



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

# **VALORACIÓN Y POSIBLE FUSIÓN O ADQUISICIÓN DE MELIÁ HOTELS INTERNATIONAL: UNA SOLUCIÓN ANTE EL IMPACTO DE LA COVID-19 EN LA COMPAÑÍA**

Clave: 201602261

MADRID | abril 2021

## **RESUMEN**

Este Trabajo de Fin de Grado analiza la validez de una hipótesis inicial: la adquisición o absorción (fusión) de Meliá Hotels International por un tercero como posible solución para mitigar el impacto de la COVID-19 en los resultados económicos de la compañía. Con este objetivo, se ha desarrollado un estudio teórico del método de descuento de flujos de caja y del método de valoración por comparables. Asimismo, se han aplicado los distintos métodos de valoración al caso de Meliá Hotels International. Por otra parte, se ha profundizado sobre el funcionamiento de las fusiones y adquisiciones para concluir si crean valor y si existen motivos suficientes para justificar una operación de estas características. Después, se ha presentado la propuesta de este trabajo: la oferta de venta de Meliá Hotels International. Teniendo en cuenta la valoración realizada y el estudio de las fusiones y adquisiciones, se han seleccionado varias empresas que al adquirir o al fusionarse con Meliá Hotels International pueden crear valor, mitigando así el impacto de la COVID-19 en los resultados de la cadena hotelera.

**PALABRAS CLAVE:** *métodos de valoración, descuento de flujos de caja, coste del capital, empresas comparables, precio objetivo, fusión, adquisición, motivos, creación de valor, posibles compradores, potenciales sinergias.*

## **ABSTRACT**

This Final Degree Project studies the validity of an initial hypothesis: the acquisition or takeover (merger) of Meliá Hotels International by a third party as a solution to lessen the impact of COVID-19 on the company's financial results. To this end, a theoretical study of both the discounted cash flow method and the comparables valuation method has been carried out. Likewise, the valuation methods were applied to the case of Meliá Hotels International. On the other hand, an in-depth study was made of the functioning of mergers and acquisitions to find out whether these operations create value and whether there are sufficient reasons to justify an operation of these characteristics. Afterwards, the proposal of this work was presented: to offer Meliá Hotels International to the market. Considering the valuation and the study of mergers and acquisitions carried out, several companies have been selected. These companies, by acquiring or merging with Meliá Hotels International, can create value and, thus, alleviate the impact of COVID-19 on the results of the company.

**KEY WORDS:** *valuation methods, discounted cash flow, cost of capital, comparable companies, target price, merger, acquisition, motives, value creation, potential buyers, potential synergies.*

## ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN.....	6
1.1. Objetivos .....	7
1.2. Metodología.....	7
2. VALORACIÓN DETALLADA DE MELIÁ HOTELS INTERNATIONAL POR EL MÉTODO DE DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA.....	10
2.1. Los flujos de caja libres.....	11
2.1.1. Planteamiento teórico.....	11
2.1.2. La aplicación al caso de Meliá Hotels International .....	12
2.2. El coste del capital. Planteamiento teórico y aplicación al caso de Meliá Hotels International .....	17
2.2.1. Estimación de la estructura de capital .....	18
2.2.2. Estimación del coste de la deuda .....	19
2.2.3. Estimación del coste de las acciones ordinarias.....	20
2.3. La estimación del valor residual .....	25
2.3.1. Planteamiento teórico.....	25
2.3.2. La aplicación al caso de Meliá Hotels International .....	27
2.4. El valor de la empresa y el valor de los fondos propios.....	29
2.4.1. Planteamiento teórico.....	29
2.4.2. Aplicación al caso de Meliá Hotels International .....	31
3. VALORACIÓN DETALLADA DE MELIÁ HOTELS INTERNATIONAL POR EL MÉTODO DE VALORACIÓN POR COMPARABLES.....	33
3.1. La identificación de empresas comparables y del sector.....	35
3.2. Elección de las ratios financieras y cálculo de una estimación inicial del valor .....	36
3.2.1. Valor de la Empresa / Ventas (VE/Ventas) .....	36
3.2.2. Valor de la Empresa / Beneficio antes de amortización, intereses e impuestos (VE/EBIT).....	37
3.2.4. La rentabilidad por dividendo y el precio de mercado de la acción.....	39
3.2.5. Precio de mercado de la acción / Beneficio Por Acción (PER) .....	41
3.3. Perfeccionamiento de la estimación inicial .....	43
4. LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS .....	45
4.1. Concepto de fusiones y adquisiciones.....	45
4.2. Motivos para plantear las fusiones y adquisiciones .....	45
4.2.1. Aumento de los ingresos .....	49
4.2.2. Reducción de Costes .....	49
4.2.3. Ganancias fiscales .....	50
4.2.4. Disminución de necesidades de capital .....	52

4.3. Datos empíricos sobre la creación de valor en las fusiones y adquisiciones. Distintas perspectivas .....	52
4.4. Financiación de la fusión (absorción) o adquisición.....	53
5. ESTUDIO DE UNA OPERACIÓN DE FUSIÓN O ADQUISICIÓN DE MELIÁ HOTELS INTERNATIONAL.....	55
5.1. Análisis del sector turístico y de Meliá Hotels Internacional ante la crisis generada por la COVID-19.....	55
5.1.1. El sector turístico tras el impacto de la COVID-19.....	55
5.1.2. Meliá Hotels Internacional tras el impacto de la COVID-19.....	57
5.2. Propuesta de fusión o adquisición de Meliá Hotels International para paliar el impacto de la COVID-19.....	60
5.2.1. La fusión o adquisición de Meliá Hotels International.....	60
5.2.2. Motivos para plantear la fusión o adquisición de Meliá Hotels International .....	60
5.2.3. Datos empíricos para justificar la fusión o adquisición de Meliá Hotels International .....	61
5.2.4. Financiación de la fusión o adquisición de Meliá Hotels International.....	61
5.2.5. El proceso de fusión y adquisición de Meliá Hotels International: selección de los posibles compradores .....	62
6. CONCLUSIONES.....	66
7. BIBLIOGRAFÍA.....	69

## ÍNDICE DE ABREVIATURAS

**BS:** *Balance de Situación*

**BPA:** *Beneficio Por Acción*

**CC:** *Capital Circulante*

**CMPC o WACC:** *Coste Medio Ponderado del Capital*

**CCAA:** *Cuentas Anuales Consolidadas*

**DFC:** *Método de Descuento de Flujos de Caja*

**EBITDA:** *Beneficio antes de Amortización, Intereses e Impuestos*

**EBIT:** *Beneficio antes de Intereses e Impuestos*

**FCL:** *Flujos de Caja Libres*

**FMI:** *Fondo Monetario Internacional*

**FFPP:** *Fondos propios*

**F&A:** *Fusiones y/o Adquisiciones, Fusión y/o Adquisición*

**MHI o Meliá:** *Meliá Hotels International S.A.*

**OPA:** *Oferta Pública de Adquisición*

**PyG:** *Cuenta de Pérdidas y Ganancias*

**PIB:** *Producto Interior Bruto*

**PER o P/E:** *ratio Precio-Beneficio*

**TFG:** *Trabajo de Fin de Grado*

**VAN:** *Valor Actual Neto*

**VE:** *Valor de la empresa*

# 1. INTRODUCCIÓN

Como consecuencia de mi interés en las asignaturas de finanzas estudiadas en ICADE y desde mi intercambio académico en Estados Unidos (McCombs School of Business, University of Texas at Austin), he desarrollado un creciente interés en el mundo financiero, con especial atracción hacia la valoración de activos financieros y el estudio de las fusiones y/o adquisiciones de empresas (en adelante, F&A). A raíz de ello, he decidido enfocar mi Trabajo de Fin de Grado (en adelante, TFG) en las fusiones y adquisiciones empresariales, que revisten una serie de consecuencias económicas muy relevantes en el mercado español, la implicación de servicios profesionales de carácter financiero, contable y jurídico.

La situación provocada por el COVID-19 ha generado además efectos económicos adversos en la economía española a tener en cuenta. El sector turístico y, en particular, el sector hotelero se ha visto gravemente perjudicados por la pandemia. Asimismo, el pronóstico de la actividad del año 2021 plantea un escenario muy complejo para las grandes cadenas hoteleras, con importantes reducciones de ingresos y de ocupación de los establecimientos.

Las pérdidas sufridas por el sector podrían verse reducidas con el planteamiento de operaciones de consolidación empresarial. Las fusiones y adquisiciones empresariales en el sector hotelero pueden crear valor y permitir afrontar momentos económicos de baja ocupación hotelera, al disminuir los costes y generar sinergias. En este Trabajo de Fin de Grado plantearé el estudio teórico y práctico en relación con el caso concreto de Meliá Hotels International (en adelante, MHI o Meliá), de los principales métodos de valoración existentes y las futuras y potenciales sinergias planteadas en un hipotético caso de adquisición o absorción (fusión).

Utilizando este marco teórico, se valorará MHI por los distintos métodos de valoración financiera, lo que permitirá observar si su cotización bursátil y, por ende, su valoración a mercado, es adecuada y, si fuese aconsejable, plantear una posible adquisición o absorción (fusión) para reducir las pérdidas que afronta la compañía. Posteriormente, se realizará un estudio del sector hotelero y de MHI, con los posibles compradores y las posibles sinergias de una operación de estas características. Finalmente, se obtendrán una serie de conclusiones sobre la conveniencia o no de llevar a cabo una operación de adquisición o absorción (fusión) por parte de un tercero.

## **1.1. Objetivos**

El estudio de los métodos de valoración de la potencial adquisición o absorción (fusión) de Meliá Hotels International S.A. y futuras sinergias con los posibles compradores ofrece la oportunidad de plantear una serie de objetivos para este Trabajo de Fin de Grado.

El objetivo fundamental es analizar las posibles consecuencias y efectos de una operación de adquisición o absorción (fusión) para mejorar la situación actual de MHI. Para la consecución de este objetivo, se plantearán una serie de objetivos parciales.

Se realizará un estudio teórico de la creación de valor, de las sinergias y de los riesgos asociados a los procesos de fusiones y adquisiciones. Los procesos de F&A tienen una gran relevancia económica en el mercado español y es por ello por lo que una de las metas de este TFG consiste en abordar su funcionamiento, estructura, desarrollo y consecuencias.

Asimismo, es conveniente realizar una investigación de los principales métodos de valoración más utilizados en la actualidad por los analistas financieros. El objetivo consiste en revisar los principales métodos de valoración de empresas y proyectos, fundamentales para poder abordar cualquier fusión o adquisición de índole empresarial.

Además, este análisis teórico tendrá su contraposición práctica con el estudio del sector hotelero y examen de Meliá Hotels International y la aplicación de los principales métodos de valoración en la coyuntura actual de la compañía. Así, se llevará a cabo un análisis práctico de los distintos métodos de valoración planteados para el caso de MHI.

Finalmente, se plantearán los potenciales compradores y las posibles sinergias de una operación de estas características. De esta forma, será posible observar la conveniencia y los efectos de una adquisición o absorción (fusión) en el sector hotelero y en concreto en el caso de Meliá Hotels International.

## **1.2. Metodología**

El Trabajo de Fin de Grado se desarrollará siguiendo un enfoque deductivo. Así, se partirá de una hipótesis inicial: la adquisición o absorción (fusión) de Meliá Hotels International por un tercero es una posible solución para mitigar el impacto de la COVID-19 en los resultados económicos de la compañía.

Para ello, se realizará un análisis general sobre los procesos de F&A y de los distintos métodos de valoración. Además, se procederá a la aplicación de los distintos métodos de valoración al caso particular de Meliá Hotels International. Este análisis práctico permitirá obtener una serie de conclusiones sobre los resultados obtenidos que, a su vez, serán útiles para confirmar o refutar la hipótesis inicial planteada.

Por un lado, la exploración de la literatura académica sobre los distintos métodos de valoración de empresas ofrece una serie de artículos y revistas académicas, junto con el análisis en profundidad de las obras de Copeland, Koller y Murrin (2007), Mascareñas (2011), Titman y Martin (2016), Damodaran (2012), entre otros. Estas fuentes bibliográficas permitirán realizar una investigación de los métodos de valoración de empresas más relevantes y con mayor utilidad práctica.

Asimismo, se procederá a la aplicación de dicha literatura en el caso de Meliá Hotels International. A pesar de la tendencia habitual de separar los capítulos teóricos de los capítulos prácticos, se ha optado por unir el planteamiento teórico sobre los métodos de valoración con el análisis concreto de MHI. Así, se ha pretendido dar coherencia y consistencia al trabajo, de tal manera que se vea claramente la relación entre la explicación teórica y la aplicación práctica.

El impacto de la COVID-19 en MHI y el sector hotelero se estudiará con la información proveniente de diversas bases de datos y estudios realizados sobre el sector. Asimismo, esta investigación de mercado del sector hotelero permitirá analizar qué empresas podrían plantearse una adquisición o absorción (fusión) de Meliá Hotels International.

Para este caso práctico planteado, el uso de diversas bases de datos, la información financiera de la compañía y la utilización de hojas de cálculo como Microsoft Excel serán fundamentales para obtener un rango de valoración de la compañía a través de distintos métodos de valoración, lo que permitirá concluir si la cotización bursátil de MHI se ajusta a la realidad o, por el contrario, sus acciones están sobrevaloradas o infravaloradas respecto a mercado.

Por otro, se realizará un estudio teórico de los distintos métodos de valoración y de la literatura académica sobre creación de valor en las fusiones y adquisiciones. Las fuentes bibliográficas de Rosenbaum y Pearl (2009), Allen, Brealey y Myers (2010), Mascareñas (2011), Jaffe, Ross y Westerfield (2012), junto con una serie de artículos académicos y revistas especializadas, ofrecen un estudio pormenorizado de los principales elementos teóricos y prácticos de la creación de valor



en las fusiones y adquisiciones. Posteriormente, se concretará qué perfil concreto de potenciales compradores de MHI podrían beneficiarse de las sinergias creadas en las operaciones de F&A.

La valoración de Meliá Hotels International, junto con el estudio de las potenciales sinergias y riesgos de la adquisición o absorción (fusión) de la misma, servirá en definitiva para corroborar o refutar la hipótesis inicial planteada sobre una posible adquisición o absorción (fusión) de MHI por un tercero como vía para mitigar el impacto causado por la COVID-19 en los resultados económicos de la compañía.

## **2. VALORACIÓN DETALLADA DE MELIÁ HOTELS INTERNATIONAL POR EL MÉTODO DE DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA**

Con el objetivo de realizar una valoración de MHI, en primer lugar, desarrollaremos un estudio teórico de los principales métodos de valoración de activos: el flujo de caja libre de la empresa, la valoración por comparables y una breve referencia a otros métodos de valoración existentes. A continuación, detallaremos el cálculo realizado mediante Microsoft Excel.

El método de descuento de flujos de caja (en adelante, DFC) es una metodología de valoración muy utilizada por los profesionales del mundo financiero. La premisa básica de la que se deriva este método consiste en la idea de que el valor de una compañía deriva del valor presente de los flujos de caja libres (en adelante, FCL) generados por la actividad empresarial (Rosenbaum y Pearl, 2009).

Así, la corriente monetaria, una vez descontada en función del riesgo, permite obtener el valor de una empresa en la actualidad. La corriente de efectivo que genera una empresa se denomina flujo de caja libre, con la connotación de libre para indicar que consiste en la remuneración de accionistas y de acreedores, libre de necesidades de reinversión (Mascareñas, 2011).

Para utilizar el método del DFC se van a utilizar una serie de elementos, que en los siguientes apartados se detallarán en mayor profundidad:

- 1) Los flujos de caja libres (tanto para accionistas como para acreedores);
- 2) El coste del capital;
- 3) El valor residual;
- 4) El valor de la empresa y el valor de los fondos propios.

## **2.1. Los flujos de caja libres**

### *2.1.1. Planteamiento teórico*

Modigliani y Miller definieron en 1958 el concepto conocido actualmente como flujos de caja libre como el beneficio operativo después de impuestos, sumadas las amortizaciones, sustraídos los pagos necesarios dedicados a aumentar el fondo de rotación y las inversiones en activo fijo.

Como afirmaba Michael Jensen, el valor de una empresa equivale al exceso del flujo de corriente monetaria necesario para poder financiar los proyectos de inversión que posean un valor presente positivo cuando se descuentan al coste del capital apropiado (Jensen, 1988).

Para proyectar los flujos de caja libres de una empresa se deben realizar una serie de hipótesis y presupuestos sobre el rendimiento financiero de la compañía a medio y largo plazo. Así, la valoración obtenida mediante el DFC permite obtener el valor intrínseco de una compañía, mientras que el valor de mercado se estima y se obtiene por otros métodos como el de comparables (Rosenbaum y Pearl, 2009).

Entre las principales ventajas para utilizar este método, es de destacar su carácter conceptualmente correcto. Suponiendo la continuidad de la empresa, el valor de las acciones parte de la capacidad de la compañía de crear dinero (flujos) para los socios en un horizonte temporal dado (Fernández, 2008).

El método de descuento de flujos de caja libres no hace distinción por origen de la financiación obtenida, ya provenga de los accionistas o bien de los acreedores (Damodaran, 2012). Así, el flujo de caja libre se calcula después de cubrir los gastos de reinversión en activos fijos y las necesidades operativas de fondos, observando la compañía desde una perspectiva de funcionamiento constante. Los elementos utilizados para el cálculo del flujo de caja se basan en el Balance de Situación, junto con la Cuenta de Pérdidas y Ganancias. Sin embargo, no hay una equivalencia directa con la contabilidad, porque la contabilidad utiliza un enfoque basado en el principio de devengo y asigna los ingresos, gastos y costes en función de criterios arbitrarios, que distorsionan lo efectivamente cobrado o pagado, esto es, que distorsionan el enfoque de caja (Fernández, 2008). Su cálculo se resume en la siguiente tabla:

**Tabla 1.** Esquema del cálculo de los Flujos de Caja libres.

Ingresos operativos
- Costes operativos
= Beneficio antes de Intereses, Impuestos y Amortizaciones ( <i>EBITDA</i> )
- Amortizaciones y Depreciaciones
= Beneficio antes de Intereses e Impuestos ( <i>EBIT</i> )
- Impuestos sobre el EBIT
+ Amortizaciones y Depreciaciones
-Inversión neta en Activo Fijo ( <i>Capex</i> )
+/- Variación del Capital Circulante (+/- <i>Change in NWC</i> )
= <b>Flujo de Caja Libre (FCL)</b>

Fuente: Elaboración a partir de Damodaran, 2012

### 2.1.2. La aplicación al caso de Meliá Hotels International

Respecto al horizonte temporal, para proyectar los flujos de caja de MHI, es necesario determinar en qué momento Meliá alcanzará un crecimiento estable.

El sector hotelero tiene un fuerte componente cíclico y, actualmente, se encuentra en fase de recesión. Consecuentemente, aunque 5 años suelen ser suficientes para proyectar adecuadamente la evolución de un sector cíclico (Rosenbaum y Pearl, 2009), conviene alargar la proyección hasta los 10 años. A partir de 10 años el crecimiento de la empresa se estabilizará y el impacto del COVID-19 se alejará suficientemente en el tiempo.

En relación con las hipótesis asumidas, podemos diferenciar las estimaciones realizadas respecto a la evolución de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias (en adelante, PyG), de las realizadas para el Balance de Situación (en adelante, BS), ambas obtenidas de las Cuentas Anuales Consolidadas (en adelante, CCAA) de MHI para cada año, desde 2015 hasta 2020.

En primer lugar, respecto a la Cuenta de Pérdidas y Ganancias proyectada (2021-2030), se han asumido varias hipótesis. En relación con las ventas, además de consultar el Fondo Monetario Internacional y las previsiones de la Organización Mundial del Turismo, se ha llevado a cabo un análisis histórico de la evolución del volumen de facturación de MHI (2003-2020) utilizando el

Sistema de Análisis de Balances ibéricos (SABI; <https://sabi.bvdinfo.com/version-202115/home.serv?product=SabiNeo>). Respecto a las ventas del año 2020, se ha decidido excluirlas por no ser representativas de la evolución de MHI. Así, las ventas de Meliá han crecido desde el año 2003 a un ritmo constante del 4,02%.

No obstante, los analistas financieros de Infrontanalytics (<https://www.infrontanalytics.com/>) consideran que las ventas de MHI rebotarán hasta alcanzar su nivel de ventas del ejercicio 2019 en el año 2023. A partir de este año, se ha decidido utilizar las proyecciones de facturación históricas de la compañía. Sin embargo, debido al gran tamaño de MHI, y en atención a las recomendaciones del Fondo Monetario Internacional y la Organización Mundial del Turismo, se ha decidido reducir las previsiones de crecimiento histórico en dos puntos, hasta el 2,02%.

**Tabla 2.** Crecimiento histórico de los ingresos operativos de MHI.

Año	Ingresos operativos MHI	Variación
2003	988,000	
2004	1,039,000	5%
2005	1,165,290	12%
2006	1,256,990	8%
2007	1,350,726	7%
2008	1,279,041	-5%
2009	1,148,653	-10%
2010	1,250,741	9%
2011	1,335,322	7%
2012	1,362,396	2%
2013	1,398,924	3%
2014	1,494,993	7%
2015	1,738,207	16%
2016	1,801,962	4%
2017	1,859,183	3%
2018	1,831,315	-1%
2019	1,800,748	-2%
2020	528,398	-71%
<b>Media crecimiento</b>		<b>2.02%</b>

*Fuente: Elaboración propia.*

Se han asumido igualmente una serie de hipótesis sobre la evolución de otras variables de la PyG y del BS. En particular, partidas como gastos de personal, consumos, otros gastos de explotación, arrendamientos o amortizaciones se han proyectado hacia el futuro calculando la proporción sobre las ventas que suponen cada año. Así, se ha elaborado un promedio de la proporción sobre las ventas de estos conceptos desde el año 2015 hasta el año 2020. Además, se han proyectado otras partidas como la tasa impositiva media, la variación del capital circulante, el periodo medio de

cobro, el periodo medio de rotación, el periodo medio de pago, el nivel de efectivo y el CAPEX promedio de cada año.

Por otra parte, se debe tener en consideración que cualquier aumento del valor presente de los arrendamientos operativos debe tratarse como un equivalente al CAPEX. A raíz de lo anterior, se han considerado los arrendamientos operativos en los cálculos de los flujos de caja, obteniendo el cociente promedio de gasto que suponen para MHI cada año.

