales}}$$

$$\text{WACC} = 3,86\% * (1 - 0,25) * 0,15 + 8,93\% = 8,02\%$$

Por lo tanto, la tasa de descuento de los flujos de caja libres que se obtengan se debe descontar al 8,02%; que es el coste promedio del capital de la empresa.

### **Proyecciones financieras**

Para realizar la valoración mediante descuento de flujos de caja se necesita realizar proyecciones en relación a las cuentas clave de la empresa para determinar cuánto es capaz de generar la empresa en el futuro. Para ello se va a distinguir entre cuenta de resultados, inversiones en bienes de capitales o CAPEX, Necesidades Operativas de Fondos (NOF).

## Cuenta de Resultados

Respecto a las proyecciones financieras de la cuenta de resultados, se han realizado estimaciones de variaciones principales que afecta a la cuenta del EBIT. Para realizar dichas estimaciones se ha tenido en cuenta tanto el pasado de la empresa, como la estrategia que quiere desarrollar y el entorno macroeconómico. Tal y como se ha analizado en puntos anteriores, la tendencia de la empresa según sus cuentas anuales es a crecer, y según estudios como el realizado por BBVA con fecha de abril de 2017 indican que el PIB español crecería para 2017 un 3%. Sin embargo, puesto que la empresa está en crecimiento, se considera que va a crecer más que el PIB debido a la expansión que está teniendo. También según su estrategia, se ha tenido en cuenta para los costes y la amortización, ya que la empresa ha establecido la digitalización como un pilar de su estrategia y también un modelo de negocio el cual sea bajo en capital. Ambas ayudarán a reducir gastos y, por lo tanto, a mejorar los márgenes de la compañía.

En la siguiente tabla se encuentra las proyecciones realizadas para la empresa Meliá Hotels para un periodo de 5 años.

*Tabla 12. Proyecciones financieras de la cuenta de resultados de la empresa Meliá Hotels para el periodo 2017-2021*

PROYECCIONES FINANCIERAS						
P&G						
(en miles de euros)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
<b>Ingresos</b>						
Crecimiento %		4,00%	6,00%	8,00%	6,50%	3,20%
<b>Ingresos Operativos</b>	1.805.500	1.877.720	1.990.383	2.149.614	2.289.339	2.362.598
<b>Coste Crecimiento</b>						
%		4,20%	4,5%	6,00%	4,50%	3,10%
coste	-1.356.200	-1.413.160	-1.492.297	-1.581.835	-1.653.018	-1.704.261
<b>EBITDAR</b>	449.300	464.560	498.086	567.779	636.321	658.336
<b>Arrendamientos</b>						
Crecimiento %		1,90%	2,13%	2,54%	2,40%	1,70%
Arrendamientos	-163.700	-166.810	-170.363	-174.691	-178.883	-181.924
<b>EBITDA</b>	-285.600	297.749	327.722	393.088	457.438	476.412

Amortizaciones						
Crecimiento %		2,50%	3%	3,70%	1,10%	0,50%
Amortizaciones y deterioros	-109.800	-112.545	-115.921	-120.210	-121.533	-122.140
<b>EBIT</b>	175.700	185.204	211.801	272.878	335.905	354.272

Fuente: Elaboración Propia

### Inversiones en CAPEX

Tal y como se ha indicado posteriormente, la empresa tiene como objetivo el crecer mediante un uso de capital lo más bajo posible. Sin embargo, la tendencia en inversiones en CAPEX durante los últimos años es a incrementarse, experimentando durante el año 2016 un aumento muy superior al de años anteriores al incrementarse un 115% respecto al año 2015. Puesto que la empresa tenía como objetivo crecer la expansión internacional (y lo sigue siendo), se va a considerar que las inversiones en CAPEX van a ser parecidas a las registradas durante el pasado año, 2016, o incluso inferiores como consecuencia de haberse expandido a un gran número de países durante los pasados años, por lo que no es necesario realizar tantas inversiones en abrir nuevos hoteles. En el siguiente gráfico se muestran las inversiones en CAPEX que se espera que realice la empresa para los próximos 5 años.

*Tabla 13. Previsiones financieras sobre las inversiones en CAPEX durante el periodo 2017-2021(en millones de €)*

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Tasa de crecimiento		12,0%	4,0%	-16,0%	-15,0%	-5,0%
<b>Inversiones en CAPEX</b>	138	154,56	160,74	135,02	114,77	109,03

Fuente: Elaboración Propia

Tal y como se puede observar, las inversiones realizadas por la empresa son mayores en los años más recientes ya que son los años que según la estrategia adoptada por la empresa, debe invertir para posicionarse

adecuadamente en los países donde opera o quiere operar. Por lo tanto, los últimos años las inversiones realizadas por la empresa son menores debido a que hay una menor necesidad de acometer inversiones por parte de la empresa. Sin embargo, se entiende que la empresa va a seguir incrementando su presencia en algunos países, así como remodelar los hoteles existentes.

### Necesidades Operativas de Fondos (NOF)

En relación a las Necesidades Operativas de Fondos, se ha analizado las distintas partidas que afectan al cálculo de las NOF, analizando las tendencias de las mismas para así determinar su valor esperado futuro. En la tabla 14 se encuentra recogida las previsiones para las NOF, así como su variación durante los años de estudio.

