



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES (ICAIDE)

OPORTUNIDADES DE INVERSIÓN EN EL SECTOR HOTELERO EUROPEO

Autor: Alejandro Urrestarazu
Director: Antonio Javier Ramos Llanos

Madrid
Junio 2015

Alejandro
Urrestarazu
Cabrero

OPORTUNIDADES DE INVERSIÓN EN EL SECTOR HOTELERO EUROPEO



RESUMEN

El presente trabajo pretende identificar las oportunidades de inversión potenciales, de cara a las entidades especializadas en la inversión privada, que se presentan en este mercado hotelero europeo, mediante un análisis de la evolución y la situación actual del sector. Realiza una descripción detallada de cómo se llevan a cabo las inversiones en este sector, mediante un ejemplo práctico que profundiza en el método de inversión conocido como SalesandLeaseBack. Profundiza también en los agentes de inversión privada conocidos como las entidades de Private Equity y en el papel que estas han asumido en el sector mediante un estudio de la evolución de las variables más relevantes del sector. Concluye que el sector hotelero presenta grandes oportunidades de inversión en la actualidad y confirma a las entidades de Private Equity como agentes clave a la hora de llevar a cabo estas inversiones.

Palabras Clave: Sector Hotelero, Turismo, Private Equity, Sale and Lease Back, Oportunidades, Inversión

ABSTRACT

This paper aims to identify the potential private investment opportunities in the European hotel market through a detailed analysis of the hospitality sector's performance. It carries out a detailed description of the investment methods carried out in this sector, focusing on a particular method known as SaleandLeaseBack. It calls for a deeper insight of the private investment enterprises known as Private Equity firms, and describes the new role these have assumed in the hotel sector. As a conclusion, the study reveals that the hotel sector presents a wide range of investment opportunities and confirms Private Equity firms as a main agent in these transactions.

Key Words: Private Equity, Hotel Sector, Tourism, Sale and Lease Back, Oportunities, Investment,

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	5
CAPÍTULO 1	8
1.1. EVOLUCIÓN DEL SECTOR HOTELERO EN EUROPA Y SU SITUACIÓN ACTUAL	8
1.1.1. EVOLUCIÓN DEL SECTOR DEL TURISMO	8
1.1.2. EVOLUCIÓN DE LOS ESTABLECIMIENTOS HOTELEROS	14
1.1.3. EVOLUCIÓN DE LAS CAMAS.....	15
1.1.4. PORCENTAJE DE OCUPACIÓN DE LAS HABITACIONES EN EL AÑO 2014.....	16
1.1.5. EVOLUCIÓN DE LLEGADAS DE RESIDENTES Y NO RESIDENTES A LOS ESTABLECIMIENTOS EUROPEOS.....	16
1.1.6. INGRESOS Y PAGOS POR TURISMO	17
1.2. EL PAPEL DE LOS <i>PRIVATE EQUITY</i> EN EL SECTOR HOTELERO	19
1.2.1. INTRODUCCIÓN.....	19
1.2.2. EL CONCEPTO DE <i>PRIVATE EQUITY</i>	20
1.2.3. PRINCIPALES FORMAS DE ACTUACIÓN.....	21
1.2.4. EL FONDO DE INVERSIÓN.....	23
1.2.5. OPORTUNIDADES DE INVERSIÓN DE LOS <i>PRIVATE EQUITY</i> Y FONDOS DE INVERSIÓN EN EL SECTOR HOTELERO.....	23
CAPÍTULO 2: METODOLOGÍA DE INVERSIÓN DE LOS <i>PRIVATE EQUITY</i> EN EL SECTOR HOTELERO: <i>SALE AND LEASE BACK</i>	31
2.1. INTRODUCCIÓN.....	31
2.2. ESTRATEGIA DE INVERSIÓN:.....	32
2.2.1. Factores clave de rendimiento	32
2.2.2. Elección del Activo o <i>Target</i>	33
2.2.3. Creación de Valor	44
2.2.4. Tasa Interna de Retorno (TIR) esperada.....	45
2.2.5. Estrategia de salida	46
2.3. DESCRIPCIÓN DEL OPERADOR: PRINCIPALES MAGNITUDES FINANCIERAS	47
2.4. ESTRUCTURA DE LA TRANSACCIÓN.....	50
2.5. PRINCIPALES DOCUMENTOS DE LA TRANSACCIÓN.....	55
2.6. ANÁLISIS DE LA INVERSIÓN.....	57