Por último, cabe reseñar que se han excluido del cálculo de la media ciertos valores anómalos provocados por la COVID-19 que, según las estimaciones de MHI y de la Organización Mundial del Turismo, no van a repetirse de forma habitual en los próximos años.

**Tabla 3. Promedio histórico de diversas partidas.**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	MEDIA
<b>PARTIDAS PYG</b>							
Consumo	12%	12%	11%	10%	11%	11%	11%
Personal	27%	27%	27%	29%	29%	53%	32%
Otros gastos de explotación	36%	36%	36%	32%	32%	64%	34%
Arrendamientos	8%	9%	10%	11%	1%	0.1%	6%
Amortización	8%	6%	7%	6%	13%	23%	8%
Financiación Bancaria/ventas	4%	2%	2%	2%	2%	6%	3%
Tasa impositiva	60%	30%	24%	22%	22%	8%	28%
Resultado de entidades valoradas por el método de la participación	-3,787	1,585	23,214	5,320	6,304	-31,859	130
CC*	-79,646	-171,870	-116,857	-138,861	-357,501	-238,084	-183,803
Variación +/- CC		-92,224	55,013	-22,004	-218,640	119,417	-31,688
<b>ACTIVO Y PASIVO CIRCULANTE</b>							
Periodo medio de cobro	53	56	53	50	39	93	57
Periodo medio de rotación	138	105	59	51	54	151	93
Periodo medio de pago	675	753	766	907	778	1819	950
<b>OTROS</b>							
O. Activos financieros NC /ventas	13%	12%	9%	8%	9%	26%	13%
O. Activos financieros C /ventas	2%	3%	3%	2%	3%	13%	4%
Activos por impuesto diferido	8%	8%	12%	13%	17%	60%	19%
O. Pasivos financieros NC /ventas	1%	1%	1%	1%	1%	2%	1%
Subvenciones /ventas	2%	2%	21%	20%	19%	55%	20%
O. Pasivos financieros C/ventas	3%	5%	3%	3%	4%	8%	5%
Deuda total	58%	53%	62%	60%	73%	88%	66%
Efectivo		49%	42%	42%	46%	16%	39%
<b>CAPEX</b>							
Capex		250,202	141,273	282,465	1,525,307	47,299	180,310
% Capex sobre Ventas		14%	8%	15%	85%	9%	11%

*Fuente: Elaboración propia*

De esta manera, y en base a las hipótesis anteriormente detalladas, se ha obtenido la evolución de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias y del Balance de Situación para el periodo 2021-2030.

**Tabla 4. Proyección de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias y el Balance de Situación 2021-2030.**

PYG RESUMIDA	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>Importe neto de la cifra de negocio</b>	<b>528,398</b>	<b>990,500</b>	<b>1,491,000</b>	<b>1,749,000</b>	<b>1,784,321</b>	<b>1,820,355</b>	<b>1,857,117</b>	<b>1,894,622</b>	<b>1,932,884</b>	<b>1,971,918</b>	<b>2,011,741</b>
Consumo	-58,871	-108,955	-164,010	-192,390	-196,275	-200,239	-204,283	-208,408	-212,617	-216,911	-221,292
% ventas	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Personal	-282,106	-317,144	-477,396	-560,004	-571,313	-582,851	-594,622	-606,630	-618,881	-631,379	-644,130
Otros gastos de explotación	-338,288	-339,946	-511,720	-600,267	-612,390	-624,757	-637,374	-650,246	-663,377	-676,774	-690,442
Arrendamientos	-664	-59,430	-59,430	-59,430	-59,430	-59,430	-59,430	-59,430	-59,430	-59,430	-59,430
<b>EBITDA</b>	<b>-151,530</b>	<b>165,027</b>	<b>278,445</b>	<b>336,909</b>	<b>344,913</b>	<b>353,079</b>	<b>361,410</b>	<b>369,908</b>	<b>378,579</b>	<b>387,424</b>	<b>396,449</b>
% ventas	-28.7%	16.7%	18.7%	19.3%	19.3%	19.4%	19.5%	19.5%	19.6%	19.6%	19.7%
Amortizaciones	-405,817	-135,367	-133,619	-136,610	-141,733	-146,770	-151,734	-156,639	-161,494	-166,312	-171,103
Diferencia negativa de consolidación	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>-557,347</b>	<b>29,661</b>	<b>144,826</b>	<b>200,299</b>	<b>203,180</b>	<b>206,309</b>	<b>209,675</b>	<b>213,270</b>	<b>217,085</b>	<b>221,112</b>	<b>225,346</b>
% ventas	-105.5%	3.0%	9.7%	11.5%	11.4%	11.3%	11.3%	11.3%	11.2%	11.2%	11.2%
Financiación Bancaria	-33,328	-33,328	-33,328	-33,328	-33,328	-33,328	-33,328	-33,328	-33,328	-33,328	-33,328
Otros resultados financieros	-40,581	-40,581	-40,581	-40,581	-40,581	-40,581	-40,581	-40,581	-40,581	-40,581	-40,581
<b>RESULTADO FINANCIERO</b>	<b>-73,909</b>	<b>-73,909</b>	<b>-73,909</b>	<b>-73,909</b>	<b>-73,909</b>	<b>-73,909</b>	<b>-73,909</b>	<b>-73,909</b>	<b>-73,909</b>	<b>-73,909</b>	<b>-73,909</b>
Resultado de entidades valoradas por el método de la participación	-31,859	-2,517	-1,359	6,304	6,431	6,561	6,694	6,829	6,967	7,107	7,251
BAI	-663,115	-46,765	69,558	132,694	135,702	138,961	142,460	146,190	150,142	154,311	158,688
Impuestos	51,050	13,094	-19,476	-37,154	-37,997	-38,909	-39,889	-40,933	-42,040	-43,207	-44,433
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>-612,065</b>	<b>-33,671</b>	<b>50,082</b>	<b>95,540</b>	<b>97,706</b>	<b>100,052</b>	<b>102,571</b>	<b>105,257</b>	<b>108,103</b>	<b>111,104</b>	<b>114,255</b>
<b>BALANCE RESUMIDO</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	<b>2029E</b>	<b>2030E</b>
<b>Activo No Corriente</b>											
Fondo de comercio	35,335	35,335	35,335	35,335	35,335	35,335	35,335	35,335	35,335	35,335	35,335
Inmovilizado	1,688,724	1,666,916	1,704,237	1,768,146	1,830,982	1,892,912	1,954,092	2,014,668	2,074,775	2,134,539	2,194,078
+ Capex		113,559	170,940	200,519	204,569	208,700	212,915	217,215	221,601	226,076	230,642
- Amortización		-135,367	-133,619	-136,610	-141,733	-146,770	-151,734	-156,639	-161,494	-166,312	-171,103
Inversiones Inmobiliarias	102,998	102,998	102,998	102,998	102,998	102,998	102,998	102,998	102,998	102,998	102,998
Inversiones valoradas por el método de la participación	178,365	178,365	178,365	178,365	178,365	178,365	178,365	178,365	178,365	178,365	178,365
Otros activos financieros no corrientes	197,247	197,247	197,247	197,247	197,247	197,247	197,247	197,247	197,247	197,247	197,247
Activos por impuesto diferido	317,234	317,234	317,234	317,234	317,234	317,234	317,234	317,234	317,234	317,234	317,234
Derechos de uso	1,186,918	1,186,918	1,186,918	1,186,918	1,186,918	1,186,918	1,186,918	1,186,918	1,186,918	1,186,918	1,186,918
<b>Total Activo No Corriente (con dº uso)</b>	<b>3,706,821</b>	<b>3,685,013</b>	<b>3,722,334</b>	<b>3,786,243</b>	<b>3,849,079</b>	<b>3,911,009</b>	<b>3,972,189</b>	<b>4,032,765</b>	<b>4,092,872</b>	<b>4,152,636</b>	<b>4,212,175</b>
<b>Activo Corriente</b>											
Existencias	24,389	27,743	67,946	79,703	81,313	82,955	84,630	86,339	88,083	89,862	91,676
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	134,961	155,858	234,613	275,209	280,767	286,437	292,222	298,123	304,144	310,286	316,552
Activos por impuestos sobre las ganancias corrientes	34,794	34,794	34,794	34,794	34,794	34,794	34,794	34,794	34,794	34,794	34,794
Otros activos financieros corrientes	66,941	40,640	61,176	71,762	73,211	74,690	76,198	77,737	79,307	80,908	82,542
Efectivo y otros líquidos equivalentes	104,650	438,247	421,475	505,896	609,281	631,010	655,601	683,044	713,330	746,459	782,434
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>365,735</b>	<b>697,281</b>	<b>820,003</b>	<b>967,365</b>	<b>1,079,366</b>	<b>1,109,886</b>	<b>1,143,445</b>	<b>1,180,037</b>	<b>1,219,658</b>	<b>1,262,310</b>	<b>1,307,999</b>
<b>BALANCE RESUMIDO</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	<b>2029E</b>	<b>2030E</b>
Capital suscrito	44,080	44,080	44,080	44,080	44,080	44,080	44,080	44,080	44,080	44,080	44,080
Prima de emisión	1,079,054	1,079,054	1,079,054	1,079,054	1,079,054	1,079,054	1,079,054	1,079,054	1,079,054	1,079,054	1,079,054
Reservas	414,564	414,564	414,564	414,564	414,564	414,564	414,564	414,564	414,564	414,564	414,564
Acciones Propias	-3,382	-3,382	-3,382	-3,382	-3,382	-3,382	-3,382	-3,382	-3,382	-3,382	-3,382
Ganancias acumuladas	-213,079	-689,821	-716,758	-676,693	-600,261	-522,097	-442,055	-359,998	-275,793	-189,311	-100,428
Diferencias de conversión	-246,888	-246,888	-246,888	-246,888	-246,888	-246,888	-246,888	-246,888	-246,888	-246,888	-246,888
Otros ajustes por cambio de valor	-3,088	-3,088	-3,088	-3,088	-3,088	-3,088	-3,088	-3,088	-3,088	-3,088	-3,088
Resultado del ejercicio atribuido a la sociedad dominante	-595,928	-33,671	50,082	95,540	97,706	100,052	102,571	105,257	108,103	111,104	114,255
Participaciones no dominantes	25,507	25,507	25,507	25,507	25,507	25,507	25,507	25,507	25,507	25,507	25,507
<b>Total Patrimonio Neto</b>	<b>500,840</b>	<b>586,355</b>	<b>643,170</b>	<b>728,694</b>	<b>807,291</b>	<b>887,802</b>	<b>970,363</b>	<b>1,055,105</b>	<b>1,142,157</b>	<b>1,231,640</b>	<b>1,323,674</b>
<b>Pasivo No Corriente</b>											
Obligaciones y otros valores negociables	34,152	268,392	205,813	246,089	330,627	330,628	330,629	330,630	330,631	330,632	330,633
Deudas con entidades de crédito	1,064,925	1,064,925	1,064,925	1,064,925	1,064,925	1,064,925	1,064,925	1,064,925	1,064,925	1,064,925	1,064,925
Acreedores por arrendamientos financieros	1,189,401	1,189,401	1,189,401	1,189,401	1,189,401	1,189,401	1,189,401	1,189,401	1,189,401	1,189,401	1,189,401
Otros pasivos financieros no corrientes	11,529	11,529	11,529	11,529	11,529	11,529	11,529	11,529	11,529	11,529	11,529
Subvenciones de capital y otros ingresos diferidos	292,423	292,423	292,423	292,423	292,423	292,423	292,423	292,423	292,423	292,423	292,423
Provisiones	26,483	26,483	26,483	26,483	26,483	26,483	26,483	26,483	26,483	26,483	26,483
Pasivos por impuestos diferidos	192,870	192,870	192,870	192,870	192,870	192,870	192,870	192,870	192,870	192,870	192,870
<b>Total Pasivo No corriente</b>	<b>2,811,783</b>	<b>3,046,023</b>	<b>2,983,444</b>	<b>3,023,720</b>	<b>3,108,258</b>	<b>3,108,259</b>	<b>3,108,260</b>	<b>3,108,261</b>	<b>3,108,262</b>	<b>3,108,263</b>	<b>3,108,264</b>
<b>Pasivo Corriente</b>											
Obligaciones y otros valores negociables	172	172	172	172	172	172	172	172	172	172	172
Deudas con entidades de crédito	260,592	260,592	260,592	260,592	260,592	260,592	260,592	260,592	260,592	260,592	260,592
Pasivos por arrendamientos	159,158	159,158	159,158	159,158	159,158	159,158	159,158	159,158	159,158	159,158	159,158
Acreedores comerciales	293,334	283,488	426,734	500,576	510,685	520,998	531,520	542,254	553,205	564,376	575,774
Pasivos por impuestos sobre las ganancias corrientes	1,859	1,859	1,859	1,859	1,859	1,859	1,859	1,859	1,859	1,859	1,859
Otros pasivos financieros corrientes	44,818	44,647	67,208	78,837	80,430	82,054	83,711	85,401	87,126	88,886	90,681
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>759,933</b>	<b>749,916</b>	<b>915,723</b>	<b>1,001,194</b>	<b>1,012,895</b>	<b>1,024,833</b>	<b>1,037,012</b>	<b>1,049,436</b>	<b>1,062,112</b>	<b>1,075,043</b>	<b>1,088,236</b>
<b>Comprobación</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

Fuente: Elaboración propia

Asimismo, y como ya se ha comentado, se ha calculado la variación del Capital Circulante (en adelante, CC) para el periodo 2021-2030 en base a estas CCAA proyectadas. La variación del CC, junto con el CAPEX, se utilizará para ajustar el EBIT obtener los flujos de caja libres para MHI.

**Tabla 5. Cálculo de la variación del Capital Circulante.**

CALCULO DE LA VARIACIÓN DE WC	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Activo Corriente*	261,085	259,035	398,529	461,468	470,085	478,876	487,844	496,993	506,328	515,850	525,565
Pasivo Corriente*	340,011	329,994	495,801	581,272	592,973	604,911	617,090	629,514	642,190	655,121	668,314
CC	-78,926	-70,960	-97,273	-119,804	-122,888	-126,035	-129,245	-132,521	-135,862	-139,271	-142,749
Aumento/Disminución		7,966	-26,313	-22,531	-3,085	-3,147	-3,210	-3,275	-3,341	-3,409	-3,478

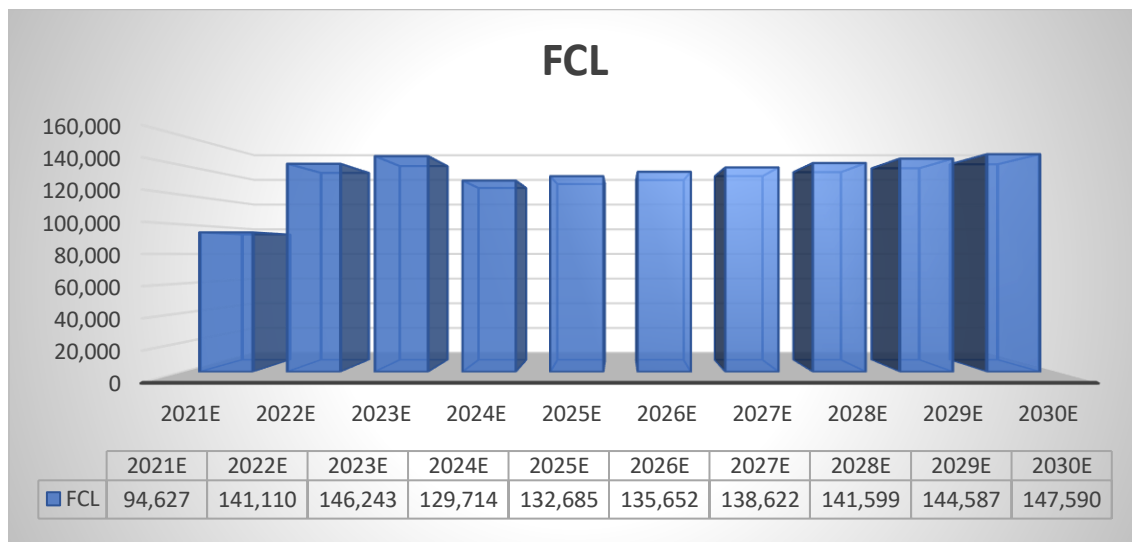
Fuente: Elaboración propia.

Consecuentemente, aplicamos la siguiente expresión para estimar los flujos de caja libre:

$$FCL = EBIT (1 - t) + Amortiz. - Impuestos - CAPEX \pm Variación CC$$

Así, hemos obtenido los flujos de caja libre proyectados para el horizonte temporal 2021-2030 de Meliá. La evolución de los FCL (en miles de euros) de la compañía se puede resumir en el siguiente gráfico:

**Gráfico 1. Evolución de los flujos de caja libres 2021-2030.**



Fuente: Elaboración propia.



## 2.2. El coste del capital. Planteamiento teórico y aplicación al caso de Meliá Hotels International

Para descontar correctamente los flujos de caja, es conveniente diferenciar los distintos tipos de flujos de caja existentes y las tasas de descuento apropiadas para cada flujo. Existen tres flujos de caja principales: los flujos de caja libres, los flujos de caja para los accionistas y los flujos de caja para la deuda. Así, para cada tipo de flujo de caja utilizado será necesario aplicar una tasa de descuento apropiada (Fernández, 2008). De forma resumida en la siguiente tabla:

**Tabla 6.** Tasa de descuento apropiada para cada tipo de flujo de caja.

<b>FLUJOS DE CAJA</b>	<b>TASA DE DESCUENTO APROPIADA</b>
<i>CF ac</i> : Flujos de caja para los accionistas	<i>Ks</i> : Rentabilidad exigida a las acciones
<i>CF d</i> : Flujos de caja para la deuda	<i>Kd</i> : Rentabilidad exigida a la deuda
<i>FCF</i> : Flujos de caja libres ( <i>free cash flow</i> )	WACC: Coste de capital medio ponderado (deuda y acciones)
<i>CCF</i> : <i>Capital cash flow</i>	WACC antes de impuestos

Fuente: Adaptado de Fernández, 2008

Debido a que se están estudiando los flujos de caja libres, el coste de capital medio ponderado es una tasa de descuento adecuada.

En primer lugar, es importante recalcar que cualquier compañía debe recompensar a sus accionistas y acreedores por haber invertido su capital en dicho proyecto, en vez de en otra inversión con un riesgo similar. La necesidad de esta recompensa se conoce como el coste de oportunidad. En el método de descuento de flujos de caja libre (en inglés, *free cash flows*) es muy importante estimar correctamente el coste del capital. Este se calcula a partir de la media ponderada de los costes de las fuentes de financiación, calculado después de impuestos. El coste de capital tiene en cuenta la inflación esperada (y por tanto los tipos de interés reales), considera el riesgo sistemático de la inversión, utiliza valores de mercado y está adaptado a posibles cambios durante el horizonte temporal (Copeland, Koller y Murrin, 2007).

Es frecuente estimar el coste de capital por el coste medio ponderado de las distintas fuentes de financiación Capital (en adelante, CMPC o WACC):

$$CMPC = kd (1 - Tc) \left(\frac{B}{V}\right) + kp \left(\frac{P}{V}\right) + ks \left(\frac{S}{V}\right)$$

Donde:

- $Kd$ = La rentabilidad obtenida en el mercado sobre la deuda, que se debe corregir por impuestos para reflejar el ahorro fiscal.
- $Tc$ = El tipo impositivo marginal de la empresa.
- $B$ = el valor de mercado de la deuda que genera interés.
- $V$ = El valor total de mercado de la empresa.
- $Kp$ = El coste de capital de las acciones preferentes.
- $P$ = El valor a mercado de las acciones preferentes.
- $Ks$ = El coste de oportunidad de los Recursos Propios.
- $S$ = El valor a mercado de los Recursos Propios.

Para el cálculo del CMPC, en primer lugar, se debe determinar la estructura de capital de la compañía a través de su balance de situación. En segundo lugar, se estima el coste de la financiación de la deuda. En tercer lugar, se obtiene el coste de oportunidad de la financiación con recursos propios (Copeland, Koller y Murrin, 2007). En relación con los objetivos de este TFG, es conveniente centrar el estudio en la estimación de la estructura de capital, la estimación del coste de la deuda y la estimación del coste de las acciones ordinarias (se omite la estimación de las acciones preferentes por no ser de aplicación para MHI).

### *2.2.1. Estimación de la estructura de capital*

El primer paso consiste en estimar los pesos relativos a la deuda, las acciones preferentes y el resto de los fondos propios. Teóricamente, el cálculo de los pesos se basa en el valor de mercado de los precios de los valores, sean deuda o recursos propios, multiplicados por el número existentes. Mientras que el precio de mercado de las acciones suele estar disponible, el valor de la deuda es más difícil de obtener (Titman y Martin, 2016).

Ante la cuestión de si se deben utilizar valores contables o bien valores a mercado, se considera más conveniente utilizar el valor de mercado. En efecto, reputados autores como Damodaran defienden la mayor adecuación y corrección teórica de este método. Respecto al valor de mercado

de MHI, se han utilizado las estimaciones que provienen de la plataforma REFINITIV EIKON. La capitalización bursátil de MHI asciende a 1.474.480 miles de euros.

### *2.2.2. Estimación del coste de la deuda*

Normalmente, los analistas financieros utilizan el denominado rendimiento esperado a vencimiento<sup>1</sup> para hallar el coste de la deuda. El rendimiento a vencimiento<sup>2</sup> se utiliza para obtener una estimación del valor de un bono corporativo, siempre que haya acceso a información del vencimiento, el valor de mercado, el cupón y la planificación para los pagos del principal. Comúnmente se calcula el rendimiento a vencimiento de una cartera de bonos corporativos con un riesgo crediticio (S&P: AAA, AA+, etc.) y un vencimiento similar al de la empresa objetivo.

Sin embargo, cuando la deuda tiene un alto riesgo crediticio, la utilización del rendimiento esperado a vencimiento no es adecuada, puesto que los flujos de caja esperados no incluyen correctamente el elevado riesgo de impago existente (Titman y Martin, 2016). A pesar de utilizar compañías con bonos de riesgo crediticio similar, no sirve simplemente utilizar aquel con un riesgo equivalente. En estos casos, los niveles de riesgo crediticio son tan elevados que el riesgo de impago varía con cada compañía y no es sencillo encontrar una empresa con niveles comparables. Por ello, deviene necesario realizar ajustes por posibles impagos en cada empresa.