*Tabla 14. Previsiones financieras sobre las inversiones en NOF durante el periodo 2017-2021(en millones de €)*

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Tasa de Crecimiento %		9,00%	7,20%	6,00%	4,00%	1,75%
Existencias	64.000	69.760,00	74.782,72	79.269,68	82.440,47	83.883,18
Tasa de Crecimiento %		7%	5,00%	3,50%	2,14%	1,00%
Cuentas a cobrar	236.000	252.520,00	265.146,00	274.426,11	280.298,83	283.101,82
Tasa de Crecimiento %		2%	1,25%	0,77%	0,70%	0,50%
cuentas a pagar	450.800	459.816,00	465.563,70	469.148,54	472.432,58	474.794,74
<b>NOF</b>	<b>-150.800</b>	<b>-137.536</b>	<b>-125.635</b>	<b>-115.453</b>	<b>-109.693</b>	<b>-107.810</b>
Variación en NOF		-13.264	-11.901	-10.182	-5.759	-1.884

Fuente: Elaboración Propia

Tal y como se puede observar, las proyecciones analizadas sugieren que las NOF se van a ir incrementando como consecuencia de un incremento en el balance debido a las inversiones acometidas por Meliá Hotels para expandirse. Dichas estimaciones se realizan en un contexto bajo el cual se prevé que durante los años más próximos al actual, el crecimiento va a ser mayor como

consecuencia de una mayor inversión en CAPEX acometida por la empresa que poco a poco va a ir reduciéndose la cantidad invertida, pero que aún seguirá siendo importante ya que no solo se está teniendo en cuenta la compra o construcción de nuevos hoteles, si no que la remodelación de los existentes y mejora de los mismos.

Por lo tanto, una vez que se obtienen las Necesidades Operativas de Fondos, hay que determinar las variaciones de un año a otro para así poder analizar si la empresa debe financiar los incrementos de las NOF o si por lo contrario se reduce y por lo tanto la empresa no solo no tiene que financiar, si no que libera capital lo que hace aumentar los flujos de caja de la empresa.

#### 4.1.2 Valoración de la compañía

Una vez que se tiene calculado todas las estimaciones que afectan a los flujos de caja libre, calculamos todos los flujos de caja libre para cada año. En la siguiente tabla se encuentra recogido dicho cálculo.

*Tabla 15. Calculo de los flujos libre de caja*

Valoración						
( en miles de €)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
<b>EBIT</b>	175.700,00	185.204,30	211.801,11	272.877,60	335.905,03	354.271,64
Tipo Impositivo x EBIT		46.301,08	52.950,28	68.219,40	83.976,26	88.567,91
<b>NOPAT</b>		138.903,23	158.850,83	204.658,20	251.928,77	265.703,73
Amortización		112.545,00	115.921,35	120.210,44	121.532,75	122.140,42
CAPEX		-154.560,00	-160.742,40	-135.023,62	-114.770,07	-109.031,57
Inversión/Desinversión en NOF		-13.264	-11.901	-10.182	-5.759	-1.884
<b>Total</b>		83.624,22	102.128,76	179.662,79	252.931,99	276.929,04
Valor residual						5.347.893,95
<b>Total Cash Flow</b>		83.624,22	102.128,76	179.662,79	252.931,99	5.624.822,99

Fuente: Elaboración Propia

Para realizar la valoración, se parte de la partida de los Beneficios antes de Impuestos e Intereses, que corresponde con el EBIT. Una vez se tiene, hay que restarle los impuestos correspondientes, por ello se realiza el EBIT por el tipo impositivo aplicado a las empresas, correspondiente al 25%. El EBIT menos

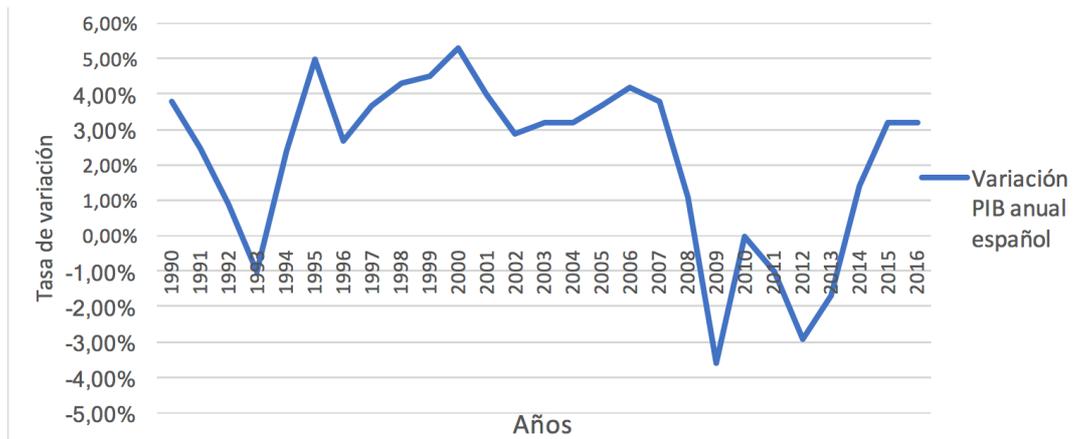
los impuestos se le denomina NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*), el cuál es el beneficio operativo neto después de impuestos.

Una vez se obtiene el NOPAT, hay que restarle los gastos que no son un flujo de cada, como es el caso de la amortización, y restarle la inversión realizada en CAPEX en el año y finalmente se debe sumar o restar, dependiendo de si hay que realizar inversiones en NOF o no, las variaciones en NOF. En dicho caso se observa que dichas variaciones en NOF son negativas, por lo que es necesario financiar dicha inversión y por ello hay que restarlo, contribuyendo de manera negativa al flujo de caja libre del año en cuestión. Sin embargo, como consecuencia de una mayor estabilización al crecimiento durante los últimos años estimados, la cantidad a financiar de las Necesidades Operativas de Fondos se va reduciendo poco a poco hasta llegar al año 2021 a cerca de 2 millones de euros frente a los 13 millones de 2017.

Por lo tanto, si se suma o se resta (dependiendo de la partida) se obtiene los flujos de caja libre para cada año. Sin embargo, dichos flujos de caja solo representan 5 años de la empresa, cuando se supone que la vida de la empresa va a ser infinita y que va a estar generando flujos de caja. Es por ello que con el valor residual se intenta recoger ese valor a perpetuidad de la empresa. Tal y como se comentó en el apartado correspondiente al valor residual, hay que determinar el valor de la  $g$ , el cual debe ser la tendencia del PIB del país según Damodaran (1994).

En este caso, para determinar el valor esperado de la  $g$  para la empresa se ha obtenido las tasas de variación anual del PIB español desde el año 1990 hasta el año 2016. En el siguiente gráfico se encuentra reflejado la evolución del PIB anual de España.

Ilustración 6. Evolución de la tasa de crecimiento del PIB español desde 1990



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de datosmacro.com

Tal y como se observa, desde el año 93 España tuvo un gran crecimiento de su economía hasta la explosión de la burbuja inmobiliaria en el 2008 donde se registra caída en el PIB. Desde el año 2013/2014 la economía española parece recuperarse de la crisis, tal y como se observa el crecimiento del PIB español durante dichos años. En el año 2016, la economía española creció un 3,2%; sin embargo, dicha tasa de crecimiento no la consideramos que pueda ser la tendencia a largo plazo para la tasa de crecimiento. Por ello se ha considerado una tasa de 2,7% ya que la empresa tiene expectativas de crecimiento, al estar en un sector en crecimiento durante los últimos años. Si dicha empresa se hubiera estado en otro sector más maduro, dicha tasa de crecimiento se hubiera reducido.

Por lo tanto, una vez se tiene todos los datos necesarios para realizar el cálculo del valor residual, se obtiene que:

$$VR = \frac{272.464,09 * (1 + 0,027)}{0,0802 - 0,027} = 5.261.669,42 \text{ miles de } \text{€}$$

Por lo tanto, una vez se obtienen los flujos de caja totales, se deben actualizar al año 0, debido al valor temporal del dinero que hace que 1€ hoy valga más que 1€ en el futuro. La tasa de descuento que se aplica es el WACC calculado con posterioridad que se trata de 8,02%. Por lo tanto, si se actualiza

todos los flujos de caja libre se obtiene que el Valor Actual Neto (VAN) es de 4.318.239.440,19 euros. Sin embargo, este valor no es el valor de la empresa ya que hay que sustraer el valor de la deuda financiera neta que asciende a 542.400.000 euros, ya que consideramos que la caja de la empresa es no operativa. Por lo que si se sustrae el valor de la deuda financiera obtenemos que el valor de la empresa es de 3.775.839.440,19 euros.

Si este valor lo dividimos entre el número de acciones que tiene la empresa, se obtiene un valor de 16,44 €/acción; lo cual confiere un potencial a la acción de 22,86% ya que en el mercado se encuentra en torno a 13,38 €/acción. En la siguiente tabla se encuentra recogida un resumen de los números expuestos con anterioridad.

*Tabla 16. Resultados obtenidos de la valoración por descuento de flujos de caja libre*

<b>Valor Actual Neto</b>	4.318.239.440,19 €		
<b>Deuda Neta</b>	542.400.000,00 €		
<b>Valoración</b>	3.775.839.440,19 €	<b>T</b>	25%
		<b>g</b>	2,7%
		<b>wacc</b>	8,02%
<b>Número de acciones</b>	229.700.000		
<b>Precio por acción</b>	16,44		
<b>Precio actual</b>	13,38		
<b>Diferencia</b>	22,86%		

Fuente: Elaboración Propia

#### 4.1.3 Análisis de Sensibilidad

Como consecuencia de que en proyecto de valoración hay distintas variables críticas que pueden afectar en gran medida a la valoración de la compañía, se va a realizar un análisis de sensibilidad respecto a dos de los parámetros que más influyen en las valoraciones de las empresas tal y como son la tasa de crecimiento de la compañía a perpetuidad y también del Coste Medio Ponderado del Capital (WACC). En la siguiente tabla que se muestra, se realiza el análisis de sensibilidad incrementando o disminuyendo la tasa de crecimiento y el WACC, el resultado obtenido reflejado en la tabla es la valoración de la compañía dependiendo del dato en cada caso.

Tabla 17. Tabla resumen sobre la valoración de la compañía ante cambios en el WACC o la tasa de crecimiento

		Tasa de Crecimiento		
		2%	2,70%	3,20%
WACC	10%	2.290,09	2.516,81	2.707,33
	8%	3.330,94	3.775,84	4.172,78
	6%	5.462,42	6.625,66	7.812,64

Fuente: Elaboración propia

Tal y como puede observarse, en el medio se obtiene el valor esperado de la valoración ya que se ha realizado con los parámetros esperados. Conforme sube la tasa de crecimiento, se observa que el proyecto se hace cada vez más rentable. Por el contrario, si el valor del WACC se hace cada vez mayor, la valoración se ve afectada en gran medida. En la siguiente tabla se recoge el análisis de sensibilidad respecto al valor esperado de la valoración.