Para obtener el valor de la deuda de MHI, se ha utilizado la información presente en las CCAA consolidadas de MHI para el ejercicio 2020. En concreto, se ha tenido en cuenta el valor de la deuda financiera, esto es, la deuda que genera intereses y por la que se remunera a los acreedores. Así, la deuda financiera asciende a 2.708.400 mil euros, incluyendo las partidas de deuda financiera a corto y a largo plazo. No obstante, cabe reseñar que la deuda comercial no se tiene en cuenta para la estimación de la deuda, puesto que ya se ha considerado como un gasto operativo al calcular las Necesidades Operativas de Financiación.

---

<sup>1</sup> *promised yield to maturity*: se utiliza muy frecuentemente el término en inglés en el sector financiero (PYTM)

<sup>2</sup> *yield to maturity* en inglés (YTM)

### 2.2.3. Estimación del coste de las acciones ordinarias

Para estimar el coste de las acciones ordinarias destacamos los métodos CAPM y el descuento de dividendos de Gordon-Saphiro.

#### a) El modelo de crecimiento de dividendos

Se trata de un modelo basado en los estudios de Gordon-Saphiro y su aplicación solo es adecuada para empresas con una situación de estabilidad a largo plazo. El modelo de Gordon-Saphiro afirma que el precio se puede obtener descontando los dividendos de la empresa. Dichos dividendos se espera que se generen a perpetuidad y que vayan creciendo a una tasa  $g$  (Damodaran, 2012).

En matemáticas financieras, para valorar una corriente de pagos perpetua constante, el precio (el valor actual de una renta perpetua constante) resulta de dividir el dividendo inicial entre la tasa de descuento  $k$ .

$$P = \frac{D}{K}$$

Por otra parte, cuando los dividendos crecen a una tasa  $g$ , el precio o valor actual de la renta se obtiene del cociente entre el dividendo y la diferencia entre la tasa de descuento y la tasa de crecimiento perpetuo. Así, el precio resulta de descontar los dividendos a una tasa de descuento  $k$  menos  $g$ .

$$P = \frac{D}{K - g}$$

Si se despejan los términos de esta igualdad se puede obtener la tasa de descuento  $k$ , que equivale al coste del capital de la compañía. La tasa  $k$  se obtiene del cociente entre la corriente de pagos ( $D$ ) y el precio inicial, más la tasa de crecimiento perpetuo  $g$ .

$$K = \frac{D}{P} + g$$

Donde:

- $D$  es el dividendo por recibir en el siguiente ejercicio
- $P$  es el valor de la acción

- $g$  es la tasa de crecimiento anual media acumulativa
- $k$  es la tasa de descuento o coste del capital

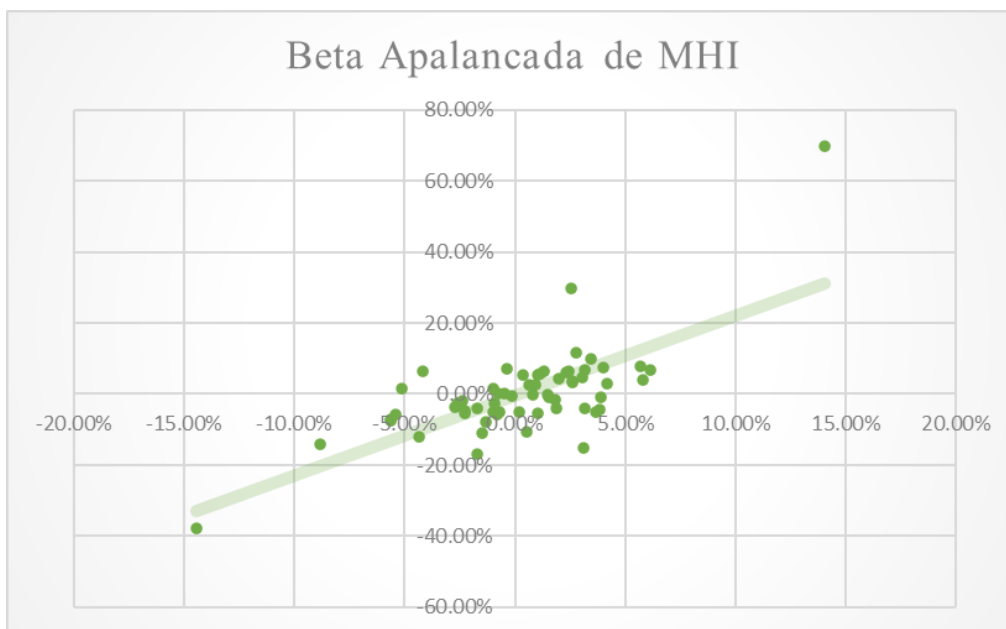
b) El Capital Asset Pricing Model (CAPM)

El modelo de CAPM fue desarrollado de manera independiente por Sharpe, Lintner y Mossin. Por ello, a menudo se conoce el CAPM como el modelo de Sharpe-Lintner-Mossin o SLM (Elton y Gruber, 1995). El CAPM se halla sumando el coste de los activos sin riesgo al producto de la Beta apalancada y la prima de riesgo de mercado. El cálculo es el siguiente (Copeland, Koller y Murrin, 2007):

$$Ks = rf + (E(rm) - rf) * Beta$$

La Beta, como medida de riesgo (Elton y Gruber, 1997), se define como la variación o sensibilidad de la rentabilidad de una acción en relación con el cambio de rentabilidad en el mercado. La Beta de los recursos propios se calcula a través de una fórmula que relaciona la Beta de la compañía no apalancada y la Beta de la deuda (Damodaran, 2012).

**Gráfico 2.** Beta Apalancada de MHI.



Fuente: Elaboración propia.

La Beta mide el riesgo sistemático o su sensibilidad a los movimientos del mercado. Una beta igual a 1 corresponde con un valor que cambia de la misma manera que el mercado y con la misma magnitud. Las acciones con una Beta superior a la unidad tienen movimientos superiores a los del mercado, mientras que las Beta inferiores a la unidad (entre 0 y 1.0) se mueven como el mercado, pero de manera menos pronunciada (Allen, Brealey y Myers, 2010). La Beta igual 0 representan el activo libre de riesgo de una economía. Si la Beta fuese negativa, implicaría que las variaciones del valor de la empresa tienden a ir en sentido contrario al del mercado (Damodaran, 2012).

El CAPM de uno de los métodos más utilizados en la práctica. Sin embargo, en 1992, en un artículo publicado en *The Journal of Finance*, Eugene Fama y Ken French, de la Universidad de Chicago, llegaron a una polémica conclusión sobre el CAPM:

“En resumen, nuestros estudios no respaldan la predicción más básica del modelo (el modelo de CAPM de Sharpe-Lintner-Black); la rentabilidad media de las acciones está positivamente relacionada con las betas” (Fama y French, 1992).

A raíz de este estudio, Fama y French entendían que el *expected return* de las acciones ordinarias tiene una correlación positiva con el tamaño de la compañía y con la ratio *Book Value / Market Value*. Consecuentemente, las estimaciones obtenidas con la Beta y el CAPM eran más inexactas en cuanto resultados respecto a su método alternativo (Copeland, Koller y Murrin, 2007).

No obstante, Kothari, Shanken y Sloan en 1995, indicaron que las rentabilidades esperadas muestran una “significante compensación económica y estadística” para la Beta utilizada. Por ello, la teoría de Fama y French para estos autores no es lo suficientemente sólida para reemplazar el conceptualmente correcto método del CAPM (Kothari, Shanken y Sloan, 1995).

Asimismo, en el caso de que la empresa sea no cotizada, para estimar el CAPM es necesario hallar una Beta semejante a la compañía objetivo o en su defecto una Beta promedio sin ponderar del sector. Aquí deviene necesario añadir una prima de liquidez para aumentar el coste de las acciones propias, puesto que los inversores están asumiendo un mayor coste de oportunidad al invertir en un valor con falta de liquidez (Mascareñas, 2011).

### c) Aplicación del modelo CAPM al caso de Meliá Hotels International

Sobre la posibilidad de estimar el coste de las acciones ordinarias por el método del descuento de dividendos o utilizando el modelo CAPM, se ha optado por el segundo. Analizando la estructura

de capital y la política de dividendos de MHI, se ha decidido utilizar el método CAPM por ser más recomendable debido a que la política de dividendos de MHI no sigue un patrón estable.

El primer paso para aplicar el CAPM consiste en estimar la tasa libre de riesgo (rf). Así, se ha utilizado la rentabilidad de los Bonos del Estado Español a 10 años (0,38%). La falta de liquidez de los Bonos del Estado con un vencimiento mayor distorsionaría la estimación del CAPM, por lo que no se han utilizado. Por otra parte, se debe tener en cuenta que la rentabilidad exigida al activo libre de riesgo se ha reducido considerablemente en toda la Eurozona.

En segundo lugar, la Beta se puede calcular mediante información contable, con las características fundamentales de la compañía, o bien con información histórica de precios de mercado. Hemos decidido usar la beta histórica desde 2016 para contrarrestar la alta volatilidad de los mercados, ya que el índice de Standard and Poor's utiliza un periodo de 5 años.

Por otro lado, aunque habitualmente se suele utilizar el índice donde la compañía cotiza (en este caso el IBEX 35) (Damodaran, 2012), se ha optado por utilizar el S&P EUROPE 500 para referenciar las rentabilidades históricas de MHI. La decisión se basa en la vocación internacional del grupo (como afirma MHI en su página web corporativa), cuyo mercado principal es el europeo. Por lo tanto, el S&P EUROPE 350 da una referencia menos sesgada de la evolución del mercado en el que opera Meliá

Toda la información sobre los precios de MHI y del S&P EUROPE 350 se han obtenido de Yahoo Finance (<https://es.finance.yahoo.com/>). El precio de las acciones de MHI y del S&P EUROPE 350 se puede acceder en Yahoo Finance a nivel diario, semanal, mensual o anual. A pesar de que el uso de precios diarios aumentaría el número de observaciones de la regresión, se estaría exponiendo el cálculo de la beta a un sesgo significativo ajeno al trading. Por ello, se han descargado valores mensuales para evitar dicho sesgo y se ha calculado a partir de los cambios de precios la rentabilidad mensual de MHI y del S&P EUROPE 350 (Damodaran, 2012).

El cociente de la covarianza de las rentabilidades y la varianza de las rentabilidades del índice nos permite obtener la beta o la sensibilidad de MHI a los movimientos del mercado. La Beta obtenida es de 2,25, por lo que la sensibilidad a cambios de MHI es muy superior al mercado (en este caso más del doble). Además, si se observa la Beta histórica apalancada de MHI, su valor ha pasado de moverse en sintonía al mercado ( $Beta \approx 1$ ) a más del doble ( $Beta = 2,25$ ) en unos pocos años. Ello

refleja que la COVID-19 ha afectado muy negativamente a la Beta de MHI, provocando mucha volatilidad en su precio de cotización.

**Tabla 7. Cálculo de la Beta de MHI.**

		BETA MELIÁ		2.25	
		RENTABILIDAD S&P EUROPA			
Date	MELIÁ	S&P EUROPE 350	MELIÁ	350	
1-Jan-16	9.53	1,380.52			
1-Feb-16	9.34	1,347.26	-1.99%		-2.41%
1-Mar-16	9.83	1,360.74	5.25%		1.00%
1-Apr-16	10.45	1,378.84	6.31%		1.33%
1-May-16	10.43	1,399.39	-0.19%		1.49%
1-Jun-16	9.19	1,338.64	-11.89%		-4.34%
1-Jul-16	10.1	1,384.59	9.90%		3.43%
1-Aug-16	10.65	1,389.83	5.45%		0.38%
1-Sep-16	10.59	1,387.86	-0.56%		-0.14%
1-Oct-16	10.75	1,374.33	1.51%		-0.97%
1-Nov-16	10.18	1,388.33	-5.30%		1.02%
1-Dec-16	10.58	1,468.69	3.93%		5.79%
1-Jan-17	11.34	1,463.12	7.18%		-0.38%
1-Feb-17	11.76	1,501.09	3.70%		2.60%

Fuente: Un extracto de elaboración propia

Por último, en conexión con la prima de mercado, existen dos opciones para su cálculo: utilizando la prima histórica o la prima implícita al mercado en un periodo concreto.

Para obtener la prima de riesgo, se ha utilizado un estudio de Pablo Fernández<sup>3</sup> del año 2016, donde estima que la prima de riesgo utilizada en 71 países es de media un 6,93%. Consecuentemente, y a raíz del evidente perfil internacional de MHI, se ha decidido usar este valor como estimación de la prima de riesgo del mercado al que se enfrenta la cadena hotelera.

Así las cosas, el coste del capital de las acciones asciende a:

$$Ks = 0,38\% + 6,93\% \times 2,25 = 7,07\%$$

<sup>3</sup> “Market Risk Premium used in 71 countries in 2016: A survey with 6.932 answers”.



## 2.3. La estimación del valor residual

### 2.3.1. Planteamiento teórico

Además de calcular los flujos de caja libre durante una proyección temporal a corto o medio plazo (habitualmente entre 5 y 10 años), existe una gran parte del valor de la compañía a futuro que queda por hallar: el valor residual. Más allá de la proyección temporal, los cálculos devienen imprecisos y es por ello por lo que los analistas financieros suelen calcular el valor terminal con métodos alternativos. Pequeñas variaciones en los elementos utilizados para calcular el valor residual producen cambios muy significativos en la valoración de la compañía, por lo que se debe ser muy preciso y actuar con mucha cautela al seleccionar los elementos para la valoración (Rosenbaum y Pearl, 2009).

Principalmente, existen dos formas comúnmente aceptadas para hallar el valor residual, que se detallarán a continuación:

- El método del crecimiento perpetuo de los flujos de caja<sup>4</sup>,
- El método de los múltiplos de salida (a través de múltiplos de mercado o de los múltiplos basados en la propia compañía)<sup>5</sup> (Rosenbaum y Pearl, 2009).

El valor residual, también denominado valor terminal (en inglés, *terminal value*), se calcula después de estimar los flujos de caja libres tras del horizonte de planificación. Consecuentemente, para calcular el valor de una empresa es necesario descontar el valor de los flujos de caja durante el periodo de planificación, junto con el valor residual actualizado (Mascareñas, 2011).

Normalmente, a pesar de que la duración de los flujos de caja puede ser indeterminada, es razonable entender que, a partir de un punto, su valor se reduce considerablemente debido a que la ventaja competitiva de muchos negocios tiende a desaparecer. Así, a medida que una empresa crece, deviene cada vez más difícil mantener un nivel de crecimiento elevado, por lo que eventualmente el crecimiento se reducirá hacia una tasa menor o igual que la tasa de crecimiento de la economía donde opera. Es aquí donde el valor residual de una empresa se obtiene, una vez el ciclo de vida de la empresa alcanza el periodo de madurez (Damodaran, 2012).

---

<sup>4</sup> *Perpetuity Growth Method* o *PGM*

<sup>5</sup> *Exit Multiple Method* o *EMM*

a) El crecimiento perpetuo de los flujos de caja

Uno de los métodos principales es el conocido como el método de crecimiento perpetuo de los FCL. Este método consiste en descontar los infinitos flujos de caja generados por la compañía tras el fin del horizonte de planificación, suponiendo una tasa de crecimiento perpetuo  $g$ . El flujo de caja un año después del periodo de planificación se divide entre la diferencia del coste del capital y la tasa de crecimiento perpetuo  $g$ . El valor obtenido equivale al valor residual, que posteriormente se descontará de nuevo con el coste de capital en función de los años del horizonte temporal considerado.

La expresión que resulta de descontar los flujos de caja perpetuos es la siguiente:

$$\text{Valor Terminal } n = \frac{\text{Flujos de caja libres } (n + 1)}{(\text{Coste de Capital} - g)}$$

Donde:

- $n$  representa el último año del horizonte temporal
- $n+1$  representa al periodo justamente posterior a la proyección temporal, a partir del cual se considera que el crecimiento se reduce significativamente
- *Coste de capital* ( $k$ ) representa la tasa de descuento de los flujos de caja y normalmente el Coste Medio Ponderado del Capital o WACC
- $g$  representa la tasa de crecimiento perpetuo. La tasa de crecimiento  $g$  utilizada siempre deber ser igual o inferior al crecimiento del Producto Interior Bruto del país, ya que, si se tiende al infinito, el crecimiento no sería admisible, puesto que no es posible entender que la empresa superaría el valor del conjunto de la economía nacional a muy largo plazo.

b) Los múltiplos de salida

Otra opción muy utilizada para estimar el *Terminal Value* de una compañía es el método de los múltiplos de salida. Este método utiliza un múltiplo de salida del Beneficio antes de Intereses, Impuestos y Amortizaciones (EBITDA) para el último año de planificación. Asimismo, es común utilizar el Beneficio antes de Intereses e Impuestos (EBIT) del último año de planificación como múltiplo alternativo de salida (Rosenbaum y Pearl, 2009).

Si se utilizan múltiplos de mercado, el beneficio de este método es su comparabilidad y simplicidad, al no usar la estructura de capital, amortización, depreciación y deducciones fiscales de la empresa. Consecuentemente, permite comparar empresas de una manera sencilla y rápida. Sin embargo, si el múltiplo se estima observando empresas comparables, lo que se está realizando es una valoración parcialmente a mercado en vez de una valoración intrínseca de la compañía, que es lo que se pretende en última instancia con el método del descuento de los flujos de caja (Damodaran, 2012).

El múltiplo más utilizado es el que conecta el valor de una compañía (*Enterprise Value* o EV) con el EBITDA. Así, su cálculo para cualquier compañía es:

$$\text{Multiplicador} = \frac{EV}{EBITDA}$$

Consecuentemente, la estimación del valor residual de la empresa se obtiene multiplicando el EBITDA de la compañía por el EV/EBITDA medio del sector:

$$\text{Valor Residual} = \text{EBITDA compañía} \times \frac{EV}{EBITDA} \text{ sector}$$

### 2.3.2. La aplicación al caso de Meliá Hotels International

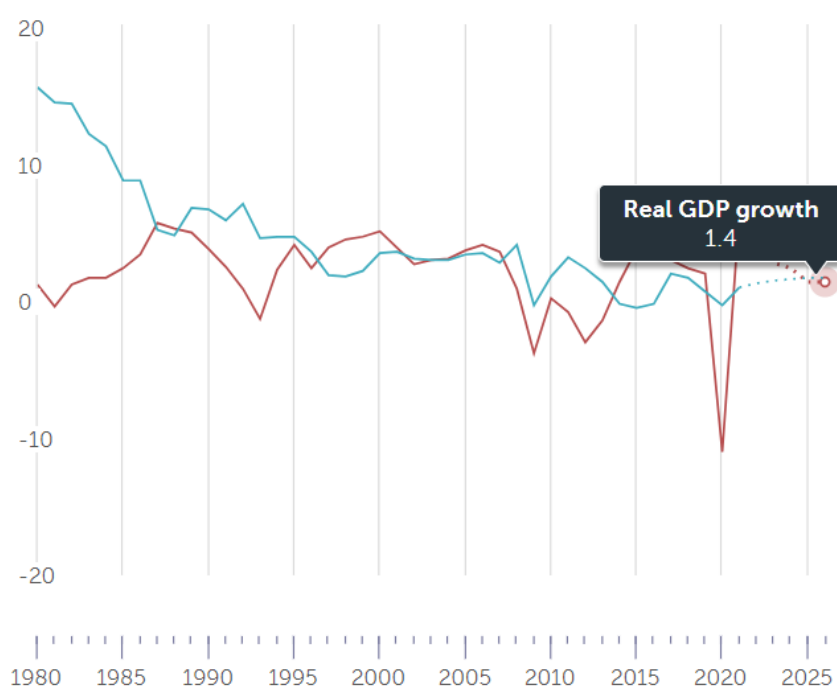
En el caso de MHI, se ha optado por calcular el valor residual mediante el método del crecimiento perpetuo de los flujos de caja. Ello se debe a que consiste en la vía más adecuada para realizar una valoración intrínseca del grupo, a diferencia de la utilización del método de los múltiplos de salida, que aplica parcialmente una valoración relativa.

Por consiguiente, para poder calcular el valor residual deviene necesario estimar la tasa de crecimiento perpetuo  $g$ . Es importante recordar que la tasa de crecimiento perpetuo no debe superar a la tasa de crecimiento del Producto Interior Bruto del país donde opera (Koler, Goedhart y Wessels, 2010). Consecuentemente, para estimar la tasa de crecimiento perpetuo sería necesario calcular el crecimiento perpetuo de las distintas regiones donde Meliá opera. Sin embargo, ante la

falta de información existente, se ha utilizado el crecimiento esperado de la economía española en el año 2025.

La información sobre el Producto Interior Bruto español en 2025 puede servir de referencia para estimar el crecimiento perpetuo de Meliá. Así, según el Fondo Monetario Internacional, el PIB español en 2025 (el último año de su predicción) será del 1,4%. No obstante, se ha decidido ajustar la tasa de crecimiento hasta el 1,2%, con el objeto de evitar inconsistencias en la valoración a muy largo plazo.

**Gráfico 3.** Evolución del PIB en España 1980-2025.



*Fuente: FMI España.*

Donde:

- La línea roja representa el crecimiento real del PIB en España,
- La línea azul refleja la tasa inflación según el Índice de Precios al Consumo.

Para obtener el valor terminal, se ha descontado el último flujo de caja entre la diferencia del CMPC (7,07%) y la tasa  $g$  (1,2%). Posteriormente, el valor residual (6.457.633 mil euros) se ha descontado del año 2030 hasta la actualidad mediante el CMPC, obteniendo un valor de 3.260.446 mil euros.

## 2.4. El valor de la empresa y el valor de los fondos propios

### 2.4.1. Planteamiento teórico

El último paso del método de descuento de flujos de caja consiste en el cálculo del valor de la compañía. El *Enterprise Value* (EV o VE, en español) consiste en la actualización del valor de los flujos de caja generados durante el horizonte temporal y el valor residual. Para descontar dichos flujos de caja, utilizaremos el coste del capital medio ponderado. Asimismo, para calcular el valor teórico de las acciones ordinarias, es necesario descontar el endeudamiento de carácter financiero tanto a largo como a corto plazo y el valor de las acciones preferentes (Mascareñas, 2011).