Tabla 18. Cambios porcentuales en la valoración respecto al valor esperado ante cambios en el WACC y la tasa de crecimiento

		Tasa de Crecimiento		
		2%	2,70%	3,20%
WACC	10%	-39%	-33%	-28%
	8%	-12%	0%	11%
	6%	45%	75%	107%

Fuente: Elaboración propia

De esta forma, se puede observar que si la tasa de crecimiento pasa del 2,7% al 3,2%; la valoración se incrementa un 11% respecto a la valoración esperada. Si pasa lo contrario pasando al 2%, dicha valoración se vería mermada un 12%. Más importantes son los incrementos o los decrementos del WACC, ya que su variación afecta en mayor medida a la valoración de la empresa. En el caso de que el WACC de la compañía pase del 8,02% al 10%, la valoración de la compañía se reduciría en un 33% respecto al valor obtenido de la valoración. Por el contrario, si el WACC se reduce pasando al 6%, el valor de la compañía se incrementaría un 75%, lo que significaría un cambio muy significativo en la valoración de Meliá Hotels. Si se une el efecto de bajada de WACC y subida de tasa de crecimiento, el valor esperado incluso llegaría a duplicar el valor estimado de la compañía. En el supuesto de que ocurra lo contrario y el WACC se incremente y la tasa de crecimiento se reduzca, la valoración obtenida se vería afectada corrigiendo su valor en un 39% menos.

#### 4.1.4 Análisis de escenarios

En referencia a que el análisis de sensibilidad solo deja ver la sensibilidad de la valoración respecto a dos variables, se va a realizar un análisis de escenarios para determinar cómo se vería afectada la valoración en el caso de que las predicciones no se den, y por lo tanto estas pudieran cambiar a mejor o a peor. Para ver cómo estas variables pueden afectar a la valoración, se va a realizar dicho análisis cambiando datos estimados como el crecimiento en los ingresos o partidas de balance como las existencias o cuentas a cobrar y a pagar, las cuales afectan a las NOF de la compañía y por lo tanto a las inversiones que hay que realizar en ellas. También entre las variables que se va a ver afectadas es el WACC y la tasa de crecimiento a perpetuidad. En concreto, en el escenario pesimista, se espera que el WACC ascienda hasta 9% debido a una subida de tipos por el Banco Central Europeo y la tasa de crecimiento se reduce hasta el 2,5%. También se ven afectadas tasas de crecimiento como la de los ingresos, inversiones en CAPEX u otras partidas de balance que afecta a las NOF, incrementándose o disminuyendo 1 o 2 puntos porcentuales.

En el escenario positivo, las variables afectadas son las mismas que en el caso pesimista. En el caso del WACC, se reducía hasta 7,75% y la tasa de

crecimiento pasa a ser 2,9% a perpetuidad. En este caso también se ven afectadas partidas de balance, ingresos y de inversiones en CAPEX. En la siguiente tabla se encuentra recogido los datos obtenidos con el análisis de escenarios realizado.

*Tabla 19. Tabla resumen sobre los resultados obtenidos del análisis de escenarios*

(en miles de €)	<b>Pesimista</b>	<b>Esperado</b>	<b>Positivo</b>
<b>Valoración de la compañía</b>	1.823,00	3.775,84	4.194,38
<b>Precio por acción</b>	7,94	16,48	18,26
<b>Diferencia respecto a la Capitalización</b>	-41%	23%	36%

Fuente: Elaboración propia

Tal y como puede observarse en la tabla, en el escenario pesimista la valoración de la compañía arroja un resultado inferior al de la cotización actual, lo cual indicaría que la Meliá Hotels está sobrevalorada. Por el contrario, si se diera el caso del escenario positivo se observa que la valoración de la empresa se situaría un 36% por encima de la actual capitalización bursátil, ofreciendo así una oportunidad de inversión.

## 4.2 Valoración por múltiplos

En relación a la valoración por múltiplos, primero se va a determinar cuáles son las empresas que se van a utilizar para poder calcular los ratios y así poder realizar la valoración mediante dichos ratios. En concreto, se va a utilizar las mismas compañías con las que la propia compañía se compara. De este modo, se utiliza las empresas con las empresas que realmente compite en el mercado y las que pueden afectar a su negocio. Las empresas en cuestión son:

- **IHG (Intercontinental Hotel Group)**

Es una compañía del sector hotelero inglesa y cotiza en el FTSE 100, la cual cuenta con una gran variedad de marcas entre las que se encuentran Kimpton, InterContinental o Holiday Inn. El grupo cuenta con un total de 767.000 habitaciones a fecha de cierre del año 2016, donde el 64% se

encuentran en América, un 14% en Europa, un 10% en AMEA (Asia Middle East Africa) y un 12% en China. Respecto algunos datos financieros del grupo, los ingresos del ejercicio 2016 ascienden a 1.715 millones de dólares. Respecto al beneficio operativo del grupo, la cifra es de 678 millones de dólares.

- **Accor**

Accor es un grupo hotelero francés que cotiza en el mercado Euronext Paris, el cual opera bajo 20 marcas que abordan tanto un sector de clase alta o Premium hasta hoteles económicos. Está presente en 95 países y cuenta con 4.500 hoteles. Respecto a datos de carácter financiero, la empresa durante el ejercicio 2016 contó con unos ingresos de 5,631 millones de euros

- **M&C (Millennium & Copthorne Hotels)**

Millennium & Copthorne Hotels es el operador del grupo hotelero de Millennium, Copthorne y Kingsgate, el cual tiene su sede en Londres y cotiza en la bolsa de Londres de 1996. Respecto a los ingresos del grupo, durante el año 2016 la cifra de negocio ascendió a 926 millones de libras.

- **Marriot**

Marriot es una cadena de hoteles americana especializada en el sector de lujo, el cual cuenta con 6.000 hoteles en 122 países y cotiza en la bolsa americana, en concreto dentro del índice NASDAQ. El ingreso durante el último año fiscal fue de 17.000 millones de dólares americanos. Esta empresa lleva siendo dirigida por la familia Marriot por cerca de 90 años. A finales del año pasado, la cadena se fusionó con Starwood, al aceptar esta última la oferta por 12.145,58 millones de euros por parte de Marriot. El grupo en cuestión sumará un total de 30 marcas y más de 5.700 hoteles, los cuales sumaran 1,1 millones de habitaciones.

- **Hilton**

Hilton es una cadena hotelera fundada en 1919 que cotiza en la bolsa de Nueva York, la cual cuenta con 4.920 propiedades que hacen un total de

804.000 habitaciones en 104 países distintos bajo el nombre de 14 marcas distintas. Algunas de estas marcas es la propia Hilton o en el sector del lujo con Conrad. Respecto a datos financieros, la compañía obtiene unos ingresos de \$11,663 millones de dólares y un EBITDA ajustado de \$2,975 millones de dólares.

- **NH hotels**

NH hoteles es un grupo hotelero español el cual opera bajo 4 marcas para dar un servicio más personalizado dependiendo del sector y cotiza en la bolsa de Madrid. Se fundó en el año 1978. La compañía tiene un total de 379 hoteles que corresponden 58.479 habitaciones en 29 países. En relación a datos económicos, los ingresos financieros son 1.474,6 millones de euros y el beneficio neto asciende a 30,8 millones de euros.

Tal y como se analizó en el apartado correspondiente, las ratios que se van a emplear para realizar la valoración de la compañía son el EV/EBITDA, EV/EBIT, múltiplos de PER y el Price to Book Value (P/B). En la siguiente tabla se encuentra recogido los principales datos para poder realizar la valoración por comparables. La fuente de dichos datos corresponde tanto al Broker de Caixabank y también de las cuentas anuales de la empresa en cuestión.

*Tabla 20. Datos de las distintas compañías para realizar la valoración por comparables*

(en millones)	IHG	ACCOR	M&C	MARRIOT	HILTON	NH
<b>Deuda financiera</b>	1.715,00	1.590,00	700,00	7.890,00	5.660,00	680,00
<b>Capitalización</b>	8.479,09	12.350,00	1.524,33	42.100,00	22.163,00	1.921,00
<b>EBITDA</b>	803,00	1.182,30	240,00	3.160,00	1.880,00	226,00
<b>EBIT</b>	707,00	820,00	170,00	2.450,00	1.340,00	120,00
<b>NET PROFIT</b>	417,00	520,00	101,00	1.541,50	546,00	53,00
<b>Valor en libros</b>	-759,00	5925	3.170,00	5.357,00	5.849,00	1.156
<b>PER</b>	28,30	23,62	16,31	27,31	37,24	36,63
<b>P/B</b>	-11,17	2,08	0,48	7,86	3,79	1,66

Fuente: Datos obtenidos de las cuentas anuales de las propias anuales y del bróker de Caixabank

	IHG	ACCOR	M&C	MARRIOT	HILTON	NH
<b>Ev</b>	10.194,09	13.940,00	2.224,33	49.990,00	27.823,00	2.601,00
<b>P/B</b>	-11,17139657	2,08	0,48	7,86	3,79	1,66

Tal y como se puede observar con los datos obtenidos, el PER de las distintas es bastante diferente, siendo el de M&C el más bajo de todos. Por otro lado, el más elevado es el de Hilton, lo cual puede ser síntoma de que se está pagando más por cada euro de beneficio respecto a sus competidoras como una posible consecuencia de las expectativas.

Respecto al precio/valor contable, se observa también gran discrepancia. Dicha ratio se realiza como el cociente entre la capitalización bursátil de la compañía y el valor del Patrimonio Neto. En el caso de IHG, sale un valor negativo como consecuencia de tener un valor contable negativo debido a una partida de provisiones la cual es de una gran cantidad y hace que sea negativo durante el ejercicio 2016. Es por ello que al ser negativo se va a descartar para realizar la media de las ratios, para posteriormente realizar la valoración. Por otro lado, se encuentra que el valor más elevado corresponde a hoteles Marriot.

Para realizar la valoración por comparables, es necesario realizar el cálculo del Enterprise Value (EV), el cual puede obtenerse como el valor de la capitalización bursátil más la suma de la deuda financiera neta.

A continuación, se encuentra recogido las ratios necesarias para realizar la valoración de la compañía. Tal y como se puede observar, se ha realizado una media del valor de la ratio obtenido de las distintas empresas. De esta forma, se obtiene una ratio medio del sector. Tal y como se ha dicho con anterioridad, para el precio/valor contable no se tiene en cuenta el valor de IHG como consecuencia de su valor patrimonial negativo.