Así, la expresión para calcular el valor de la compañía resulta de descontar (al coste del capital) los flujos de caja y el valor residual. De esta forma, al actualizar la corriente monetaria generada por la empresa, obtenemos la valoración de la compañía por DFC. Su expresión se puede resumir en:

$$\text{Valor de la E.} = \frac{\text{Flujo de Caja Libre 1}}{1 + \text{Coste de Capital}} + \dots + \frac{\text{Flujo de Caja Libre } n + \text{Valor Residual } n}{(1 + \text{Coste de Capital})^n}$$

O, dividiendo los componentes por conceptos:

$$\text{Enterprise Value} = \sum_{i=1}^n \frac{FCL\ i}{(1 + \text{Coste de Capital})^i} + \frac{\text{Valor Residual}}{(1 + \text{Coste de Capital})^n}$$

Donde:

- Para estimar *el coste del capital* ( $k$ ), según Damodaran, se debe utilizar el Coste Medio Ponderado del Capital (WACC).
- La corriente de flujos de caja debe descontarse al coste del capital WACC, donde el *flujo de caja libre  $n$*  representa el último flujo de caja del horizonte proyectado.
- El *valor residual* se vuelve a descontar al coste del capital desde el final del horizonte temporal hasta la actualidad.

Por otra parte, para pasar del valor de la empresa al valor de los fondos (o *equity value*), se debe sumar al valor de la empresa el efectivo y equivalentes, restar la deuda financiera y restar los intereses minoritarios. Así, se obtiene el valor de los fondos propios, que se resume en la siguiente expresión.

$$Equity V. = VE + Efectivo y equivalentes - Deuda fra. - Intereses Minoritarios$$

Donde:

- *Equity Value* es el valor de los fondos propios,
- *VE o Enterprise Value* es el valor de la empresa obtenido por el descuento de los flujos de caja libres,
- *Intereses minoritarios* representa la porción los resultados de las operaciones, así como de los activos de la filial, que no pertenecen a la empresa matriz,
- *Deuda financiera neta* equivale a la diferencia entre la deuda financiera y el efectivo existente.

**Tabla 8. Deuda Neta de MHI.**

Deuda Neta: Es un indicador utilizado para evaluar el apalancamiento financiero. Se calcula como diferencia entre la deuda con entidades de crédito, emisiones de títulos a corto y largo plazo y pasivos por arrendamientos menos el Efectivo y otros medios líquidos equivalentes. La conciliación de este indicador con los diferentes epígrafes del balance consolidado para los ejercicios 2020 y 2019 se muestra a continuación:

(miles de €)	31/12/2020	31/12/2019
Obligaciones y otros valores negociables (no corriente)	34.152	33.951
Deudas con entidades de crédito (no corriente)	1.064.925	786.923
Obligaciones y otros valores negociables (corriente)	172	172
Deudas con entidades de crédito (corriente)	260.592	100.343
Pasivos por arrendamiento	1.348.559	1.436.294
Efectivo y otros medios líquidos equivalentes	(104.650)	(328.944)
<b>Deuda Neta</b>	<b>2.603.750</b>	<b>2.028.739</b>

Fuente: CCAA MHI 2020

#### 2.4.2. Aplicación al caso de Meliá Hotels International

Para calcular el Valor de la Empresa o *Enterprise Value* de MHI (4.194.595 mil euros), se suma el valor residual descontado y el valor presente de los flujos de caja libres. Después, se pasa al Valor de los Fondos Propios o *Equity Value* (1.607.637 mil euros) restando la Deuda Financiera Neta (2.708.400 - 104.650 miles de euros) y los Intereses Minoritarios.

**Tabla 9.** Valor objetivo por acción de MHI.

TIN	3%
Tasa de crecimiento perpetuo g	1.20%
Valor residual	6,457,633
Valor residual descontado	3,260,446
Valor de la empresa	4,194,595
Valor de los fondos propios	1,607,637
<b>VALOR OBJETIVO POR ACCIÓN</b>	<b>7.29</b>

kd	2.23%
ks	15.97%
Deuda	2,708,400
Capitalización	1,474,480
Total	4,182,880
CMPC	7.07%
Descuento	107.1%
Número de acciones	220,400

*Fuente: Elaboración propia.*

Así, se obtiene el precio objetivo por acción de MHI (7,29 euros) mediante la división del Valor de los Fondos Propios entre el número de acciones de la compañía (Artículo 5 de los Estatutos Sociales de MHI; 220.400 miles de acciones).

Por último, el análisis de sensibilidad es una herramienta financiera que permite observar el impacto de las variaciones en el coste de capital y en la tasa de crecimiento perpetuo g sobre la valoración. Así las cosas, el análisis de sensibilidad introduce cambios en dos variables muy relevantes, planteando diversos escenarios, con valores más pesimistas, probables y optimistas. Mediante un análisis de sensibilidad se obtiene un rango de valoración que sirve para reducir el número de hipótesis asumidas en la valoración. Es, por tanto, una herramienta muy útil para mejorar las estimaciones sobre la empresa en caso de cambios o en caso de que surgiesen errores de apreciación en los datos iniciales (Rosenbaum y Pearl, 2009).

**Tabla 10.** *Análisis de sensibilidad.*

**ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD**

		<b>g</b>		
		1.10%	1.20%	1.30%
<b>WACC</b>	6.50%	4,698,120	<b>4,772,410</b>	4,849,558
	6.75%	4,438,365	<b>4,504,753</b>	4,573,578
	7.07%	<b>4,139,408</b>	<b>4,194,595</b>	<b>4,257,064</b>
	7.25%	3,985,748	<b>4,039,394</b>	4,094,844
	7.50%	3,787,598	<b>3,836,077</b>	3,886,119

*Fuente: Elaboración propia.*



### **3. VALORACIÓN DETALLADA DE MELIÁ HOTELS INTERNATIONAL POR EL MÉTODO DE VALORACIÓN POR COMPARABLES**

En primer lugar, debe destacarse que tanto el método del descuento de flujos de caja como la valoración por múltiplos deben estudiarse como métodos complementarios, no opuestos (Titman y Martin, 2016).

El método de valoración por múltiplos es uno de los más utilizados por los analistas financieros. Con el objetivo de valorar una compañía, se utilizan ratios financieras de compañías comparables. Las empresas comparables son similares en cuanto a endeudamiento, proyección, flujos de caja, productos o servicios y valor de mercado (Mascareñas, 2011). Por otra parte, también se utilizan múltiplos de transacciones precedentes.

El método de valoración por múltiplos, al ser un método tan utilizado, presenta una serie de ventajas y desventajas. Entre sus principales ventajas, destacamos que es un método fácil de presentar a los inversores y sencillo de entender, que utiliza menos presupuestos que el método del descuento de los flujos de caja. Sobremanera, el método de las comparables proporciona un valor de la empresa acorde al de las compañías con las que se compara (Damodaran, 2012).

Sin embargo, también presenta desventajas. Por un lado, existe falta de transparencia respecto a la forma de realizar los cálculos, lo que los hace fácilmente manipulables. Asimismo, este método ignora elementos muy importantes en la valoración como el riesgo, el crecimiento o los flujos de caja de la empresa a valorar. Además, al tratarse de una valoración relativa, cuando el mercado está sobrevalorado o infravalorado, la valoración de la compañía se ve directamente afectada por esta tendencia. Igualmente, cabe reseñar que los resultados obtenidos por distintos múltiplos son difícilmente comparables entre sí y solo arroja un resultado válido para un momento temporal concreto (Damodaran, 2012).

En relación con el método de valoración por múltiplos, encontramos dos alternativas. En primer lugar, se pueden usar operaciones de fusión o adquisición de empresas similares (transacciones precedentes), utilizando el precio pagado en dichas transacciones, que suelen incluir primas de control, lo que puede hacer subir el precio pagado y distorsionar la valoración.

En segundo lugar, se pueden utilizar múltiplos de empresas comparables cotizadas, lo que permite averiguar el valor de la compañía en función de pequeñas transacciones diarias. Así, a partir de una serie de múltiplos se puede obtener una referencia de mercado de la valoración de una empresa. La premisa básica de este método se basa en la idea de que las empresas comparables comparten niveles de riesgo, de crecimiento y características financieras con la empresa a valorar, lo que facilita que la valoración obtenida sea adecuada (Rosenbaum y Pearl, 2009). Por ello, y como consecuencia de la posible distorsión derivada del uso de transacciones precedentes, se va a seguir únicamente el método de la valoración por múltiplos de empresas comparables.

Respecto al proceso de valoración por comparables, esta se realiza siguiendo tres pasos (Titman y Martin, 2016):

- i. *La identificación de empresas comparables y del sector.* Este primer paso implica ser capaz de encontrar valores de calidad. Al seleccionar las compañías comparables, hay que buscar empresas con una estructura similar. En particular, es muy importante buscar compañías similares en perspectivas de crecimiento, estructura de capital y costes operacionales y estructurales. Normalmente se utilizan compañías del mismo sector, porque las firmas de un mismo sector utilizan convenios contables parecidos, lo que permite que los ratios sean comparables.
- ii. *Elección de los ratios financieros y cálculo de una estimación inicial del valor.* Para ello, es importante encontrar los elementos fundamentales de la inversión que permitan dirimir qué variables son más importantes para valorar una empresa. Para obtener el múltiplo a aplicar, se suele obtener el promedio de los ratios financieros de las empresas comparables, o bien acudir al promedio del sector en su conjunto. El valor se obtiene multiplicando el ratio financiero por el atributo fundamental identificado como clave en dicho sector.
- iii. *Perfeccionamiento de la estimación inicial* para las características específicas de la inversión. Se realiza mediante el análisis de sensibilidad y el diagrama *Football Field*.

### 3.1. La identificación de empresas comparables y del sector

Respecto a la valoración de MHI por el método de comparables, los criterios de selección de empresas utilizados son fundamentales. Se ha optado por buscar compañías con características financieras y de negocio similares a MHI. Con esta primera aproximación, y siguiendo los diversos criterios desarrollados en el Anexo 1, se han identificado una serie de empresas comparables a MHI.

Sin embargo, la información obtenida mediante REFINITV (*Eikon*) no apoya esta estrategia, puesto que los distintos valores de estos grupos hoteleros (VE/Ventas, VE/EBITDA, PER, Precio/Valor Contable, Rentabilidad por dividendo) eran en muchos casos negativos. El impacto de la COVID-19 ha provocado que muchos de estos múltiplos sean negativos y, por tanto, dejen de ser útiles para realizar una valoración (Damodaran, 2012).

Considerando lo anterior, se ha encontrado una solución a este problema en la obra de Aswath Damodaran. El profesor de la Universidad de Nueva York ha realizado una recopilación de múltiplos de decenas de sectores. Dichos múltiplos están actualizados para el año 2021, (<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>) y clasificados por áreas geográficas (Estados Unidos, Europa Occidental, Japón, Mercados Emergentes, incluyendo China e India, y Global).

En concreto, los múltiplos de Damodaran se subdividen según sectores, utilizando cientos de empresas de todo el mundo para realizar los cálculos (incluyendo valores como, por ejemplo, NH Hotels Group S.A.). Se ha decidido utilizar la información correspondiente a Europa Occidental para el sector hotelero. Ello se debe a que Dittman y Weiner (2005) subrayaban que los errores de valoración son inferiores si se utilizan empresas que pertenecen a la misma área geográfica, particularmente para países como España, Portugal, Italia, Alemania, etc.

Por lo tanto, se ha valorado Meliá por comparables utilizando directamente los múltiplos del sector hotelero europeo.

### 3.2. Elección de las ratios financieras y cálculo de una estimación inicial del valor

Respecto a la elección de las ratios financieras, se han elegido estos cinco múltiplos por ser los más utilizados en la práctica para valorar empresas comparables:

- Valor de la empresa/Ventas (*EV/Sales*),
- Valor de la empresa/Beneficio antes de amortización, intereses e impuestos (*EV/EBITDA*),
- Precio de mercado/valor en libros (*Price/Book value*),
- Rentabilidad por dividendo (*Dividend yield*),
- Precio de mercado por acción/beneficio neto por acción (*P/E*).

#### 3.2.1. Valor de la Empresa / Ventas (*VE/Ventas*)

Según Rosenbaum y Pearl (2009), para calcular este múltiplo se debe dividir el valor de la empresa entre las ventas de la compañía. El múltiplo Valor de la empresa/Ventas (*EV/Sales*) sirve para valorar el conjunto de una compañía, tanto el nivel de deuda como los fondos propios. Consecuentemente, este método presenta la ventaja de calcular el valor de una empresa sin entrar a considerar la estructura de capital de las compañías comparables, puesto que las ventas no consideran si la financiación proviene de la deuda o bien del patrimonio neto.

Asimismo, las ventas presentan un buen indiciador del tamaño de las comparables, pero varios elementos muy importantes para valorar una empresa como la rentabilidad o los flujos de caja no se tienen en cuenta. La expresión para el cálculo del valor de una empresa resulta del producto de las ventas de la empresa y el múltiplo *VE/Ventas* del sector.

$$\text{Valor de una empresa} = \text{Ventas} \text{ cía } x \text{ Múltiplo de } \text{VE/Ventas del sector}$$

Para aplicar este múltiplo al caso de Meliá, se deben calcular las ventas de la compañía. En lugar de utilizar las ventas del 2020, se ha optado por usar el promedio de ventas de la cadena desde 2017 a 2020. La media de ventas anuales de la compañía es de 1.504.911 mil euros. Si se multiplican las ventas de Meliá por el múltiplo *VE/Ventas* del sector hotelero (4x) se obtiene el valor de la empresa de Meliá (6.029.379 mil euros).

$$VE: 6.029.379 = 1.504.911 \times 4$$

Posteriormente, si se resta la deuda financiera neta de Meliá y los intereses minoritarios (2.620.542 mil euros) se obtiene el valor de los fondos propios según este múltiplo (3.408.837 mil euros). Por último, el cociente del valor de los fondos propios entre el número de acciones (220.400 mil acciones) equivale al precio de mercado de una acción (15,47 euros por acción).

$$FFPP: 3.408.837 = 6.029.379 - 2.620.542$$

$$\text{Precio por acción: } 15,47\text{€} = \frac{3.404.912}{220.400}$$

### 3.2.2. Valor de la Empresa / Beneficio antes de amortización, intereses e impuestos (VE/EBIT)

Los analistas financieros suelen estimar el valor de una compañía (*Enterprise Value*) utilizando múltiplos del Beneficio antes de amortización, intereses e impuestos (en inglés, EBITDA). En ocasiones, se considera que el valor de EBITDA equivale a grandes rasgos al flujo de caja de una empresa. Sin embargo, ambos valores difieren en la relativa estabilidad que presenta el EBITDA respecto a los flujos de caja, una de las razones principales por la que es más común utilizar los múltiplos de EBITDA que múltiplos de los flujos de caja (Titman y Martin, 2016).

Así, el valor de una compañía deriva del producto del múltiplo de VE/EBITDA del sector y el Beneficio antes de amortización, intereses e impuestos de la empresa. Su expresión es la siguiente:

$$\text{Valor de una empresa} = \text{EBITDA} \text{ cía } \times \text{Múltiplo de VE/EBITDA del sector}$$

Para aplicar este múltiplo al caso de Meliá, se necesita el EBITDA de la compañía. En lugar de utilizar el EBITDA del año 2020, que es negativo, se ha calculado el EBITDA medio de Meliá para el periodo 2017-2020 (239.495,8 mil euros). Si se multiplica el EBITDA de Meliá por el múltiplo VE/EBITDA del sector (25,2 x) se obtiene el valor de la empresa (6.025.454 mil euros).

$$VE: 6.025.454 = 239.495,8 \times 25,2$$

Posteriormente, si se resta la deuda financiera neta de Meliá y los intereses minoritarios (2.620.542 mil euros) se obtiene el valor de mercado de los fondos propios según este múltiplo (3.404.912 mil euros). Por último, el cociente del valor de los fondos propios entre el número de acciones (220.400 mil acciones) equivale al precio de mercado de una acción (15,45 euros por acción).

$$FFPP: 3.404.912 = 6.029.379 - 2.620.542$$

$$\text{Precio por acción: } 15,45\text{€} = \frac{3.404.912}{220.400}$$

### 3.2.3. Valor de Mercado / Valor Contable

El múltiplo conocido como *Price-to-Book Value of Equity Ratio* o PVBR relaciona el precio en bolsa de una acción y su valor contable teórico. El múltiplo Valor de Mercado/Valor Contable se calcula siguiendo el método de estabilidad predicado en Gordon-Saphiro, como resultado de la división de la diferencia entre el ROE y la tasa de crecimiento perpetuo  $g$  entre la diferencia de la rentabilidad exigida a los accionistas y la tasa de crecimiento perpetuo  $g$  (Mascareñas, 2011):

$$PBVR = \frac{(ROE - g)}{(Ks - g)}$$

Donde:

- $ROE$  equivale al rendimiento sobre el capital (Allen, Brealey y Myers, 2010),
- $g$  es la tasa de crecimiento esperada,
- $Ks$  es la rentabilidad exigida por los accionistas o coste del capital de las acciones.

Por tanto, si el  $ROE$  es superior al  $Ks$ , el precio de mercado será superior al valor de libros, superando los flujos de caja medios del sector. Lo anterior equivale a decir que la compañía está infravalorada.

Sin embargo, en el caso de que el *ROE* sea inferior al *Ks*, la empresa es incapaz de igualar el flujo de mercado medio del sector, con un valor de mercado inferior al valor contable, equivalente a decir que la firma está sobrevalorada (Mascareñas, 2011).

Consecuentemente, para el cálculo del valor a mercado de los fondos propios, se utiliza el producto del valor contable de la compañía y el *Price-to-Book Ratio* medio del sector (Titman y Martin, 2016). Así, la expresión de su cálculo se resume:

$$FFPP = Valor\ contable\ de\ los\ ffpp\ cía.\ x\ \frac{Capitalización\ bursátil}{Valor\ contable\ de\ los\ ffpp}\ sector$$

Para aplicar este múltiplo al caso de Meliá, se debe calcular el patrimonio neto (valor de los fondos propios) de Meliá. Así, el patrimonio neto promedio de Meliá entre 2017 y 2020 es de 1.110.232,5 mil euros. Si se multiplica el patrimonio neto de Meliá por el múltiplo PBVR del sector hotelero (3,2 x) se obtiene el valor de los fondos propios (3.511.702 mil euros).

$$FFPP: 3.511.702 = 1.110.232,5 \times 3,2$$

Por último, el cociente del valor de los fondos propios entre el número de acciones (220.400 mil acciones) equivale al precio de mercado de una acción (15,93 euros por acción).

$$Precio\ por\ acción: 15,93€ = \frac{3.511.702}{220.400}$$

#### 3.2.4. La rentabilidad por dividendo y el precio de mercado de la acción

Los dividendos, entendidos como los “pagos periódicos a los accionistas”, suelen ser la única forma en la que se retribuyen a los tenedores de acciones. El modelo de Gordon-Saphiro calcula el valor de una acción como resultado de actualizar los dividendos esperados en el futuro según la rentabilidad exigida a las acciones (*Ks*) (Fernández, 2008). En el caso de una compañía con

dividendos de crecimiento constante a largo plazo, esto es, dividendos a perpetuidad, su expresión es:

$$P = \frac{D}{K - g}$$

Donde:

- $D$  es el dividendo por recibir en el siguiente ejercicio
- $P$  es el valor de la acción
- $g$  es la tasa de crecimiento anual media acumulativa
- $k$  es la tasa de descuento o coste del capital

Entre los inconvenientes de este modelo, encontramos que hay empresas que no pagan dividendos o los pagos son muy reducidos. Además, el modelo de Gordon-Saphiro omite variables muy relevantes para simplificar los cálculos. Otra limitación se encuentra en que un cambio en el número de acciones puede alterar el número de dividendos que se reparten por cada acción (Mascareñas, 2011).

Así, la rentabilidad por dividendo (*dividend yield*) se define como una ratio de capitalización de dividendos que se utiliza para valorar el precio objetivo de una acción. La rentabilidad por dividendo (Rosenbaum y Pearl, 2009) indica la cantidad de euros que se obtienen como contrapartida a una inversión. Además, los dividendos son una de las fuentes principales de rentabilidad para accionistas. Su cálculo resulta del cociente entre el dividendo por acción (de un periodo concreto, e.g. 1 año) y el precio de mercado de dicha acción. Su expresión en porcentaje es:

$$\text{Rentabilidad por dividendo} = \frac{\text{Dividendo por acción (DPA)}}{\text{Precio de mercado de la acción}} \times 100$$

Así, el precio de mercado de una acción se puede calcular mediante esta ratio bursátil, a través del cociente del dividendo por acción y la rentabilidad por dividendo del sector. Entonces, su cálculo se puede resumir como:

$$\text{Precio de mercado de la acción} = \frac{\text{Dividendo por acción de la cía}}{\text{Rentabilidad por dividendo del sector}}$$



Para aplicar este múltiplo al caso de Meliá, se deben utilizar los dividendos por acción de Meliá. El dividendo medio de Meliá en los últimos 5 periodos es de 0,09 euros por acción. El cociente del dividendo por acción de Meliá entre la rentabilidad por dividendo del sector (1.099%) equivale al precio de mercado de una acción (8,19 euros por acción).

$$\text{Precio por acción: } 8,19\text{€} = \frac{0,09}{1,099\%}$$

El precio obtenido es menor que en los múltiplos anteriores. Esto se debe a que MHI es una empresa controlada en un 54% por la familia Escarrer (Estructura Accionarial, MHI). Por decisión de la familia Escarrer se ha optado por no repartir muchos dividendos, por lo que el valor de mercado resultante de MHI es inferior al que arrojan los cálculos anteriores basados en otros múltiplos.

### *3.2.5. Precio de mercado de la acción / Beneficio Por Acción (PER)*

“El valor de las acciones de una empresa viene reflejado por la capitalización que hace el mercado de los beneficios de la misma”. El conocido como ratio precio-beneficio (en adelante, PER o P/E) establece cómo se conectan el precio de mercado de una acción y el beneficio para cada una de ellas (Fernández, 2008). Por tanto, el valor de las acciones ordinarias de una compañía se calcula a través del producto del beneficio neto anual de la compañía y el PER promedio del sector (Titman y Martin, 2016).

Así, el PER indica el múltiplo del beneficio neto por cada acción que se paga en bolsa. Sin embargo, en otras ocasiones, el PER se refiere al beneficio por acción previsto para ejercicios futuros, que no incluye en su cálculo las empresas cuyo BPA es negativo.

Asimismo, a medida que la tasa de crecimiento esperada del mercado aumenta, la diferencia entre los múltiplos PER se acentúa, resultando en un rango de múltiplos PER muy grande. Para los analistas, lo anterior supone que las compañías que crecen a un ritmo menor que el mercado serán más baratas que aquellas cuyo ritmo de crecimiento es superior al mercado (Damodaran, 2012).