Tabla 21. Ratios financieras de las distintas compañías comparables

	IHG	ACCOR	M&C	MARRIOT	HILTON	NH	Media
<b>EV/EBITDA</b>	12,70	11,79	9,27	15,82	14,80	11,51	<b>12,65</b>
<b>EV/EBIT</b>	14,42	17,00	13,08	20,40	20,76	21,68	<b>17,89</b>
<b>PER</b>	28,30	23,62	16,31	27,31	37,24	36,63	<b>28,24</b>
<b>Precio/Valor contable</b>	-11,17	2,08	0,48	7,86	3,79	1,66	<b>3,18</b>

Fuente: Elaboración propia

Una vez se tiene recogido los datos necesarios y se ha realizado el cálculo de las ratios a emplear, se necesita aplicarlos a los datos de la compañía objetivo, que en este caso es Meliá Hotels. En concreto los datos necesarios para realizar la valoración se encuentran en la siguiente tabla:

Tabla 22. Datos sobre Meliá Hotels para la valoración por comparables

<b>Datos Meliá</b>	
EBITDA	285,60
EBIT	175,70
Bº neto	102,90
Valor contable	1.563,60
Deuda financiera neta	542,40

Fuente: Cuentas anuales de la propia compañía y elaboración propia

En primer lugar, se va a realizar la valoración mediante la ratio EV/EBITDA. Para determinar el valor de la compañía mediante este método, se multiplica la ratio medio del EV/EBITDA obtenido anteriormente (el 12,65) por el EBITDA de la compañía; al resultado obtenido se le sustrae la deuda financiera neta de la compañía que a fecha de finales de 2016 asciende a 542,4 millones de euros con lo que se obtiene que el valor de la compañía mediante la ratio EV/EBITDA es de 3.069,56 millones de euros. Esta cantidad si se compara con el valor actual de capitalización bursátil de la compañía de 3.073 millones, se observa que el valor obtenido mediante esta ratio se acerca al valor actual de la

compañía. Por lo tanto, se podría decir que Meliá Hotels está correctamente valorada si se realiza la valoración de EV/EBITDA.

$$\text{Valoración ratio } \frac{EV}{EBITDA} = 12,65 \times 285,6 - 542,4 = 3070,44 \text{ Millones de } \text{€}$$

Si la valoración se realiza mediante la ratio EV/EBIT, el proceso a seguir es el mismo que en el caso anterior, es decir, se le multiplica por la ratio correspondiente que en este caso es 17,89 y luego se le sustrae la deuda financiera neta. Esta operación arroja un resultado de 2.601,04 millones de euros. Por lo que, si se compara con la capitalización bursátil actual, hay una diferencia de un 15% entre ambas. Por lo que, si se realiza la valoración mediante dicho método, se diría que la compañía se haya sobrevalorada en un 15%, una cantidad que arrojaría una recomendación de venta sobre la misma.

$$\text{Valoración ratio } \frac{EV}{EBIT} = 17,89 \times 175,7 - 542,4 = 2601 \text{ Millones de } \text{€}$$

En relación a la valoración mediante la ratio PER (Price Earnings Ratio), el valor estimado de la compañía se realiza mediante la multiplicación de la ratio PER medio calculada con anterioridad por los beneficios netos de la compañía. Mediante este método, se valora la compañía a través de pagar X veces el beneficio que obtiene, en este caso X sería 28,24 y el beneficio neto de la compañía para el periodo fiscal del 2016 es de 102,9 millones de euros. Por lo tanto, el valor de la empresa sería de 2.905,9 millones de euros, cantidad cercana al valor de mercado actual (mayo 2017) con una diferencia de 5,46%.

$$\text{Valoración múltiplo de PER: } 102,9 \text{ M€} \times 28,24 = 2.905,9 \text{ M€}$$

Por último, en referencia a la valoración de Meliá Hotels mediante la ratio de Precio/ Valor contable hay que calcular primeramente la ratio a través de los competidores, tarea realizada con anterioridad, y se multiplica por el valor

contable de la empresa, que corresponde con la cantidad de Patrimonio Neto de la compañía que asciende a 1.563,6 millones de euros. Por lo tanto, si se multiplica la cantidad de Recursos Propios por la ratio 3,18 se obtiene que la empresa debería valer 4.972 millones de euros. Una cantidad muy superior a lo que actualmente está en el mercado, lo que supondría un potencial de revalorización del 61,5%.

$$\text{Valoración ratio} \frac{\text{Precio}}{\text{Valor Contable}} : 1563.6 \times 3,18 = 4972,25 \text{ millones de } \text{€}$$

En la siguiente tabla, se encuentra resumido los valores obtenidos de la valoración de Meliá Hotels mediante el uso de comparables, así como las diferencias que valoración respecto a la capitalización bursátil actual de la compañía.

*Tabla 23. Cuadro resumen sobre los resultados obtenidos con la valoración por comparables*

	Valoración	Diferencias respecto Valor actual
<b>EBITDA</b>	3.069,56	-0,12%
<b>EBIT</b>	2.601,04	-15,37%
<b>PER</b>	2.905,45	-5,46%
<b>P/B</b>	4.964,51	61,53%

Fuente: Elaboración propia

Tal y como se puede observar en la tabla, el método que arrojaría una fuerte recomendación de compra sería el del Precio Valor Contable (P/B), con un potencial de subida de un 61,53%. Sin embargo, esta ratio presenta serias limitaciones ya que por ejemplo en el balance no recoge el valor de la marca de la compañía o también diferencias en los modelos de contabilidad, US GAAP frente a IFRS, puede arrojar distintos valores contables y por lo tanto afectar a la valoración. Por el contrario, uno de los métodos conllevaría una recomendación de mantener, al valorar la compañía igual que el mercado. Por otro lado, 2 de los métodos utilizados indican una recomendación de venta al determinar que el valor de la empresa es inferior al valor actual en bolsa, confiriendo un potencial de bajada de 5,46% mediante la ratio PER y 15,37% mediante el método de EV/EBITDA.

## 5. Conclusiones

Para concluir dicho trabajo, al principio se establecía que el objetivo de dicho trabajo era analizar Meliá Hotels para valorar la compañía y así determinar si se encuentra sobrevalorada, infravalorada o se encuentra valorada correctamente por el mercado.