Es importante no mezclar la ratio precio beneficio con la tasa de crecimiento estimada de los beneficios ( $g$ ). El PER indica lo que “el mercado paga por cada euro de beneficio” de una determinada participación en una compañía, o el crecimiento de los beneficios que los inversores estiman para una compañía. La definición de la  $g$  es similar. Sin embargo, si una compañía tiene un PER inferior a su  $g$ , se considera infravalorada, mientras que, si tiene un PER superior a su  $g$ , está sobrevalorada en el mercado (Mascareñas, 2011).

La definición del PER se puede resumir en la siguiente expresión:

$$\text{Ratio precio beneficio} = \frac{\text{Precio de mercado de una acción}}{\text{Beneficio por Acción (BPA)}}$$

Consecuentemente, la expresión utilizada para calcular el valor de mercado de los fondos propios resulta del producto del múltiplo PER del sector por el BPA esperado de la cía.

$$\text{Valor de los fondos propios} = (\text{PER sector}) \times \text{BPA de la cía}$$

Para aplicar este múltiplo al caso de MHI, se divide el resultado del ejercicio proyectado para 2022 entre el número de acciones de la compañía. El resultado es el beneficio por acción para el año 2022 (BPA de 0,23 euros por acción). Posteriormente, se multiplica el PER del sector hotelero para el año 2022 (38,9 x) por el BPA de Meliá. El resultado es el precio de mercado de una acción (8,85 euros por acción).

$$\text{Precio por acción: } 8,85\text{€} = 38,9 \times 0,23$$

El precio obtenido es menor que en otros múltiplos. Esto se debe a que, incluso en 2022, Meliá no habrá alcanzado por completo su recuperación. Consecuentemente, el valor de mercado resultante es ligeramente inferior al que arrojan otros múltiplos.

### 3.3. Perfeccionamiento de la estimación inicial

En resumen, se considera que los múltiplos obtenidos son representativos y sirven para poder valorar adecuadamente una empresa como MHI, perteneciente al sector hotelero. Por ello, aplicando los múltiplos a los valores de promedios de Ventas, EBITDA, Patrimonio Neto y Dividendos de MHI, obtenemos distintos precios por acción.

**Tabla 11.** CCAA de MHI 2017-2020.

	2017	2018	2019	2020	Promedio
Ventas	1,859,183	1,831,315	1,800,748	528,398	1,504,911.0
EBITDA	305,077	326,527	477,910	-151,531	239,495.8
Patrimonio Neto	1,269,856	1,384,204	1,286,030	500,840	1,110,232.5
Dividendo					0.06
BPA					0.23

Fuente: Elaboración propia.

**Tabla 12.** Valor a mercado de las acciones a partir de diversos múltiplos calculados para Europa occidental (2021).

Múltiplos del Sector Hotelero		Deuda Financiera Neta e		Valor de Mercado de los	Valor a mercado de las
		EV	Intereses Minoritarios	FFPP	acciones
EV/Sales	4.0	6,029,379	2,620,542	3,408,837	15.47
EV/EBITDA	25.2	6,025,454	2,620,542	3,404,912	15.45
Market Value/Book Value	3.2			3,511,702	15.93
Dividend Yield	1.099%				8.19
Forward P/E	38.9				8.85
				Media	12.78

Fuente: Elaboración propia a partir de <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>.

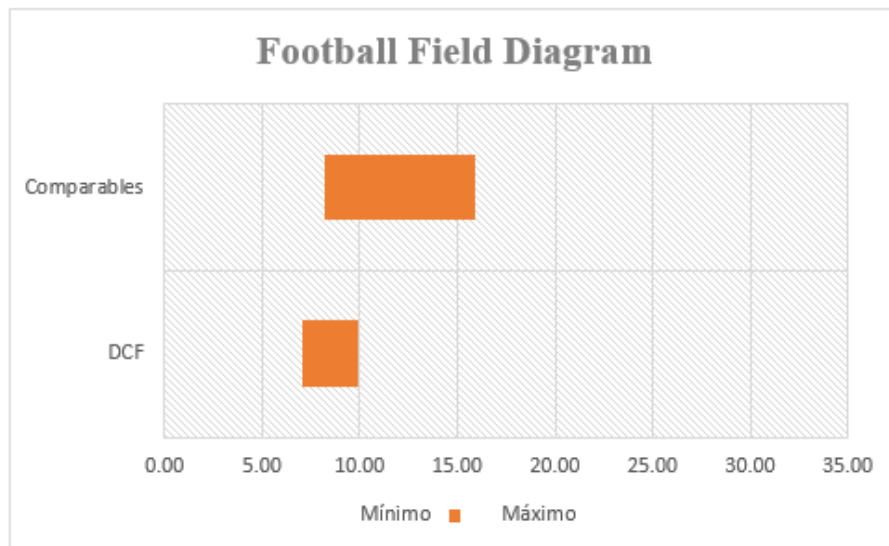
A raíz de los cinco múltiplos resumidos en la tabla, el precio de MHI se sitúa en un rango que va desde los 8,19 euros por acción hasta los 15,93 euros por acción. Como se ha comentado, por las características de Meliá, el rango de valores es amplio, debido principalmente a una política de dividendos conservadora y un BPA del año 2022 aún afectado por la pandemia. Así, cualquier

precio obtenido mediante el método de valoración por comparables muestra que el valor relativo de MHI es mayor que el actualmente representado por su cotización bursátil.

Por otra parte, el diagrama denominado *Football Field* permite comparar el método del descuento de los flujos de caja y el método de las empresas comparables de una manera muy visual. El rango de valoración obtenido incluirá los valores mínimos y máximos obtenidos con el análisis de sensibilidad ajustado en función de cambios en el coste del capital y en la tasa de crecimiento perpetuo de DCF. Asimismo, el diagrama *Football Field* recoge los resultados obtenidos en la valoración por empresas comparables del sector hotelero, con los valores mínimos y máximos. Consecuentemente, el diagrama arroja un rango de valoración con el que se reducen el número de presupuestos inicialmente asumidos en la valoración, con un valor medio de 11,49 euros por acción (Rosenbaum y Pearl, 2009).

**Tabla 13.** *Football Field Diagram.*

	Minimo		Máximo
DCF	7.04	2.87	9.92
Comparables	8.19	7.74	15.93



*Fuente: Elaboración propia.*

## **4. LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS**

### **4.1. Concepto de fusiones y adquisiciones**

Las Fusiones y Adquisiciones (F&A) tienen gran relevancia en los mercados. Consecuentemente, se han realizado numerosos estudios con el objetivo de profundizar sobre el tema. En estos apartados se realizará un análisis de los elementos fundamentales de las F&A y sus principales consecuencias prácticas. Aunque que las fusiones y las adquisiciones tienen diferentes definiciones, estas diferencias no son relevantes de cara a la elaboración de esta obra. Por consiguiente, y en concordancia con la metodología utilizada por Jaffe, Ross, y Westerfield (2012), a menos que se indique lo contrario, se mencionarán las fusiones y las adquisiciones como sinónimos.

Así las cosas, definimos fusión como “un acuerdo de dos o más sociedades, jurídicamente independientes, por el que se comprometen a juntar sus patrimonios y formar una nueva sociedad” (Mascareñas, 2011).

### **4.2. Motivos para plantear las fusiones y adquisiciones**

Es necesario llegado a este punto explicar los motivos para plantear operaciones de fusión y adquisición. Una compañía que crea valor no sólo beneficia a sus accionistas, sino también a todas las partes involucradas (Rappaport, 1998). Por consiguiente, las F&A se deben llevar a cabo para maximizar la creación de valor para el accionista.

Existen varios motivos por los que tiene sentido económico plantear fusiones y adquisiciones de empresas. Entre los efectos de las F&A, el más deseado es el de la creación de sinergias, de distintas clases. Sobre las causas de la sinergia, Rhodes-Krop y Robinson (2008) destacan que las compañías se fusionan porque tienen características similares y, por lo tanto, pueden generar sinergias entre ellas más fácilmente.

Sin embargo, las F&A no siempre crean valor para el accionista. El mercado no es perfecto y se puede equivocar en las predicciones sobre las virtudes o defectos de las operaciones (Mascareñas, 2011). En concreto, nunca se debe subestimar la importancia de la integración cultural de las empresas fusionadas (The Economist, 2000).

Respecto a los motivos dudosos para plantear las fusiones y adquisiciones destacan tres: la búsqueda de la diversificación, el efecto de la autosuficiencia y la búsqueda de un menor coste de la financiación (Jaffe, Ross, y Westerfield, 2012). Además, entre las principales causas del fracaso en las fusiones y adquisiciones se incluyen: la valoración excesivamente optimista del potencial de mercado, la sobrestimación de las sinergias, un incorrecto proceso de Due Dilligence, ofertar un precio excesivo y una integración deficiente después de la F&A (Copeland, Koller y Murrin, 2007). Para mayor información, obsérvese el Anexo 2.

A continuación, y como ejemplo introductorio, se presentan dos tablas, donde se detallan los motivos principales y más rentables para realizar F&A según los directivos españoles.

**Tabla 14.** *Los motivos que inducen a realizar F&A en España (máxima puntuación = 5).*

Motivo	Valoración
1. Perseguir el liderazgo del sector	3,77
2. Creación de valor para el accionista	3,65
3. Aumento de valor para el accionista	3,64
4. La obtención de sinergias operativas	3,58
5. El aumento de la rentabilidad	3,52
6. La mejora de la gestión de la empresa adquirida	3,43
7. La búsqueda de productos/servicios complementarios	3,27

*Fuente: Izquierdo y Mascareñas (2000).*

**Tabla 15.** *Los motivos más rentables para realizar F&A en España (máxima puntuación = 3).*

Motivo	Valoración
1. Creación de valor para el accionista	1,93
2. La mejora de la gestión de la empresa adquirida	1,85
3. Aumento o protección de la cuota de mercado	1,83
4. El aumento de la rentabilidad	1,82
5. La búsqueda de productos/servicios complementarios	1,70
6. Penetrar nuevos mercados geográficos	1,68
7. La obtención de sinergias operativas	1,68

*Fuente: Izquierdo y Mascareñas (2000).*

### El efecto sinérgico en una fusión o adquisición

Una fusión o adquisición crea valor para los accionistas cuando la empresa resultante posee un valor de mercado superior al de las empresas separadas. En este caso, se afirma que se ha producido un “efecto sinérgico” entre ambas empresas.

En este sentido, para Jaffe, Ross, y Westerfield (2012) una sinergia se da si el valor de la empresa resultante es mayor que la suma del valor de la vendedora y el valor de la compradora.

La expresión para calcular una sinergia es la siguiente:

$$\text{Sinergia} = V_{ab} - (V_a + V_b)$$

Donde  $V_a$  es el valor de la empresa A,  $V_b$  es el valor de la empresa B y  $V_{ab}$  es el valor de la empresa combinada. Así, la sinergia es la diferencia entre el valor de la empresa combinada menos la suma de ambas compañías antes de la operación (Jaffe, Ross, y Westerfield, 2012).

### La prima pagada en una fusión o adquisición

Una prima es un sobreprecio pagado sobre el valor de cotización de una empresa. Por lo tanto, si se dice que se ha pagado una prima del 30% sobre una acción con un precio de 10 euros, realmente la empresa adquirente está pagando 13 euros (10 euros del valor de cotización en el mercado más 3 euros de prima).

La prima se paga como contraprestación por el futuro control de la empresa objetivo y como forma de reparto de sinergias entre los accionistas de ambas empresas. Así, al pagarse una prima se están anticipando parte de las sinergias que se esperan obtener con dicha operación. Por lo tanto, la exactitud en el cálculo de las sinergias es clave para fijar la prima (Mascareñas, 2011).

### El Valor Actual Neto de la fusión o adquisición

Llamaremos Valor Actual Neto (en adelante, VAN) a la diferencia entre la ganancia y el coste de la operación. El VAN de la operación juega un papel preponderante. Sólo cuando el VAN de una

fusión sea positivo, esto es, las sinergias de la fusión superen a la prima pagada, la operación tendrá sentido. Por tanto, para el caso de las adquisiciones, cuando valor actual neto de la inversión es mayor que 0 (valor de los free cash flow actualizado > precio de compra pagado por las acciones), se puede afirmar que existen sinergias que apoyan teóricamente la operación (Mascareñas, 2011). Para calcular el coste de adquirir una compañía, obsérvese la diferencia entre el pago en efectivo realizado y el valor de mercado de la compañía objetivo antes de la operación (Allen, Brealey y Myers, 2010). La expresión siguiente explica los conceptos incluidos en el coste de adquisición.

$$\text{Coste de la adquisición} = \text{Efectivo pagado} - Vb$$

#### Fuentes de las sinergias

Las sinergias surgen de los denominados incrementos de flujo de efectivo ( $\Delta FE_t$ ) tras la Fusión o Adquisición. Su expresión es la siguiente:

$$\Delta FE_t = \Delta \text{Ingresos } t - \Delta \text{Costes } t - \Delta \text{Impuestos } t - \Delta \text{Requerimientos de capital } t$$

Como se desprende de la expresión, existen cuatro fuentes de las sinergias:

- Los incrementos de ingresos.
- La reducción de costes.
- La reducción de impuestos.
- El decremento de requerimientos de capital (Jaffe, Ross, y Westerfield, 2012).

A continuación, se detallan los cuatro principales motivos o fuentes de sinergias en las F&A.



#### *4.2.1. Aumento de los ingresos*

Las sinergias de ingresos se presentan como un motivo más que razonable para embarcarse en una operación de estas características. En el caso de Meliá Hotels International, las sinergias de ingresos es una de las principales razones por la que se plantearía una consolidación.

Entre los principales incrementos de ingresos para una compañía fusionada destacan las ganancias de marketing, impulsadas por una reducción de campañas de publicidad ineficaces, una mejor programación por mayor poder de negociación con los medios, la mejora de la red de distribución y una combinación de productos más equilibrada (Jaffe, Ross, y Westerfield, 2012).

Asimismo, se deben destacar los beneficios estratégicos. La fusión de dos empresas con productos combinables generaría lo que denominaba Michael Porter ventaja competitiva. Los beneficios estratégicos obtenidos de introducirse en una industria distinta mediante una F&A, se conocen como “cabeza de playa” (Porter, 1998).

Además, el poder de mercado o monopólico es una tercera fuente de incremento de ingresos en las F&A. Si la Comisión Europea y la Comisión Nacional de Competencia autorizan una fusión o adquisición, la competencia en el sector se reduce. Consecuentemente, los precios se pueden aumentar y se pueden generar sustanciosos beneficios para la empresa combinada.

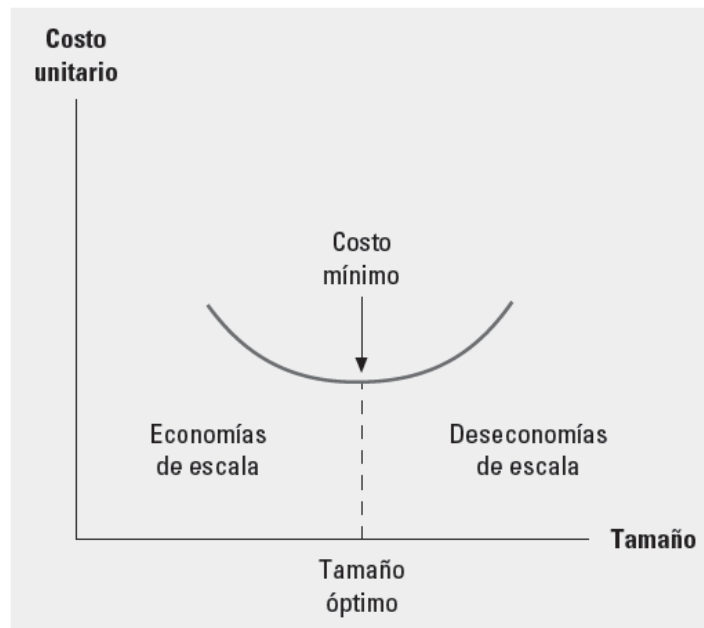
#### *4.2.2. Reducción de Costes*

La reducción de costes es otra de las principales fuentes de sinergias. Las posibles disminuciones en costes es otra de las razones por la que MHI debería plantearse la posibilidad de una fusión o adquisición.

En primer lugar, *las economías de escala*. Se trata de un motivo muy común para argumentar una posible fusión o adquisición. Las economías de escala se dan cuando el coste medio de producción disminuye a medida que el nivel de producción aumenta. El hecho de poder diseminar los gastos generales permite observar fácilmente la reducción de costes de las fusiones (Jaffe, Ross, y Westerfield, 2012). En resumen, las economías de escala suponen la distribución de los costes fijos de la empresa fusionada entre un mayor volumen de actividad (Allen, Brealey y Myers, 2010).

Sin embargo, existe un límite para la reducción de los costes, y se encuentra en el denominado tamaño óptimo empresarial. A partir de superar determinado umbral, se generan “deseconomías de escala”, que producen un incremento del coste por unidad.

**Gráfico 4.** *Economías y deseconomías de escala.*



*Fuente: Jaffe, Ross, y Westerfield (2012).*

Asimismo, se deben destacar como fuentes de sinergias las economías de integración vertical, la complementariedad de recursos (Allen, Brealey y Myers, 2010), la consolidación de la industria (Houston, James y Ryngaer, 2001) y la reducción de ineficiencias de carácter administrativo (Jensen, 1986) al sustituir a los directivos de las compañías adquiridas (Martin y McConnell, 1991). Para profundizar sobre estas fuentes de sinergias, se puede consultar el Anexo 3.

#### 4.2.3. Ganancias fiscales

Otro de los motivos principales para plantear una F&A es la reducción del pago de impuestos. Existen varias maneras de reducir el pago de impuestos mediante una fusión o adquisición, que MHI podría utilizar.

Primero, con *las pérdidas netas de la operación*. Tras una F&A, cuando una compañía que tiene muchos beneficios se combina con otra empresa que tiene considerables pérdidas, el grupo resultante podría utilizar las pérdidas de una división para deducirlas del pago de impuestos de la empresa más rentable (Empresa AB en estado 1). En el caso anterior a la fusión las empresas no se podrían aprovechar de las pérdidas netas de la operación (Estado 1 y Estado 2) y se pagarían más impuestos.

Como se puede observar en la siguiente tabla, el pago de impuestos después de la fusión es menor en cualquier situación que el pago de impuestos antes de la operación. Este es un buen ejemplo de reducción de costes de la que MHI podría sacar provecho al fusionarse con otro grupo, especialmente en una situación donde el COVID-19 está generando cuantiosas pérdidas.

**Tabla 16.** *Ganancias fiscales en una fusión.*

	Antes de la fusión				Después de la fusión	
	Empresa A		Empresa B		Empresa AB	
	Si ocurre estado 1	Si ocurre estado 2	Si ocurre estado 1	Si ocurre estado 2	Si ocurre estado 1	Si ocurre estado 2
Utilidad gravable	\$200	-\$100	-\$100	\$200	\$100	\$100
Impuestos	68	0	0	68	34	34
Utilidad neta	\$132	-\$100	-\$100	\$132	\$ 66	\$ 66

*Fuente: Jaffe, Ross, y Westerfield (2012).*

Las operaciones F&A también permiten aumentar la capacidad de endeudamiento de la empresa resultante mediante *la creación de un escudo fiscal* del que sacar provecho para pagar menos impuestos (Jaffe, Ross, y Westerfield, 2012).

Por último, *la inversión de los fondos excedentes*. Las compañías, al distribuir dividendos resultantes del resultado del ejercicio, tienen que pagar el Impuesto sobre Sociedades, lo que supone un mayor coste para los accionistas. Sin embargo, si se reinvierten dichos fondos en adquisiciones empresariales, se estará reduciendo el pago de impuestos y al mismo tiempo se estará generando valor para los accionistas (Jaffe, Ross, y Westerfield, 2012).

#### *4.2.4. Disminución de necesidades de capital*

La última categoría utilizada en la fórmula del cálculo de los incrementos de flujos de efectivo son las reducciones de requerimientos de capital. Cuando se produce una fusión o adquisición empresarial, es común que los administradores decidan reducir duplicidades, como oficinas o instalaciones duplicadas.

De esta manera, se pueden reducir los costes de capital. Sin embargo, las fusiones también dan pie a reducir en muchas ocasiones el capital trabajo, despidiendo a un gran número de trabajadores que realizan funciones duplicadas en ambas compañías (Jaffe, Ross, y Westerfield, 2012).

### **4.3. Datos empíricos sobre la creación de valor en las fusiones y adquisiciones. Distintas perspectivas**

Para confirmar que las sinergias se apoyan en datos empíricos, se han utilizado diversos estudios. Este análisis es muy relevante para afirmar o rechazar la recomendación de llevar a cabo la adquisición o fusión por absorción de Meliá.

En primer lugar, según Copeland, Koller y Murrin (2007), en el análisis de varias fusiones y adquisiciones de un valor superior a 500 millones de dólares entre 1996 y 1998, se esperaba que los vendedores se viesen beneficiados por la operación en el 90% de los casos, mientras que los compradores no obtendrían beneficios extra.

En segundo lugar, según Moeller, Schlingemann y Stulz (2005) y Jaffe, Ross, y Westerfield (2012), las F&A crean valor para las compañías adquiridas y para las empresas resultantes. Sin embargo, existen datos a favor y en contra de la creación de valor para las empresas adquirentes. Para mayor detalle, obsérvese el Anexo 4.

Por último, según el análisis de más de 300 operaciones de F&A en Asia desde 2002 hasta 2012, cuando se llevan a cabo F&A por motivos razonables, el rendimiento a largo plazo de la compañía mejora. Entendemos como motivos razonables la búsqueda de sinergias de ingresos, de costes, fiscales y de capital. En cambio, si se llevan a cabo F&A por motivos dudosos, el rendimiento a largo plazo de la compañía fusionada es menor (Darminto, Prijadi, Rani y Shauki, 2020).

**Tabla 17.** Rendimiento a largo plazo de las fusiones en función de diversos motivos.

Table 10. Average long term performance for each motives categories (based on market reaction)			
	LTP Year1	LTP Year2	LTP Year3
Total (n = 301)	0.0010	0.0034	0.0036
Synergy (n = 178)	0.0055	0.0076	0.0098
Agency (n = 123)	-0.0056	-0.0027	-0.0054
Prob. of difference test	(0.0558)*	(0.0675)*	(0.0067)***

Source: Authors' own calculation (2019)

Fuente: Darminto, Prijadi, Rani y Shauki (2020).

En resumen, las F&A son operaciones rentables para la empresa combinada y generan beneficios para los accionistas de las empresas vendedoras. Sin embargo, los datos de rentabilidad de las operaciones para las empresas adquirentes no siempre son tan claros.