Tras los resultados obtenidos por las distintas valoraciones, se observa que el descuento de flujos de caja libre y la ratio precio valor contable son los dos modelos que indican que la empresa está infravalorada y por lo tanto que habría que lanzar una recomendación de compra. Por otro lado, las distintas ratios utilizadas para valorar la compañía por comparables arrojaban o bien mantener o vender. Sin embargo, a pesar de estos resultados. Considero que el método que refleja de forma más fiel el valor de una compañía es el del valor de descuento de flujos de caja libre, por lo que va a ser el que se use para tomar la decisión sobre la compra o no de las acciones de Meliá Hotels.

Por lo tanto, ante los resultados obtenidos y ya explicados en dicho trabajo, al ofrecer un potencial de revalorización de 23,19% respecto a la actual cotización de la empresa, la recomendación sería comprar o sobre ponderar las acciones de Meliá Hotels debido a las buenas expectativas de crecimiento apoyado por un crecimiento del sector turístico no solo en España, si no a nivel internacional.

## 6. Bibliografía

Basu, S. 1977. "Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis." *Journal of Finance*, vol. 32, no. 3:663–682.

BLANCO PASCUAL, L. et al. (2007). Valoración de empresas por Descuento de Flujos de Caja: Proyección de ratios y estimación del valor terminal por múltiplos.

Block, S. 1999. "A Study of Financial Analysts: Practice and Theory." *Financial Analysts Journal*, vol. 55, no. 4:86–95.

CABALLER MELLADO, VICENTE (1998): Métodos de Valoración de empresas, Ediciones Pirámide S.A

COPELAND, KOLLER Y MURRIN: Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies (3er. Ed). Ed. McKinsey Company.

DAMODARAN, ASWAHT (1984-2006): Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance, Ediciones Wiley Finance Series (second edition).

Dreman, D. 1977. *Psychology of the Stock Market*. New York: AMACOM.

Cristina Badenes & José M<sup>a</sup> Santos, 1999. *Introducción a la valoración de empresas por el método de los múltiplos de compañías comparables*. s.l.:IESE-Universidad de Navarra.

Fama, E., and K. French. 1995. "Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns." *Journal of Finance*, vol. 50, no. 1:131–155.

FERNÁNDEZ, PABLO (2008): Guía rápida de valoración de empresas, Ediciones Gestión 2000. <http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0771.pdf>

FERNÁNDEZ, P. (1999). Introducción a la Valoración de Empresas por el Método de los múltiplos de compañías comparables. Universidad de Navarra.

Fernández, P. (2011). *WACC: Definition, Misconceptions and errors*. Universidad de Navarra

Gordon, Myron J. (1962). *The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation*. Homewood, IL: R. D. Irwin.

Hosteltur,s.f.[Enlínea]

Available at: [https://www.hosteltur.com/120039\\_produccion-turistica-espana-supera-241000-m.html](https://www.hosteltur.com/120039_produccion-turistica-espana-supera-241000-m.html)

Informe Estrategia Meliá Hotels, 2015

Lucas, A. G. (2000). Fundamentos de valoración de empresas.

MASCAREÑAS, JUAN (2005): Fusiones y adquisiciones de empresas (4ª Edición). Ed. McGraw-Hill. Madrid, 2005.

McWilliams, J. 1966. "Prices, Earnings and P-E Ratios." *Financial Analysts Journal*, vol. 22, no. 3:137.

Miller, P., and E. Widmann. 1966. "Price Performance Outlook for High & Low P/E Stocks." *1966 Stock & Bond Issue, Commercial & Financial Chronicle*: 26–28.

Nicholson, S. 1968. "Price Ratios in Relation to Investment Results." *Financial Analysts Journal*, vol. 24, no. 1:105–109.

Organización Mundial del Turismo OMT, 2017. *El turismo internacional mantiene un crecimiento sostenido pese a las dificultades*. [En línea]  
Available at: <http://www2.unwto.org/es/press-release/2017-01-17/el-turismo-internacional-mantiene-un-crecimiento-sostenido-pese-las-dificul>

VIÑOLAS, Piere y ADSERÀ, Xavier (1997). Principios de valoración de empresas, Ediciones Deusto S.A

**Nota bibliografía:** Toda la información que hace referencia a las cuentas anuales de la compañía se ha obtenido de las memorias de Meliá Hotels desde el año 2010 al 2015. Dicha información puede consultarse en la siguiente dirección web:

<http://www.meliahotelsinternational.com/es/accionistas-e-inversores/informacion-financiera/informes-anuales>

En lo referente al año 2016, se ha obtenido la información financiera a través de la Información Pública Periódica que debe emitir la empresa al mercado. Dicha información se puede encontrar en la siguiente dirección web:

<http://www.meliahotelsinternational.com/es/accionistas-e-inversores/informacion-financiera/informes-trimestrales>

# ANEXO

## ANEXO 1. Balance Meliá Hotels

(en miles de euros)	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>							
Fondo de comercio	60.800	61.036	35.532	33.717	18.970	19.077	19.221
Inmovilizado material	1.693.400	1.578.997	1.665.047	1.614.992	1.766.815	1.818.992	2.061.965
Inversiones inmobiliarias	141.100	139.091	132.960	136.423	149.524	135.358	135.505
Otros activos no corrientes	645.200	640.562	668.177	678.923	631.034	515.393	350.043
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>2.540.600</b>	<b>2.419.686</b>	<b>2.501.716</b>	<b>2.464.055</b>	<b>2.566.343</b>	<b>2.488.820</b>	<b>2.566.734</b>
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>							
Existencias	64.000	81.460	72.273	63.358	88.476	89.090	90.112
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	236.000	254.488	249.170	260.612	309.397	314.045	249.657
Efectivo y otros medios líquidos equivalentes	366.800	348.617	337.277	436.942	468.346	439.508	462.511
Otros activos corrientes	81.100	58.778	55.736	169.212	36.075	37.718	20.758
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>747.800</b>	<b>743.343</b>	<b>714.456</b>	<b>930.124</b>	<b>902.294</b>	<b>880.361</b>	<b>823.038</b>
<b>Total Activo</b>	<b>3.288.400</b>	<b>3.163.029</b>	<b>3.216.172</b>	<b>3.394.179</b>	<b>3.468.637</b>	<b>3.369.181</b>	<b>3.389.772</b>

<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Capital suscrito	45.900	39.811	39.811	36.955	36.955	36.955	36.955
Prima de emisión	1.121.100	877.318	865.213	698.102	696.364	696.377	758.180
Reservas	342.600	296.796	316.025	343.980	352.760	297.962	234.563
Otros fondos propios	53.900	100.624	46.936	77.544	70.750	98.577	86.247
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>1.563.600</b>	<b>1.314.549</b>	<b>1.267.985</b>	<b>1.156.581</b>	<b>1.156.829</b>	<b>1.129.871</b>	<b>1.115.945</b>
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>							
Obligaciones y otros valores negociables	47.800	223.129	313.967	304.377	275.027	281.967	273.816
Deudas con entidades de crédito	570.900	494.859	652.502	799.644	564.161	756.883	765.264
Otros pasivos no corrientes	262.700	256.696	219.912	221.242	430.200	400.671	410.643
<b>TOTAL PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>881.400</b>	<b>974.684</b>	<b>1.186.381</b>	<b>1.325.263</b>	<b>1.269.388</b>	<b>1.439.521</b>	<b>1.449.723</b>
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>							
Obligaciones y otros valores negociables	39.500	115.012	3.746	190.644	1.079	384	384
Deudas con entidades de crédito	251.000	284.412	351.063	327.614	622.131	403.014	370.631
Acreeedores comerciales y otras cuentas a pagar	450.800	397.344	318.636	292.780	297.288	303.720	308.442
Otros pasivos corrientes	102.100	77.028	94.328	101.296	121.924	92.671	144.647
<b>TOTAL PASIVO CORRIENTE</b>	<b>843.400</b>	<b>873.796</b>	<b>767.773</b>	<b>912.334</b>	<b>1.042.422</b>	<b>799.789</b>	<b>824.104</b>
<b>Total Pasivo</b>	<b>1.724.800</b>	<b>1.848.480</b>	<b>1.954.154</b>	<b>2.237.597</b>	<b>2.311.810</b>	<b>2.239.310</b>	<b>2.273.827</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO</b>	<b>3.288.400</b>	<b>3.163.029</b>	<b>3.216.172</b>	<b>3.394.179</b>	<b>3.468.637</b>	<b>3.369.181</b>	<b>3.389.772</b>

## ANEXO 2. Cuenta de Pérdidas y Ganancias Meliá Hotels.

<b>P&amp;G</b>							
(en miles de euros)	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
<b>Ingresos Operativos</b>	1.805.500	1.738.207	1.494.993	1.368.677	1.362.396	1.335.322	1.250.741
Consumos	-222.800	-214.823	-188.446	-174.490	-164.652	-156.171	-145.551
Gastos de personal	-489.700	-463.321	-437.785	-388.279	-392.802	-410.754	-396.477
otros gastos	-643.700	-623.253	-515.566	-459.481	-452.353	-423.307	-381.451
<b>EBITDAR</b>	449.300	436.810	353.196	346.427	352.589	345.090	327.262
Arrendamientos	-163.700	-143.733	-125.707	-105.719	-103.096	-99.331	-91.924
<b>EBITDA</b>	285.600	293.077	227.489	240.708	249.493	245.759	235.338
Amortizaciones y deterioros	-109.800	-129.130	-96.664	-92.738	-96.121	-97.984	-95.184
Reestructuraciones				-3.978			
Diferencia Negativa de Consolidación				30.860	5.981	1.327	1.692
<b>EBIT</b>	175.700	163.947	130.825	174.852	159.353	149.102	141.847
Resultado cambiario	4.700	10.409	24.649	-24.138	-7.613	-11.617	-7.069
Financiación bancaria	-42.100	-70.708	-107.102	-111.644	-89.945	-71.268	-66.855
Otros gastos financieros				-10.935	-12.549	-12.263	-11.912

Otros resultados financieros	7.700	1.756	17.631	-43.038	26.276	7.456	19.115
<b>Resultado financiero</b>	-29.700	-58.543	-64.822	-189.755	-83.831	-87.693	-66.720
<b>Resultado de entidades valoradas por el método de la participación</b>	1.600	-3.787	-9.189	-15.536	-16.488	-10.316	-11.188
<b>Resultado antes de impuestos</b>	147.600	101.617	56.814	-30.439	59.034	51.093	63.938
Impuesto sobre ganancias	-44.600	-61.103	-24.951	-9.045	-16.940	-9.111	-11.942
<b>Resultado actividades que continúan</b>				-39.484			
Resultado actividades interrumpidas				-34.252			
<b>Resultado consolidado</b>	102.900	40.514	31.863	-73.736	42.094	41.982	51.996