#### 4.4. Financiación de la fusión (absorción) o adquisición

Existen dos formas principales para estructurar una fusión o adquisición: mediante acciones (*shares*) o a través de efectivo (*cash*). Por lo tanto, los potenciales compradores de Meliá deberán tomar en consideración de qué manera desean financiar la operación.

Las acciones se suelen obtener mediante una ampliación de capital de la empresa adquirente, que se otorgan a los accionistas de la empresa adquirida. En cambio, el efectivo se consigue mediante la financiación de entidades de crédito, cuya deuda se repagará gracias a los flujos de caja de las empresas combinadas.

La diferencia clave entre las acciones y el efectivo como instrumentos de financiación se encuentra en el coste. Mediante acciones, el coste de la fusión depende de las ganancias generadas, puesto que se utilizará el precio por acción después del anuncio de la operación para calcular la ecuación de canje. En cambio, mediante el efectivo el coste de la F&A se establece independientemente de las ganancias que se deriven de la operación (Allen, Brealey y Myers, 2010).

Respecto a la decisión de cómo financiar la operación, se plantea la pregunta, ¿efectivo o acciones? En primer lugar, hay que atender a la estructura de capital de las compañías. Si la empresa adquirente tiene menos recursos ajenos proporcionalmente que lo habitual en su sector, lo lógico

sería financiar la mayor parte de la operación mediante deuda, acercando la estructura de capital de la empresa a su nivel óptimo. Sin embargo, si alguna de las empresas está sobre endeudada, especialmente la empresa adquirente, sería más razonable utilizar una mayor proporción de acciones en la financiación.

En segundo lugar, la valoración de la empresa deviene fundamental. Si los directivos de la empresa adquirente consideran que su compañía está sobrevalorada, tienen un incentivo para pagar con acciones. Esto se debe a que los ejecutivos conocen que el verdadero valor de las acciones es inferior a esa cifra (Jaffe, Ross, y Westerfield, 2012).

No obstante, en este caso lo lógico es que los ejecutivos de la empresa adquirida pidan mejores condiciones durante las negociaciones, esto es, soliciten una prima considerable. Además, el mercado también reaccionará. Según Andrade, Mitchell y Stafford (2001) el valor de la empresa adquirente se reduce considerablemente después de un anuncio de adquisición por acciones.

## **5. ESTUDIO DE UNA OPERACIÓN DE FUSIÓN O ADQUISICIÓN DE MELIÁ HOTELS INTERNATIONAL**

### **5.1. Análisis del sector turístico y de Meliá Hotels Internacional ante la crisis generada por la COVID-19**

#### *5.1.1. El sector turístico tras el impacto de la COVID-19*

El año 2020 se ha visto fuertemente marcado por el impacto de la COVID-19. Durante este periodo, el Producto Interior Bruto mundial se ha visto reducido en un 3,5%, aunque dicha reducción ha afectado de manera desigual a los distintos países y a los diferentes sectores. Como consecuencia de la crisis sanitaria, los gobiernos se han centrado en controlar la pandemia e inmunizar a la población de la forma más rápida y eficaz posible (Informe de Gestión y CCAA MHI, 2020).

En España, el Producto Interior Bruto (en adelante, PIB) se ha reducido en un 11%, siendo una de las economías más afectadas por la pandemia. A raíz de esta crisis, España ha pasado a ser el segundo país de la Unión Europea con mayor nivel de desempleo (16,54%).

En relación con el sector turístico, el impacto de la COVID-19 ha perjudicado especialmente a su cadena de valor. En 2019, el sector turístico representaba el 7% del comercio mundial, creciendo a un ritmo superior que el crecimiento del PIB de muchos países. Sin embargo, las llegadas internacionales de viajeros se han reducido un 75%, provocando un desplome de la demanda que ha reducido los ingresos del sector turístico en un 70%. Sobremanera, en niveles muy parecidos se ha visto reducido el tráfico aéreo de pasajeros y el número de viajeros.

Mientras que durante la crisis de 2009 la demanda en el sector se redujo un 4%, en esta crisis sanitaria la demanda se ha reducido a cifras de hace 30 años. Además, las pérdidas estimadas por la COVID-19 son 11 veces superiores a las pérdidas provocadas por la crisis de 2009, alcanzando la cifra estimada de 1,3 billones de dólares (Visión del Sector Turístico, Informe de Gestión y CCAA MHI 2020).

En Europa, a excepción de una pequeña mejora durante el verano, se ha producido una pérdida de 500 millones de turistas. España, el segundo país del mundo con más turistas internacionales, ha

visto reducido su PIB turístico en 106.000 millones de euros respecto a 2019. Además, el peso del sector turístico ha pasado del 12,4 % al 4,3%.

En conexión con las perspectivas de recuperación del sector turístico, a corto plazo no hay nada cierto y todo dependerá de la evolución del ritmo de contagios, de las restricciones implementadas y la distribución de la vacuna. El Fondo Monetario Internacional (en adelante, FMI) ha estimado que el PIB global en 2021 puede crecer un 5,5% revisando sus previsiones al alza en un 0,3%. Además, la eurozona presenta un crecimiento potencial en el 2021 del 5,1%. Lamentablemente, el FMI ha reducido la previsión de crecimiento para España desde el 7,2% hasta el 5,9% debido a las continuas restricciones impuestas y a la lentitud del ritmo de vacunación (<https://www.imf.org/es>).

El año 2021 se inició con un 85,9% de la demanda turística en España congelada y con una previsión de facturación del 45% sobre los niveles de 2019 (Visión del sector turístico, Informe de Gestión MHI). No obstante, se espera un verano con mejores resultados que en el 2020 con una recuperación de 48.000 millones de euros, con la reactivación de un gran número de viajeros.

Si se mantienen estas previsiones, la proporción del turismo sobre el PIB Español alcanzará el 8,2% del total. Sin embargo, los empresarios no esperan recuperar sus niveles de facturación de 2019 hasta el segundo trimestre de 2022 (31,6%), o el primer semestre de 2023 (38,3%) o incluso en periodos más lejanos en el tiempo (13,6%) (Visión del sector turístico, Informe de Gestión y CCAA MHI, 2020).

Exceltur (<https://www.exceltur.org/>), la institución más relevante del sector turístico en España, reclamó al Gobierno un plan específico para el sector basado en varios pilares:

- i. Aceleración del ritmo de vacunación, para alcanzar cuanto antes la inmunidad de rebaño.
- ii. Extensión de los ERTE y otras figuras análogas para asegurar el empleo de cientos de miles de personas.
- iii. Ayudas directas al sector turístico de alrededor 5.000 millones para mantenerlo a flote.
- iv. Implantación de normativas a nivel global homogéneas sobre el control de fronteras.

La Organización Mundial del Turismo ha marcado cinco prioridades para que el sector turístico recupere su actividad (<https://www.unwto.org/es>).



**Gráfico 5. Cinco prioridades del sector turístico.**



*Fuente: CCAA 2020 MHI, Fondo Monetario Internacional, WTTC, UNWTO, Expansión, Hosteltur, Exceltur, OMT.*

### *5.1.2. Meliá Hotels Internacional tras el impacto de la COVID-19*

Meliá Hotels International es una compañía hotelera fundada en 1956 en Mallorca, que ha ido creciendo de forma paulatina hasta crear una cadena hotelera internacional. En 1985, la compañía comenzó a expandirse internacionalmente adquiriendo cientos de hoteles en todo el mundo. En 1996 la conocida entonces como “Grupo Sol Meliá” salió a bolsa y se convirtió en una compañía cotizada. En 2002 se posicionó como la primera cadena hotelera de España y en 2008 como la tercera de Europa y la duodécima a nivel mundial. Actualmente, se ha convertido en un referente global del sector hotelero<sup>6</sup>.

Su modelo de negocio se basa en la gestión de hoteles en propiedad, en alquiler, en gestión o mediante franquiciado. Además, MHI ha desarrollado un portafolio de marcas específicas para los

<sup>6</sup> Referente mundial en *Leisure* y *Bleisure*.

distintos nichos del mercado hotelero, con el desarrollo de servicios de gama media y alta<sup>7</sup> (Informe de Gestión y CCAA consolidadas MHI, 2020).

**Gráfico 6. Marcas y modelo de gestión de MHI.**



Fuente: Informe de Gestión y CCAA consolidadas MHI (2020).

MHI posee 367 hoteles en 41 países con 94.928 habitaciones. Alrededor del 52% de sus hoteles son de carácter urbano, mientras que el 48% son hoteles de tipo vacacional. Asimismo, en España se sitúan algo más del 39% de las habitaciones disponibles del grupo. Las principales magnitudes de Meliá se detallan en el Anexo 5.

En el año 2019 la empresa ya se estaba preparando para un entorno más volátil, incierto, complejo y ambiguo<sup>8</sup>. Asimismo, su presencia en China y experiencia en crisis como el SARS en 2004 les permitió prepararse, apostando por la digitalización (170 millones de euros invertidos desde 2015).

Sin embargo, el impacto provocado por la pandemia fue mucho mayor de lo que se podía esperar, sufriendo la compañía una reducción de más del 70% en su facturación, con unas pérdidas de 575 millones en el 2020. Durante los meses de abril y diciembre, el 40% de la cartera hotelera de Meliá permaneció cerrada, con especial incidencia en los segmentos hoteleros urbanos, que se sitúan en

<sup>7</sup> Segmentos *upscale* (72%) y *premium* (22%).

<sup>8</sup> *Volatility, uncertainty, complexity and ambiguity (VUCA)*.

áreas muy afectadas por las restricciones<sup>9</sup> y con espacios menos abiertos y amplios. Desde marzo 2020, MHI se vio obligada cerrar temporalmente 261 hoteles, con más de 40.000 empleados trabajando en remoto.

No obstante, Meliá ha seguido apostando por la diversificación geográfica, abriendo 3 hoteles nuevos con más de 1.400 habitaciones en el 2020. Además, la cadena ha elaborado un plan táctico de 12-18 meses de duración para afrontar la crisis, denominado el “Día Después”. Dicho plan busca fomentar la resiliencia y la recuperación económica de la compañía en base a 5 palancas de actuación:

- Gestión táctica de la COVID-19.
- Evolución organizativa.
- Apuesta por la digitalización.
- Gestión sostenible.
- Fortalezas del negocio.

**Gráfico 7.** *El Día Después.*



*Fuente: Informe de Gestión y CCAA consolidadas MHI (2020).*

<sup>9</sup> Meetings, Incentives, Conventions and Exhibitions/Events (MICE) y Business Travel.

Finalmente, y según las propias previsiones de MHI, los niveles de facturación del 2019 solo se alcanzarán a partir del 2023 o incluso del 2024. Para conseguir esta recuperación, la cadena hotelera se centrará en la expansión en zonas vacacionales de la cuenca mediterránea (España, Portugal, Italia, Grecia, etc.), en el caribe y en el sudeste asiático (Informe de Gestión y CCAA consolidadas MHI, 2020).

## **5.2. Propuesta de fusión o adquisición de Meliá Hotels International para paliar el impacto de la COVID-19**

### *5.2.1. La fusión o adquisición de Meliá Hotels International*

La COVID-19 ha provocado grandes cambios en el negocio de MHI. Al objeto de amortiguar el impacto de la COVID-19, este Trabajo de Fin de Grado plantea la posible venta de MHI. La propuesta consiste en la valoración de MHI y una oferta de venta a potenciales compradores. No se entra a valorar si la operación debe estructurarse mediante una operación de fusión o de adquisición, al tratarse como equivalentes ambas operaciones a los fines de este trabajo.

Las fusiones o adquisiciones horizontales son las operaciones más comunes en la práctica (Allen, Brealey y Myers, 2010). Por ello, no se contemplan fusiones verticales o de conglomerado, solo fusiones horizontales, esto es, ofertas de compañías que compiten con Meliá (Jaffe, Ross, y Westerfield, 2012).

### *5.2.2. Motivos para plantear la fusión o adquisición de Meliá Hotels International*

Entre los motivos por los que se plantea esta operación, destaca la creación de sinergias. Como se ha explicado, existen cuatro fuentes de sinergias: aumento de los ingresos, reducción de los costes, una mejor fiscalidad y una reducción en las necesidades de capital. Las cuatro principales fuentes de sinergias solo se pueden obtener en operaciones de F&A con empresas estratégicas. Por lo tanto, solo aquellas empresas con características similares a MHI pueden beneficiarse de la creación de valor con la operación (Rhodes-Krop y Robinson, 2008). Para entender el concepto de características similares se debe pensar en actividades económicas comunes, nivel de facturación similar, estrategia internacional parecida y culturas corporativas con valores coincidentes. Por

consiguiente, solo en aquellas fusiones y adquisiciones donde la integración cultural se realice adecuadamente, la fusión o adquisición será exitosa.

Considerando lo anterior, el pago de una prima elevada será más probable cuando un comprador del mismo sector que Meliá (comprador estratégico) esté involucrado en la operación. Lo anterior deberá tenerse en cuenta en la selección de los posibles compradores.

### *5.2.3. Datos empíricos para justificar la fusión o adquisición de Meliá Hotels International*

En conexión con la creación de valor, se han llegado en este trabajo a una serie de conclusiones en el plano teórico. En primer lugar, en este tipo de operaciones, los vendedores suelen recibir primas significativas. Las empresas resultantes de la F&A suelen ser más rentable y también suelen salir beneficiadas de la operación. Sin embargo, en este tipo de operaciones surgen ciertas dudas sobre su rentabilidad para los compradores.

El motivo para explicar los mayores rendimientos para los vendedores se encuentra en la competencia entre posibles compradores, que motiva que el precio de cotización de la empresa objetivo aumente considerablemente. Esto suele provocar, si existen muchos postores invitados a la negociación, que una parte considerable de las sinergias se traslade a los accionistas de la empresa adquirida en forma de prima. Para el caso de MHI, incluso si no se acaba produciendo la F&A, a menudo la cotización de la compañía aumentará (Andrade, Mitchel y Stafford, 2001).

Lo que sí puede afirmarse con rotundidad es que la fusión o adquisición de MHI crearía valor para sus actuales accionistas. Por ello, existen razones de peso para que la propuesta realizada sea viable y se lleve a cabo.

### *5.2.4. Financiación de la fusión o adquisición de Meliá Hotels International*

En relación con la forma de estructurar la fusión o adquisición, existen fundamentalmente dos vías: mediante el intercambio de acciones o a través de efectivo. Los potenciales compradores de Meliá deberían analizar la fórmula de financiación de la operación. Del resultado de nuestro trabajo, se recomendaría a Meliá aceptar ofertas donde se pague en acciones el valor de cotización de MHI (aproximadamente 6,80 euros por acción a 19 de marzo de 2021) más una prima en efectivo. La cuantía de la prima resultante se determina por la diferencia entre el valor medio de la acción

calculado mediante el análisis de sensibilidad realizado en este trabajo, y que resulta ser 11,49 euros por acción, y la cotización bursátil de Meliá, 6,80 euros por acción, lo que resulta una prima de 4,69 euros por acción.

#### *5.2.5. El proceso de fusión y adquisición de Meliá Hotels International: selección de los posibles compradores*

El proceso de venta o de fusión por absorción debe estructurarse de tal forma que se presenten de forma clara las ventajas competitivas de Meliá. La primera fase del proceso de venta consistirá en informar a los inversores<sup>10</sup> sobre las ventajas competitivas del grupo, presentando los modelos de valoración desarrollados. Posteriormente, y a medida que la primera fase se desarrolla, se prepararán otra serie de documentos relevantes<sup>11</sup>. El proceso de subasta sobre Meliá debe dirigirse a los compradores más interesantes, según una serie de criterios que se desarrollarán a continuación (Rosenbaum y Pearl, 2009).

Las siguientes fases de un proceso de venta<sup>12</sup> no se van a desarrollar en profundidad, por exceder del alcance del presente trabajo. Por lo tanto, este apartado se centrará en la preparación y organización de la operación, identificando el universo de compradores.

La selección de los potenciales compradores es fundamental en el proceso de venta, pues la omisión o inclusión de compradores puede suponer el éxito o el fracaso de este proceso. Para ello, es necesario contar con el asesoramiento de un equipo financiero (banqueros de inversión) que conozcan el sector hotelero y que tengan relaciones con los posibles compradores. Así, corresponde a los banqueros de inversión la identificación de las empresas más adecuadas y la comercialización de Meliá, comunicando adecuadamente al mercado sus ventajas y sus fortalezas.

Para seleccionar a los potenciales compradores, en primer lugar, es necesario concretar qué tipo de subasta va a realizarse: una subasta amplia<sup>13</sup> (maximizando el universo de potenciales

---

<sup>10</sup> *Phase I: Investor Education.*

<sup>11</sup> *Process letter, Non-disclosure agreement (NDA), Information Memorandum (IM).*

<sup>12</sup> *Phase II: Indicative Bids, Phase III: Due diligence, Phase IV: First and Second Round, Phase V: Negotiations, Phase VI: Closing.*

<sup>13</sup> *Broad Auction*

compradores) o una subasta dirigida<sup>14</sup>. Debido a que la subasta dirigida puede excluir compradores muy interesantes y reduce la competencia, se ha optado por plantear una subasta amplia.

Respecto a los compradores, se deben buscar actores con la capacidad de adquirir Meliá a un valor interesante y en base a una serie de criterios de idoneidad.

Existen dos tipos de compradores: compradores estratégicos y compradores financieros. En numerosas ocasiones los compradores estratégicos son capaces de llegar a precios más altos que los financieros, ya que tienen la capacidad de crear sinergias y reducciones de costes. Además, y dependiendo de la evolución de los mercados de capital, un comprador estratégico es capaz de presentarse como un mejor candidato al buscar financiación (*Tier I, II, III*) (Rosenbaum y Pearl, 2009).

Al evaluar ambos grupos, los banqueros deben centrarse en el denominado “encaje estratégico”, esto es, en qué medida las sinergias relatadas anteriormente (sinergias de ingresos, de costes, fiscales y de necesidades de capital) podrían alcanzarse con la absorción o con la adquisición. Asimismo, es muy importante tener en cuenta factores como el tamaño, el nivel de endeudamiento y la tolerancia al riesgo de las compañías. Además, otros factores de idoneidad para evaluar a los potenciales licitadores son: su encaje cultural, F&A que han realizado, gestión estratégica de la compañía, evolución de sus CCAA en el medio plazo y efectos de la compra en las relaciones con clientes y proveedores (Rosenbaum y Pearl, 2009). Obsérvese que, en parte, el análisis es común a la selección de empresas comparables.

Para una primera aproximación<sup>15</sup>, se han seleccionado varias de las empresas comparables a MHI y varios de los fondos de capital riesgo más relevantes en el sector hotelero y Real Estate en España.

- Respecto a los compradores estratégicos, se han considerado las siguientes compañías: Minor International (MINT) (ha comprado recientemente NH Hotel Group S.A.), Hilton Worldwide Holdings Inc., Intercontinental Hotels Group PLC., Hyatt Hotels Corp., Whitbread PLC., Accor S.A., Millenium & Copthorne Hotels.

---

<sup>14</sup> *Targeted Auction*

<sup>15</sup> Asumiendo que se levanta la prohibición temporal de adquirir más del 10% de cotizadas españolas por parte de empresas extranjeras.

- Respecto de los fondos de capital riesgo, las cadenas hoteleras están en el foco de los grandes fondos de inversión, destacando: The BlackStone Group que cuenta Hotel Investment Partners (HIP), Lone Star y Starwood, para invertir en activos hoteleros. Por su importancia, se van a incluir otros como Atom Hoteles, Portobello Capital, Covivio, CBRE Global Investors.

Sobre dicha preselección de empresas, se han utilizado varios de los criterios mencionados para identificar la idoneidad de los compradores. En concreto: el tamaño de la compañía (capitalización bursátil o el número de habitaciones en su cartera), la integración cultural y la combinación geográfica tras la fusión o adquisición, el tipo de inversor (*Tier I,II,III firms*) y la posibilidad de generar sinergias (de ingresos, de costes, fiscales y de necesidades de capital).

Por consiguiente, gracias a estos criterios se puede identificar adecuadamente qué ofertas serían más idóneas para MHI (cuando se cumplan todos los criterios).

**Tabla 18.** Selección de empresas en función de diversos criterios.

Empresas/Criterios	Tamaño de la empresa	Integración cultural y combinación geográfica	Tier I	Realización de Sinergias de Ingresos, Costes, Fiscalidad y Capital	¿Comprador idóneo?
Minor International (MINT)	✓	✓	✓	✓	SÍ
Hilton Worldwide Holdings Inc.	✓	✓	✓	✓	SÍ
Intercontinental Hotels Group PLC.	✓	✓	✓	✓	SÍ
Hyatt Hotels Corp.	✓	✓	✓	✓	SÍ
Whitbread PLC.	✓	✓	✓	✓	SÍ
Accor Hotels	✓	✓	✓	✓	SÍ
Millennium & Copthorne Hotels	X	✓	✓	✓	SÍ
The BlackStone Group	✓	✓	X	X	NO
Atom Hoteles	X	X	X	X	NO
Portobello Capital	X	X	X	X	NO
Covivio- B&B Invest Espagne	✓	X	X	X	NO
CBRE Global Investors	✓	X	X	X	NO

Fuente: Elaboración propia.



En conclusión, solo se recomendará aceptar ofertas de compradores que cumplan los cuatro requisitos anteriormente expuestos. Así, y tras esta preselección, se han descartado a todos los compradores financieros. Ello se debe a que solo las cadenas hoteleras tienen razones de peso para plantear una F&A, y solo dichas compañías tienen la capacidad de mitigar el impacto de la COVID-19 en los resultados económicos de Meliá con la generación de sinergias.

## 6. CONCLUSIONES

### Conclusiones sobre la valoración de Meliá Hotels International

En primer lugar, se ha realizado una valoración detallada de MHI mediante el método del descuento de los flujos de caja. Para ello, se han utilizado presupuestos razonables al proyectar los flujos de caja, estimar el coste del capital y la tasa de crecimiento perpetuo. El precio por acción resultante es de 7,29 euros por acción, superior al valor de cotización (6,80 euros por acción).

En segundo lugar, se ha valorado MHI por el método de empresas comparables. Se han utilizado los múltiplos del sector hotelero para estimar el precio por acción de la cadena. El rango de valores resultantes de la aplicación de los múltiplos oscila entre 8,19 euros por acción y 15,93 euros por acción. En todo caso, el valor de mercado de cualquiera de los múltiplos es superior al valor de cotización.

Posteriormente, se ha elaborado un análisis de sensibilidad sobre la valoración por descuento de flujos de caja y un diagrama denominado *Football Field*, que también incluye la valoración por comparables. Así, se ha obtenido un rango de valoración con menos sesgos sobre los presupuestos asumidos. El diagrama *Football Field* recoge un abanico de valores desde 7,04 euros por acción hasta 15,93 euros por acción (valor medio 11,49 euros por acción). En resumen, en relación con el análisis de sensibilidad y con el diagrama *Football Field*, se puede concluir que Meliá Hotels International está actualmente infravalorada.

La estrategia conservadora que se ha seguido al valorar Meliá por DFC apoya esta conclusión. En efecto, en el método DFC se ha ajustado el crecimiento perpetuo del 1,4% al 1,2%. Asimismo, se ha reducido la previsión de facturación en el periodo 2021-2030 al 2,02%, para reflejar prudencia sobre la capacidad de Meliá de mantener su tasa de crecimiento histórico (4,02%). Aun así, el precio objetivo resultante (7,29 euros por acción) es superior a la cotización actual de MHI. Además, el rango de valoración obtenido mediante el análisis de sensibilidad refleja que el valor intrínseco de Meliá es superior al recogido por el mercado. En conclusión, la actual cotización de la cadena es inferior a la valoración estimada de Meliá.

### Conclusiones sobre el estudio de las fusiones y adquisiciones

Al concluirse que MHI está infravalorada, Meliá se convierte en el *target* perfecto para ser adquirida o para ser absorbida mediante una operación de fusión o adquisición. Por lo tanto, parece razonable entender que, si MHI anunciase su venta en el mercado, podrían surgir buenas ofertas de compra. Lo anterior se debe a que Meliá tiene buenas expectativas de crecimiento en el medio plazo, de acuerdo con la valoración resultante de este trabajo.

En el Trabajo de Fin de Grado se han analizado en detalle las razones para plantear operaciones de fusiones y adquisiciones. Por un lado, se ha concluido que la creación de sinergias justifica la realización de una fusión o de una adquisición como la estudiada. En este sentido, existen cuatro motivos que justifican el planteamiento de una fusión o una adquisición: aumento de los ingresos, reducción de los costes, ganancias fiscales y disminución de las necesidades de capital. Sin embargo, también se han identificado tres motivos que pueden provocar dudas en una operación de fusión o adquisición: la diversificación, el efecto de la autosuficiencia y la financiación.

En cualquier caso, los datos empíricos avalan los beneficios de las F&A. Estas operaciones crean valor para las empresas vendedoras y para las empresas resultantes. Sin embargo, se han encontrado datos a favor y en contra de la creación de valor para las empresas compradoras. Lo que sí es claro es que las F&A mejoran la productividad de las compañías resultantes, siempre que el objetivo buscado sea la obtención de sinergias.

### Conclusiones sobre la propuesta de fusión o adquisición de Meliá Hotels International para paliar el impacto de la COVID-19

En primer lugar, se ha realizado un estudio del sector hotelero, reflejando el impacto de la COVID-19 en todo el sector turístico, tanto en España, como a nivel global. Se ha concluido que hasta el año 2023 o el año 2024 no se van a recuperar los niveles de facturación previos a la crisis.

Se han estudiado también los efectos que ha provocado la pandemia en las Cuentas Anuales de MHI, reduciendo su facturación un 70%, con grandes pérdidas y con visos de recuperación solo en el medio plazo. En este sentido, se ha propuesto la venta de Meliá, para que la cadena sea absorbida mediante una operación de fusión o adquisición por un tercero. Esta propuesta se ha

apoyado en el estudio de las fusiones y adquisiciones, en particular en la identificación de las compañías que crearían valor con la operación y la forma de financiar la posible adquisición.

Respecto a las sinergias, se ha concluido que solo se pueden obtener en aquellas operaciones donde Meliá sea adquirida o se fusione con otra cadena hotelera. Además, las sinergias solo se obtendrían cuando las empresas fusionadas tuvieran culturas corporativas similares.

Los datos empíricos avalan la idoneidad de la operación para MHI. Como se ha podido observar en la selección de potenciales compradores, existen múltiples compañías con el perfil adecuado para que la operación sea beneficiosa.

En conclusión, se confirma la hipótesis inicialmente planteada: una adquisición o absorción de la cadena permitiría a Meliá afrontar con solvencia la difícil situación económica a la que se enfrenta.

## 7. BIBLIOGRAFÍA

### LITERATURA (APA 7ª EDICIÓN)

- Allen, F. & Brealey, R. A., Myers, S. C. (2010). *Principios de finanzas corporativas*. McGraw-Hill/Interamericana Editores, S.A.
- Andrade, G., Mitchell, M. y Stafford, E. (2001). New Evidence and Perspectives on Merger. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15 (No. 2), 103-120.
- Apellániz, T. (1996). *Análisis ExPost de Fusiones y Adquisiciones. Investigación Empírica sobre la Evaluación de los Resultados de la Fusión*. Universidad de la Rioja.
- Berry, M., Burmeister, E., McElroy, M. (1988). Sorting Out Risks Using Known APT Factors. *Financial Analysts Journal*, Vol. 44, 29-42.
- Black, F., Jensen, M.C., & Scholes, M. (1972). The capital asset pricing model: some empirical test. *Studies in the theory of capital markets*, 79-121.
- Bohórquez, P. (2018). *Valoración Meliá Hotels International*. Trabajo de Fin de Grado. CUNEF.
- Boone, A.L., Mulherin, J.H. (2007). How firms are sold. *Journal of Finance*, 847-875.
- Chen, N., Roll, R., Ross, S. (1986). Economic Forces and the Stock Market. *Journal of Business*, 393-403.
- Copeland, T. E. y Weston, J.F. (1988). *Financial Theory & Corporate Policy*. Pearson Education, Limited.
- Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (2007). *Valoración de empresas: Medición y Gestión de valor*. Ediciones Deusto.
- Custódio, R. (2012). *Mergers and Acquisitions. Arm takeover by Intel*. Dissertation submitted in partial fulfillment of requirements for the Degree of MSc in Economics at the Universidad Católica Portuguesa.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons, Inc.
- Darminto, D., Prijadi, R. & Rani, P., Shauki, E. R. (2020). *Motives, governance, and long-term performance of mergers and acquisitions in Asia*. doi: 10.1080/23311975.2020.1791445

- Dittman, I. y Weiner, C. (2005). *Selecting Comparables for the Valuation of European Firms*. Humboldt- Universität zu Berlin, School of Business and Economics, Germany.
- Donellan, Michael, Wagle, Likhit y Price, David (1998). *Playing M&A poker with value as the chips*. PriceWaterHouseCoopers, London.
- Ekholm, D. y Svensson, P. (2009). *Value Creation through mergers and acquisitions*. University of Lund, Sweden.
- Elton, E.J, Gruber, M.J. (1995). *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. John Wiley & Sons.
- Elton, E.J., Gruber, M.J. (1997). Modern portfolio theory, 1950 to date. *Journal of Banking & Finance*, Vol 21 (1), 1743-1759
- Fama, Eugene F. (1965). The Behavior of Stock-Market Prices. *The Journal of Business*, Vol. 38 (No. 1), 34-105.
- Fama, Eugene F. (1970). Efficient Capital Markets: A review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, Vol. 25 (No. 2), 383-417.
- Fama, E., French, K. (1992). The Cross-Section of Expected Returns. *The Journal of Finance*, Vol. 48 (No. 2), 427-465.
- Fernández, P. (2008). *Métodos de valoración de empresas*. IESE Business School – Universidad de Navarra. Documento de Investigación, DI-771.
- Fernández, P. (2016). *Market Risk Premium used in 71 countries in 2016 a survey with 6.932 answers*. IESE Business School, Universidad de Navarra.
- González, N. Z. (2007). *Las fusiones y adquisiciones como fórmula de crecimiento empresarial*. Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, España.
- Healey, P., Palepu, K. y Ruback, R. (1992). Does Corporate Performance Improve after Mergers? *Journal of Financial Economics*, Vol. 31 (No. 2), 135-175.
- Heron, R. y Lie, E. (2002). Operating Performance and the Method of Payment in Takeovers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 37 (No. 1), 137-155.
- Houston, J.F., James, C.M. y Ryngaert, M.D. (2001). Where Do Merger Gains Come From? Bank Mergers from the Perspective of Insiders and Outsiders, *Journal of Financial Economics*, Vol. 60 (No. 2-3), 285-331.
- Izquierdo, G., Mascareñas, J. (2000). *¿Por qué se compran y se venden las empresas en España?* Instituto de Estudios Económicos.

- Jaffe, J. F., Ross, S.A., Westerfield, R.W. (2012). *Finanzas Corporativas*. McGraw-Hill/Interamericana Editores, S.A.
- Jensen, M., Ruback, R. (1983). The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, 5-50.
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, Vol. 76 (2), 323-329.
- Jensen, M. (1988). *The Takeover Controversy: Analysis and Evidence*. Oxford University Press.
- Koler, T., Goedhart, M y Wessels, D. (2010). *Measuring and Managing the Value of Companies*. John Wiley & Sons, Inc.
- Kothari, S., Shanken, J., Sloan, R. (1995). Another look at the Cross-Section of Expected Returns. *Journal of Finance*, Vol. 50, No. 1, pp. 185-224
- Lee M. y Philip M.H. (2020). Managing Mergers, Acquisitions, and Alliances. *Organizational Dynamics*, Vol. 28 (3), 35-47.
- Lewellen, W.G. (1971). A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger. *Journal of Finance*, Vol. 26 (2), 521-537.
- Martin, K.J., McConnell, J.J. (1991). Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover. *Journal of Finance*, Vol. 46 (2), 671-687.
- Mascareñas, J. (2011). *Fusiones, Adquisiciones y Valoración de Empresas*. Editorial del Economista.
- Miller, M.H. y Modigliani, F. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*. Vol. 48 (No. 3), 261-297.
- Moeller, S., Schlingemann, F. y Stulz, R. (2005). Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave. *Journal of Finance*, Vol. 60 (No. 2), 757-782.
- Myers, S. y Majluf, N. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, Vol. 13 (No. 2), 187-221.
- Osuna, I. (2015-2016). *Valoración del Grupo Meliá Hotels International*. Trabajo de Fin de Grado. Escuela Universitaria de Estudios Empresariales de Donostia – San Sebastián.
- Porter, M. (1998). *Competitive Advantage*. Free Press New York.

- Rappaport, Alfred (1998). *La creación de valor para el accionista*. Deusto.
- Rhodes-Krop, M. y Robinson D. (2008). The Market for Mergers and the Boundaries of the Firm. *Journal of Finance*, Vol. 63 (No. 3), 1169-1211.
- Rosenbaum, J. y Pearl, J. (2009). *Investment Banking*. John Wiley & Sons, Inc.
- Sudarsanam, S. (2003). *Creating Value from Mergers and Acquisitions, the Challenges*. Prentic Hall, Financial Times.
- Titman, S. y Martin, J. (2016). *Valuation: The art and science of Corporate Investment Decisions*. Pearson.
- Vazirani, N. (2012). Mergers and Acquisitions Performance Evaluation- A Literature Review. *SIES Journal of Management*, Vol. 8 (No. 2), 37-42. 6p
- Wang, C. y Xie, F. (2020). Corporate Governance Transfer and Synergistic Gains from Mergers And Acquisitions. *The Review of Financial Studies*, Vol. 22 (No. 2), 829–858.
- Wulf, J. (2004). Do CEOs in Mergers Trade Power for Premium? Evidence From “Mergers of Equals”. *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 20 (No. 1), 60-101.
- (2000). DaimlerChrysler Marital Problems. *The Economist*, 86-91.

## **BASES DE DATOS**

- BLOOMBERG: <https://www.bloomberg.com/europe>
- DAMODARAN <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>.
- EXPANSIÓN: <https://www.expansion.com/>
- IMF: <https://www.imf.org/en/Countries/ESP>
- INFRONTANALYTICS <https://www.infrontanalytics.com/>
- MELIÁ HOTELS INTERNATIONAL: <https://www.meliahotelsinternational.com/es>
- REFINITIV: <https://www.refinitiv.com/es>
- SABI: <https://sabi.bvdinfo.com/version-202115/home.serv?product=SabiNeo>
- WTO: <https://www.unwto.org/es>
- YAHOO FINANCE: <https://es.finance.yahoo.com/>



# ANEXO

## Anexo 1: Identificación de las empresas comparables

En primer lugar, respecto a las características financieras, se ha optado por buscar empresas con un tamaño similar, tanto en ventas como en capitalización bursátil. Además, en lugar de comparar empresas utilizando el EBITDA, se ha utilizado el EBITDAR (beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación, amortización y costes de reestructuración o renta), que no tiene en cuenta el impacto de los arrendamientos operativos. El uso del EBITDAR en el sector hotelero facilita la comparabilidad, ya que la rentabilidad de las comparables se ve distorsionada por el tratamiento contable de los arrendamientos operativos. Asimismo, la estructura de capital (Nivel de Deuda / Fondos Propios) junto con el apalancamiento (Nivel de Deuda / EBITDA) son otros criterios muy relevantes.

En segundo lugar, si nos encontramos ante empresas que operan en el mismo sector, es muy probable que la selección de comparables sea la adecuada. Asimismo, el mercado geográfico y el modelo de explotación hotelera (en función de si gestionan sus propios hoteles, los franquician o bien los alquilan) son dos criterios muy relevantes. En relación con las ratios características del sector, la búsqueda de compañías con un ARR<sup>16</sup> y un RevPar<sup>17</sup> similares deviene fundamental. El ARR (precio medio por habitación) relaciona los ingresos obtenidos y las habitaciones ocupadas. Además, el RevPar (ingreso por habitación disponible) es el indicador más relevante para la industria hotelera. El propio grupo MHI da mucha importancia al ARR y al RevPar en su información financiera.

Con esta primera aproximación, y siguiendo los diversos criterios desarrollados, se han identificado una serie de empresas comparables a MHI:

- NH Hotel Group S.A.
- Hilton Worldwide Holdings Inc.
- Intercontinental Hotels Group PLC.
- Hyatt Hotels Corp.
- Whitbread PLC.

---

<sup>16</sup> *Average Room Ratio*

<sup>17</sup> *Revenue Per Available Room*

- Accor S.A.
- Millenium & Copthorne Hotels.

Esta selección de comparables viene respaldada por las presentaciones financieras que MHI desarrolla para potenciales inversores (<https://www.meliahotelsinternational.com/es>). La propia MHI identifica varias de estas empresas como sus comparables. Además, el banco Renta 4 (<https://www.r4.com/>) realiza otra identificación de empresas comparables, por lo que también se ha tenido en cuenta.

*Múltiplos sobre el valor de las acciones y su aplicación. Fuente: Elaboración Propia.*

<i>Múltiplos sobre el Valor de la Empresa</i>		<i>Aplicación</i>
<b>1. VE/Ventas</b>	$\frac{\text{Valor de la Empresa}}{\text{Ventas}}$	$\text{Ventas } \text{cía} \times \frac{\text{VE}}{\text{Ventas}} \text{ sector}$
<b>2. VE/EBITDA</b>	$\frac{\text{Valor de la Empresa}}{\text{EBITDA}}$	$\text{EBITDA } \text{cía} \times \frac{\text{VE}}{\text{EBITDA}} \text{ sector}$

<i>Múltiplos sobre el Valor de las Acciones</i>		<i>Aplicación</i>
<b>3. Precio de mercado/Valor contable</b>	$\frac{(ROE - g)}{(Ke - g)}$	$\text{Valor } \text{ffpp } \text{cía.} \times \frac{\text{Capitalización bursátil}}{\text{Valor } \text{ffpp}} \text{ sector}$
<b>4. Rentab. dividendo</b>	$\frac{\text{Dividendo por acción (DPA)}}{\text{Precio de mercado de la acción}} \times 100$	$\frac{\text{Dividendo por acción de la } \text{cía}}{\text{Rentabilidad por dividendo del sector}}$
<b>5. PER</b>	$\frac{\text{Precio de mercado de una acción}}{\text{Beneficio por Acción (BPA)}}$	$(\text{PER sector}) \times \text{BPA de la } \text{cía}$

## **Anexo 2: Motivos dudosos para plantear las fusiones y adquisiciones, riesgos implicados y causas del fracaso**

A pesar de los numerosos beneficios que pueden surgir de las F&A, existen una serie de efectos secundarios que se suelen confundir con sinergias. Por ello, son riesgos o “trampas” que no se deben utilizar para fundamentar una F&A. Asimismo, existen riesgos inherentes que se deben tener en cuenta y una serie de acciones que suelen ser causa del fracaso de las F&A. A continuación, se analizarán detalladamente los motivos dudosos, los riesgos y las causas de fracaso de las F&A, que se deberán tener en cuenta para abordar la adquisición o absorción de Meliá.

### *Motivos dudosos para plantear las fusiones y adquisiciones*

#### a) Diversificación

La diversificación de negocio permite reducir el riesgo de quiebra de un grupo empresarial. Sin embargo, la diversificación como fin en sí mismo en una F&A es un error. A pesar de que con la diversificación de negocio se puede reducir el riesgo idiosincrático, la diversificación es más sencilla de alcanzar y por un precio menor para los accionistas. Como afirman Allen, Brealey y Myers (2010), no existen evidencias empíricas de que los conglomerados empresariales generen mayor valor añadido. Al contrario, las compañías diversificadas suelen cotizar a descuento. Mientras los inversores puedan crear una cartera diversificada de valores, el principio de adición de valor no permite entender que la diversificación empresarial cree valor. En resumen, la diversificación no se debe usar como motivo para justificar una F&A, ya que sólo en casos excepcionales es rentable (Jaffe, Ross, y Westerfield, 2012).

#### b) Beneficio Por Acción y el efecto de la autosuficiencia

En una fusión, el Beneficio por Acción (en adelante, BPA) puede aumentar. Sin embargo, el efecto de la autosuficiencia demuestra que el aumento puede deberse a una ganancia irreal. Mientras que el precio por acción se puede mantener, es probable que la ratio *Price-to-Earnings* se reduzca para compensar el aumento de BPA que la empresa combinada disfruta. El crecimiento en las utilidades no se genera de la inversión o de una mayor rentabilidad, sino de la combinación de dos empresas con ritmos de crecimiento distintos (P/E alto + P/E bajo).

Así, si los inversores creen que este incremento del BPA se debe a un aumento real, se estaría engañando al mercado, al aumentar artificialmente el precio de cotización de la empresa resultante

(Allen, Brealey y Myers, 2010). En resumen, la percepción de un crecimiento de las utilidades no puede inducir a los inversores a sobrevalorar la empresa resultante de una fusión (Jaffe, Ross, y Westerfield, 2012).

### c) Menor coste de financiación

Si la empresa resultante es capaz de realizar un menor número de emisiones de deuda gracias a las economías de escala existirán “ahorros genuinos”. Siguiendo la teoría del sacrificio, una compañía que no desea endeudarse más para evitar dificultades, pero que quiere obtener ahorros fiscales mediante los intereses, puede plantear una fusión. En este caso, *ceteris paribus*, la fusión permite un mayor nivel de deuda, al reducir las probabilidades de quiebra. Por lo tanto, existen situaciones que las fusiones pueden generar valor mediante ganancias fiscales, como se justifica por parte de W.G. Lewellen en “*A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger*”.

No obstante, no necesariamente una menor tasa de interés equivale a una sinergia de la operación. Partiendo del valor de un bono (Allen, Brealey y Myers, 2010):

$$\begin{aligned} & \text{Valor del bono} \\ &= \text{Valor del bono si no hay incumplimiento} \\ &- \text{Valor de la opción (de venta) de incumplimiento para los accionistas} \end{aligned}$$

Aunque los accionistas estén emitiendo un bono en la empresa combinada con una tasa inferior al de ambos por separado, no están generando sinergias. En cambio, se están compensando la reducción de la tasa garantizando la deuda con el patrimonio de ambas empresas. (Allen, Brealey y Myers, 2010). Por lo tanto, al compensar la menor tasa del bono con una mejor protección, se demuestra que, en economía, siguiendo el aforismo que utilizó Milton Friedman, “*There Ain't No Such Thing as a Free Lunch*”.

### *Riesgos implicados en las fusiones y adquisiciones*

En las tomas de control, cuando el consejo de administración de la empresa adquirida recomienda la adquisición a sus accionistas se considera una operación amistosa. Sin embargo, el consejo de administración de la sociedad “target” puede oponerse seriamente a la fusión. En este caso, la Oferta Pública de Adquisición revestirá el carácter de hostil, lo que supone que se presenta a los accionistas sin el apoyo de los ejecutivos de la empresa objetivo.

En este tipo de F&A, surgen una serie de riesgos, denominados *tácticas defensivas*. Los administradores de la empresa objetivo podrían oponerse a la adquisición por considerar el precio por acción ofrecido demasiado bajo o bien por la motivación personal de mantener su empleo (Jaffe, Ross, y Westerfield, 2012).

Así, se han elaborado una serie de tácticas (principalmente en el mundo anglosajón) que pueden poner en jaque la fusión o adquisición. En resumidas cuentas, para impedir las tomas de control antes de que la compañía “esté en juego” (uno o más interesados pretenden adquirirla) destacamos (Mascareñas, 2011):

1. Acta constitutiva (Consejo clasificado y disposiciones de mayoría cualificada).
2. Paracaídas dorado (*Golden parachute*).
3. La Píldora venenosa (*poison pill*).

Posteriormente a que la compañía “esté en juego”, las principales tácticas defensivas son:

1. Recompra negociada (*greenmail*) y Convenio de inmovilización.
2. Caballero blanco (*white knight*) y escudero blanco (*white squire*).
3. Recapitalizaciones y recompras de acciones.
4. Oferta de recompra excluyente.
5. Reestructuraciones de activos o *kamikazes* (vender las joyas de la corona y la política de la tierra quemada).

Todas estas tácticas defensivas pueden poner en riesgo la viabilidad de la operación o encarecer sustancialmente la prima pagada a los accionistas de la empresa objetivo, en algunos casos provocando que la operación ya no sea rentable (prima > sinergias).

### *Causas del fracaso en las fusiones y adquisiciones*

En una operación tan compleja como una fusión, a medida que los directivos invierten más tiempo y trabajo en la misma, es más difícil para ellos admitir que la operación no es rentable. Los antiguos socios de McKinsey Copeland, Koller y Murrin en “Valoración de Empresas: Medición y Gestión del Valor” identificaron cuatro razones por las que las empresas pagan más de lo que deberían en las Fusiones y Adquisiciones.

#### a) Valoración excesivamente optimista del potencial de mercado

Las hipótesis de que un sector reflotará o que una empresa va a mantener un crecimiento rápido son peligrosas, puesto que se está apostando contra el mercado. Por ello, es necesario que se realice una valoración independiente para corroborar que el valor de la empresa se ajusta al valor pagado. El uso de una valoración independiente es la mejor forma de justificar las posibles sinergias y la prima pagada (Copeland, Koller y Murrin, 2007).

#### b) Sobrestimación de sinergias

En muchas ocasiones, las sinergias “pueden representar una esperanza imposible para la dirección de la empresa”. Es esencial buscar fuentes de sinergias razonables y no utilizar motivos dudosos para justificar la operación (Copeland, Koller y Murrin, 2007).

#### c) Due Dilligence

El hecho de pasar por alto problemas importantes de manera negligente puede ser una causa del fracaso de una fusión. “La diligencia en el análisis de las operaciones societarias es un proceso del que es difícil obtener buenos resultados empresariales” (Copeland, Koller y Murrin, 2007). Consecuentemente, apoyarse en asesores externos, tanto desde una perspectiva financiera, contable y legal, deviene esencial.

#### d) Ofertar un precio excesivo

Como hemos comentado anteriormente, la inercia de las negociaciones puede provocar que se eleve el precio final a un nivel muy superior al que la valoración de las compañías y las sinergias ofrecen. Según Copeland, Koller y Murrin, 2007, para los directivos es relativamente sencillo obtener argumentos no económicos que justifiquen el pago de un precio mayor, “con independencia de toda lógica empresarial”.

#### e) Integración deficiente después de la F&A

En la “puesta en práctica” del proyecto, la ejecución de una adecuada estrategia empresarial es fundamental. La integración de dos culturas corporativas suele generar inconvenientes, especialmente cuando se incluye talento de gestión externo a la empresa objetivo. En este caso, se podría expulsar gran parte del talento existente. Así, “es el logro de una auténtica integración lo que debe producir rentabilidades que justifiquen lo pagado por la adquisición” (Copeland, Koller y Murrin, 2007).

### **Anexo 3: La reducción de costes como fuente de sinergias**

Con el objetivo de facilitar la coordinación de actividades de operación estrechamente relacionadas, surgen *las economías de integración vertical*. Estas reducciones de costes son el resultado directo de fusiones o adquisiciones a nivel vertical y horizontal. Por ejemplo, el caso de las aerolíneas que poseen sus propias agencias de viajes para ahorrar en costes (Jaffe, Ross, y Westerfield, 2012). Este tipo de sinergias se producen cuando la empresa adquirente decide adquirir a su proveedor o a uno de sus clientes (Allen, Brealey y Myers, 2010).

Asimismo, según Michael Jensen, existían numerosas ineficiencias de carácter administrativo en varios sectores, como el sector del petróleo (Jensen, 1986). Consecuentemente, una modificación en la dirección empresarial puede ser beneficiosa para la empresa. Por ejemplo, una fusión o adquisición empresarial permiten modificar por completo el consejo de administradores y reducir las inversiones en proyectos no rentables e ineficientes. Cuando una empresa gasta mucho en negocios no rentables, se convierte en “un blanco fácil para una toma de control” (Jaffe, Ross, y Westerfield, 2012). Así, las fusiones o adquisiciones verticales favorecen la administración y la coordinación (Allen, Brealey y Myers, 2010).

En la práctica, se puede observar la importancia de este tipo de sinergias. Martin y McConnell (1991) concluyen que es cuatro veces más probable que el ejecutivo principal de una compañía sea sustituido en el año que sigue a la adquisición de ésta, que durante los años anteriores. En sus estudios, las acciones de las empresas adquiridas eran un blanco fácil, por haber visto reducida su cotización un 15% en los cuatro años anteriores a la operación debido a ineficiencias administrativas. Sin embargo, hay que tener en cuenta que las integraciones verticales llevadas al extremo son ineficientes. En la actualidad, los procesos de fusión o adquisición vertical están reduciendo su importancia, ya que las empresas prefieren subcontratar dichas actividades a un tercero en vez de integrar actividades hasta el extremo de aunar en una sola compañía toda la cadena de valor (Allen, Brealey y Myers, 2010). En opinión de Jaffe, Ross, y Westerfield, las F&A se pueden considerar como parte del “mercado de trabajo de la alta dirección”. Así, el mercado de control corporativo de las F&A consiste en la competencia entre distintos grupos de directivos por el control de las actividades corporativas (Jensen y Ruback, 1983).

Asimismo, *la transferencia de tecnología entre empresas* y la mejora en el uso de activos complementarios permiten reducir los costes y crear sinergias (Jaffe, Ross, y Westerfield, 2012).

Por consiguiente, *la complementariedad de recursos* es una fuente de sinergias, especialmente cuando pequeñas empresas son adquiridas por otras de mayor tamaño. En el caso de empresas con recursos complementarios, “la fusión puede abrir oportunidades que ninguna de ellas por sí sola podría aprovechar”. Es el caso de las pequeñas empresas que aportan productos innovadores a empresas ya consolidadas, que permiten renovar la línea de productos de las grandes empresas y otorgan la producción y venta a gran escala ansiada por las pequeñas (Allen, Brealey y Myers, 2010).

Por último, las oportunidades de reducir ineficiencias se suelen dar en sectores con una gran concentración de compañías y con demasiada producción. Es lo que se denomina *la consolidación de la industria*. Un ejemplo claro se puede observar en el sector bancario español, donde en los últimos años estamos atendiendo a una reducción del número de bancos, mediante fusión por absorción o adquisición. Al igual que ocurrió en E.E.U.U., las fusiones y adquisiciones obligan a reducir el gasto en personal, en capacidad y utilizar los fondos excedentes en otra industria con inversiones más lucrativas. Con el objetivo de reducir costes, un estudio de 41 fusiones bancarias relevantes ocurridas en E.E.U.U. demostró que, de media, se produjo un ahorro del 12% del valor de mercado de los bancos que se fusionaron (Houston, James y Ryngaer, 2001).



#### Anexo 4: Datos empíricos sobre las fusiones y adquisiciones

A continuación, se presenta una tabla con rendimientos porcentuales y en dólares de las F&A. Asimismo, se presenta una gráfica respecto a las pérdidas y ganancias (en dólares) para las compañías adquirentes en las F&A. Por último, se presenta una tabla sobre la prima media que pagada en las F&A en EE. UU. durante varios periodos.

Gracias a la información obtenida de la gráfica y las tablas, se pueden alcanzar una serie de conclusiones sobre la creación de valor en las F&A.

##### *Ganancias o pérdidas de una fusión.*

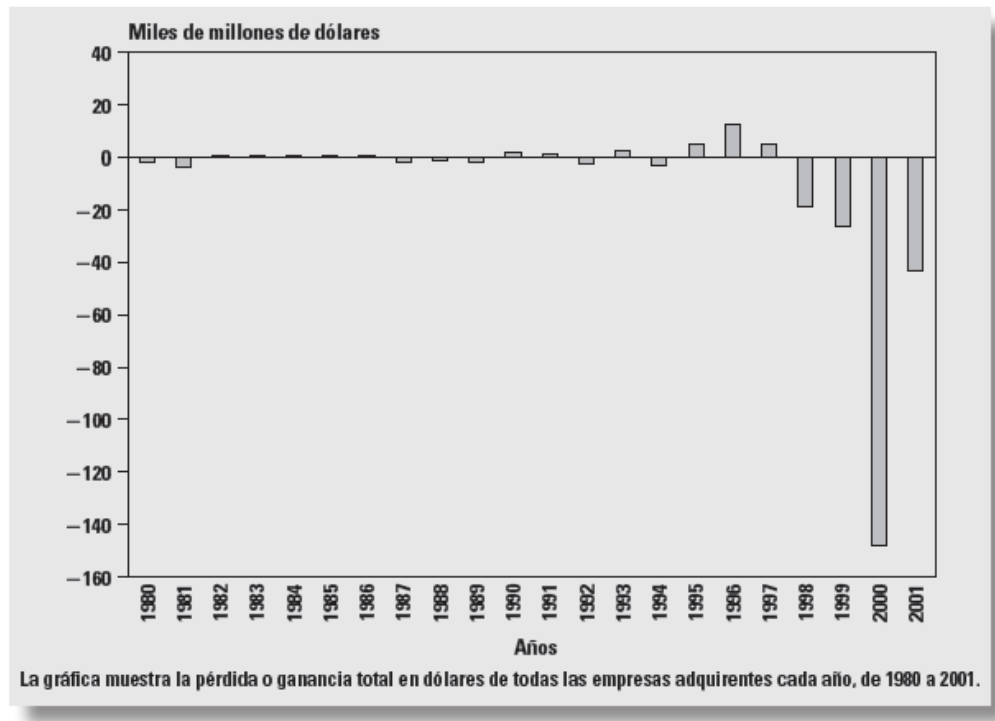
Periodo	Ganancia o pérdida de la fusión (tanto empresas adquiridas como adquirentes)		Ganancia o pérdida de las empresas adquirentes	
	Rendimiento porcentual anormal	Ganancia o pérdida total en dólares	Rendimiento porcentual anormal	Ganancia o pérdida total en dólares
1980-2001	1.35%	-\$79 miles de millones	1.10%	-\$220 miles de millones
1980-1990	2.41	\$12 miles de millones	.64	-\$4 miles de millones
1991-2001	1.04	-\$90 miles de millones	1.20	-\$216 miles de millones
1998-2001	.29	-\$134 miles de millones	.69	-\$240 miles de millones

*Fuente: Moeller, Schlingemann y Stulz (2005), modificado por Jaffe, Ross, y Westerfield (2012).*

En primer lugar, en las F&A realizadas entre 1980 y 2001, se observó un rendimiento anormal promedio de 1,35%, incluyendo tanto la empresa adquirente como la empresa objetivo. No obstante, el mercado redujo el valor de cotización de la empresa resultante tras el anuncio de la operación.

Existe una aparente contradicción entre el rendimiento porcentual anormal (positivo = 1.35%) y las pérdidas generadas para la empresa fusionada (\$ -79 miles de millones). Sin embargo, esto no es así, puesto que “a pesar de que la mayoría de las fusiones han creado valor, las que involucraron empresas muy grandes han perdido valor” (Jaffe, Ross, y Westerfield, 2012). El rendimiento anormal se calcula sin ponderar el volumen de la transacción, por lo que en las fusiones pequeñas y medianas se suele crear valor. En cambio, en algunas operaciones de gran tamaño se registran muchas pérdidas que hacen que la media se reduzca.

### *Pérdidas y ganancias totales en dólares de todas las empresas adquirentes*



*Fuente: Moeller, Schlingemann y Stulz (2005).*







Esta idea se apoya en la gráfica, en la que se muestran numerosas pérdidas por parte de las empresas adquirentes. Sin embargo, el estancamiento del mercado puede generar pérdidas y bajadas de cotización, ya que los inversores concluyen que el sector ya no está creciendo y por esa razón realizan adquisiciones (Allen, Brealey y Myers, 2010).

Sin embargo, los datos relativos a las empresas adquiridas son muy favorables, ya que las primas pagadas suelen ser muy cuantiosas (Jaffe, Ross, y Westerfield, 2012). Por lo tanto, cuando se realizan fusiones y adquisiciones tiende a pagarse más de lo que valen (Andrade, Mitchell y Stafford, 2001).

## Anexo 5. Principales magnitudes de Meliá Hotels International

Fuente : CCAA 2020 MHI.

### Principales magnitudes

 Financieras	 Negocio	 Gobierno	 Personas	 Medioambiente	 Sociedad
Total Ingresos consolidados <b>528,4M€</b> (-70,7%)	Ingresos agregados <b>649,0M€</b> (-77,2%)	Miembros de Consejo <b>11</b>	Total plantilla activa <b>22.571</b> (-50,6%)	Emisiones alcance 1 (SBTi) <b>35,8k TCO<sub>2</sub></b> (-51,1% año base)	Donaciones totales <b>5,2M€</b>
EBITDA (sin plusvalías) <b>-130,5M€</b> (-127,7%)	RevPAR agregado <b>34,3€</b> (-50,3%)	Consejeros externos independientes <b>54,4%</b>	Mujeres en plantilla <b>40,4%</b> (-4,2 pp)	Emisiones alcance 2 (SBTi) <b>166,9k TCO<sub>2</sub></b> (-51,9% año base)	Valoración económica "Meliá con los héroes" <b>4,9M€</b>
Beneficio neto atribuido a entidad dominante <b>-595,9M€</b> (-627,8%)	ARR agregado <b>98,2€</b> (-7,3%)	Asistencia a Consejo (presencial y representación) <b>100%</b>	Mujeres en posiciones directivas <b>25,5%</b> (-1,8 pp)	Consumo de energía renovable <b>25,9%</b> (-13,3 pp)	Proyecto "Linens for Life" <b>37k</b> mascarillas (1,5 Tn textil reciclado)
Deuda neta <b>2.603,8M€</b> (+28,3%)	Ocupación agregada <b>34,9%</b> (-30,3 pp)	Permanencia media en Consejo <b>9,8</b> años	Plantilla cubierta por convenio colectivo <b>79,2%</b> (+23,2 pp)	Portfolio ubicado en zonas protegidas <b>49</b> hoteles	Inversión "Stay Safe with Meliá" <b>+2,2M€</b> (Hoteles y oficinas)
RevPAR consolidado <b>43,2€</b> (-50,3%)	NPS Clientes <b>48,1%</b> (+2 pp)	Mujeres en Consejo <b>27,3%</b>	Horas totales de formación <b>+510k</b> (+75,6%)	Portfolio ubicado en zonas con estrés hídrico <b>93</b> hoteles	Hoteles medicalizados (COVID-19) <b>6</b>
ARR consolidado <b>110,2€</b> (-10,2%)	Ingresos Melia.com <b>32,2%</b> (+5,5 pp)	Reuniones del Consejo <b>7</b>	Horas de formación por empleado <b>22,61</b> (+57,2%)	Tasa de reciclaje (recogida selectiva) <b>61,5%</b> (+4,8 pp)	Portfolio sin riesgo en materia de DD.HH. <b>98%</b>

## Anexo 6. Cuentas Anuales de Meliá Hotels Internaional (2016-2020).

Fuente: Elaboración propia a partir de las CCAA 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020.

<i>En miles de €</i>					
Cuenta de resultados	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Ingresos operativos</b>	<b>1,801,962</b>	<b>1,859,183</b>	<b>1,831,315</b>	<b>1,800,748</b>	<b>528,398</b>
Consumos	-222,783	-211,230	-190,785	-199,035	-58,871
<b>Margen bruto</b>	<b>1,579,179</b>	<b>1,647,953</b>	<b>1,640,530</b>	<b>1,601,713</b>	<b>469,527</b>
% sobre ventas	88%	89%	90%	89%	89%
Gastos de personal	-489,707	-502,699	-526,644	-523,918	-282,106
Otros gastos	-640,167	-661,909	-594,237	-579,301	-338,288
<b>EBITDAR</b>	<b>449,305</b>	<b>483,345</b>	<b>519,649</b>	<b>498,494</b>	<b>-150,867</b>
% sobre ventas	25%	26%	28%	28%	-29%
Arrendamientos	-163,727	-178,268	-193,122	-20,584	-664
<b>EBITDA</b>	<b>285,578</b>	<b>305,077</b>	<b>326,527</b>	<b>477,910</b>	<b>-151,531</b>
% sobre ventas	15.8%	16.4%	17.8%	26.5%	-28.7%
Amortizaciones y deterioros	-111,452	-125,439	-120,600	-260,042	-405,817
Diferencia negativa de consolidación	1,621	0	-379	4,926	0
<b>EBIT/Resultado de explotación</b>	<b>175,747</b>	<b>179,638</b>	<b>205,548</b>	<b>222,794</b>	<b>-557,348</b>
	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>11%</b>	<b>12%</b>	<b>-105%</b>
Resultado Cambiario	4,676	-11,536	-8,935	-12,753	-655
Financiación Bancaria	-42,121	-29,987	-31,762	-33,069	-33,328
Otros resultados financieros	7,701	8,409	15,223	14,417	-8,074
Gasto financiero por arrendamientos				-41381	-32,507
<b>Resultado financiero</b>	<b>-29,744</b>	<b>-33,114</b>	<b>-25,474</b>	<b>-72,786</b>	<b>-74,564</b>
<b>Resultado de entidades valoradas p</b>	<b>1,585</b>	<b>23,214</b>	<b>5,320</b>	<b>6,304</b>	<b>-31,859</b>
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>147,588</b>	<b>169,738</b>	<b>185,395</b>	<b>156,312</b>	<b>-663,771</b>
Impuestos sobre las ganancias	-44,640	-41,095	-41,158	-34,633	51,050
<b>Resultado de las actividades que co</b>	<b>102,948</b>	<b>128,643</b>	<b>144,237</b>	<b>121,679</b>	<b>-612,721</b>
<b>Pérdidas reconocidas en la revalor</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Resultado consolidado</b>	<b>102,948</b>	<b>128,643</b>	<b>144,237</b>	<b>121,679</b>	<b>-612,721</b>
a) Atribuido a la entidad dominante	100,693	123,923	140,079	112,898	-595,928
b) Atribuido a intereses minoritarios	4767	4720	4158	8,781	-16792

<b>Balance de situación (€)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<b>Activo</b>						
Activo no corriente	2,419,686	2,540,562	2,604,333	2,760,640	4,114,756	3,706,821
Fondo de comercio	61,036	60,769	60,714	67,999	72,267	35,335
Otros activos intangibles	97,725	109,314	102,194	107,588	73,048	61,385
Inmovilizado material	1,578,997	1,693,393	1,682,040	1,856,801	1,923,267	1,688,724
Inversiones inmobiliarias	139,091	141,136	135,900	149,437	116,267	102,998
Inversiones valoradas por el método d	179,381	190,101	229,644	197,817	212,711	178,365
Otros activos financieros no corrientes	231,270	209,908	173,550	141,217	168,282	135,862
Activos por impuesto diferido	132,186	135,941	220,291	239,781	297,299	317,234
Derechos de uso					1,251,615	1,186,918
Activo corriente	743,343	782,908	740,575	714,519	640,904	365,735
Activos no corrientes mantenidos para	0	0		56081	0	0
Existencias	81,460	63,954	34,079	26,492	29,260	24,389
Deudores comerciales y otras cuentas	254,488	275,269	270,967	249,076	194,077	134,961
<i>Clientes</i>						
<i>Otros deudores</i>						
Activos por impuestos sobre las ganan	28,560	29,614	54,961	28,870	39,577	34,794
Otros activos financieros corrientes	30,218	47,296	48,683	41,098	49,046	66,941
Efectivo y otros líquidos equivalentes	348,617	366,775	331,885	312,902	328,944	104,650
<i>Tesorería</i>						
<b>Total activo</b>	<b>3,163,029</b>	<b>3,323,470</b>	<b>3,344,908</b>	<b>3,475,159</b>	<b>4,755,660</b>	<b>4,072,556</b>

<b>Balance de situación (€)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<b>Pasivo</b>						
<b>Patrimonio neto</b>	1,314,549	1,563,614	1,269,856	1,384,204	1,286,030	500,840
Capital suscrito	39,811	45,940	45,940	45,940	45,940	44,080
Prima de emisión	877,318	1,121,070	1,120,303	1,119,301	1,107,135	1,079,054
Reservas	296,796	342,606	392,882	431,873	443,037	414,564
Acciones Propias	-39,863	-14,256	-15,023	-16,025	-28,191	-3,382
Ganancias acumuladas	301,380	327,444	-277,383	-251,352	-325,355	-213,079
Otros instrumentos de patrimonio	108,729	0				0
Diferencias de conversión	-353,765	-400,725	-145,638	-133,570	-110,514	-246,888
Otros ajustes por cambio de valor	-2,779	-2,465	-1,704	-2,149	-2,558	-3,088
Resultado del ejercicio atribuido a la sociedad dominante	35,975	100,693	123,923	140,079	112,898	-595,928
Participaciones no dominantes	50,947	43,307	26,556	50,107	43,638	25,507
<b>Pasivo no corriente</b>	974,684	881,351	1,268,413	1,383,885	2,699,654	2,811,783
Obligaciones y otros valores negociables	223,129	47,799		33,835	33,951	34,152
Deudas con entidades de crédito	494,859	570,929	644,515	719,949	786,923	1,064,925
Acreedores por arrendamientos financieros					1,264,282	1,189,401
Otros pasivos financieros no corrientes	16,378	13,754	9,414	14,961	12,212	11,529
Subvenciones de capital y otros ingresos diferidos	29,134	28,603	387,039	368,535	350,593	292,423
Provisiones	49,469	35,577	42,507	57,293	29,805	26,483
Pasivos por impuestos diferidos	161,715	184,689	184,938	189,312	221,888	192,870
<b>Pasivo corriente</b>	873,796	878,505	806,639	707,070	769,976	759,933
Pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta	0	0			0	0
Obligaciones y otros valores negociables	115,012	39,495	71,610	51,526	172	172
Deudas con entidades de crédito	284,412	251,007	209,482	115,066	100,343	260,592
Pasivos por arrendamientos	0	0			172,012	159,158
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	397,344	459,662	443,275	474,009	424,473	293,334
Pasivos por impuestos sobre las ganancias corrientes	26,075	33,233	17,496	7,066	7,675	1,859
Otros pasivos financieros corrientes	50,953	95,108	64,776	59,403	65,301	44,818
<b>Total pasivo y patrimonio neto</b>	<b>3,163,029</b>	<b>3,323,470</b>	<b>3,344,908</b>	<b>3,475,159</b>	<b>4,755,660</b>	<b>4,072,556</b>
Capital circulante	-231,341	-98,443	-527,838	-669,366	-2,058,750	-2,446,048
Variación fondo de maniobra	-79,646	-171,870	-116,857	-138,861	-357,501	-238,084
		-116%	32%	-19%	-157%	33%
Rotación Activo Corriente	2.34	2.30	2.51	2.56	2.81	1.44
Activo corriente · Rotación	1,738,207	1,801,962	1,859,183	1,831,315	1,800,748	528,398
FM con rotación del activo	864,411	923,457	1,052,544	1,124,245	1,030,772	-231,535
Deuda Neta (pasivo - caja)	1,481,705	1,427,971	1,762,150	1,762,011	3,364,980	3,467,066
Apalancamiento (deuda/total)	0.95	0.91	1.27	1.37	6.72	6.92