2.6.1. Proyecciones	57
2.6.2. Análisis de Rentabilidad	61
CONCLUSIONES	65
BIBLIOGRAFIA	67

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Contribución del sector del viaje y turismo al PIB europeo	9
Gráfico 2: Contribución del sector del viaje y turismo al número de empleos Europeos	10
Gráfico 3: Dinero gastado por visitantes extranjeros en un país	11
Gráfico 4: Evolución de la inversión en capital en el sector 2005 - 2015	12
Gráfico 5: Evolución de los establecimientos hoteleros europeos periodo 2005-2013..	14
Gráfico 6: Evolución de las camas periodo 2005-2013	15
Gráfico 7: Porcentaje de ocupación habitaciones 2014	16
Gráfico 8: Evolución de llegadas de residentes y no residentes 2005-2013	17

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1: Evolución del crecimiento del sector del viaje y turismo en Europa	13
Tabla 2: Balanza de pagos del turismo 2013	18
Tabla 3: Ventajas y riesgos del capital riesgo	22
Tabla 4: Descripción de una habitación del activo hotelero	35
Tabla 5: Clasificación de habitaciones del activo hotelero seleccionado	35
Tabla 6: Principales cifras históricas del activo hotelero	36
Tabla 7: Medios de transporte y atracciones turísticas cercanos al activo hotelero	37
Tabla 8: Principales competidores directos del hotel	38
Tabla 9: Competidores potenciales del activo hotelero en los próximos años	39
Tabla 10: Clasificación de los competidores existentes	40
Tabla 11: Principales indicadores de rendimiento del Hotel AC Milán	47
Tabla 12: Cuenta de Pérdidas y Ganancias del Hotel AC Milán para el periodo 2012-2014.	49

Tabla 13: Estado de origen y aplicación de fondos de la inversión.	51
Tabla 14: Descripción del préstamo para financiar la operación.	53
Tabla 15: Cifras principales del proyecto de inversión	58
Tabla 16: Hipótesis sobre la evolución de las principales magnitudes del hotel	59
Tabla 17: Proyecciones de los principales indicadores de rendimiento del hotel	60
Tabla 18: Proyecciones de la Cuenta de Perdidas y Ganancias del activo hotelero.....	61
Tabla 19: Rentabilidades esperadas divididas por escenarios	63

INTRODUCCIÓN

Contexto

La crisis financiera iniciada en los Estados Unidos en el año 2007, que debido a la globalización de los mercados rápidamente llegó a Europa, tuvo importantes implicaciones económicas y sociales que han afectado en gran medida a el ámbito de la inversión. Como consecuencia de esta crisis, las entidades financieras, foco de atención mundial como culpables de la crisis, estrangularon la financiación a empresas y particulares, provocando un grave problema de obtención de recursos financieros a nivel global. Pero consecuentemente, las empresas, preocupadas por su supervivencia encontraron nuevas formas de financiación, en particular de parte de las manos privadas, entre las cuales destacamos por, el trato que se les va a dar en el presente estudio, a los Fondos de Inversión y los *Private Equity* (o Capital Inversión, en castellano).

Dentro de la gran diversidad de sectores que mueven la economía mundial, el turismo es sin lugar a dudas uno de los más importantes. Aproximadamente el 10% de la población activa mundial ejerce en este sector y un 10% del Producto Interior Bruto global esta generado por este mismo sector, del cual un 3,9% es aportado por el continente europeo. (WTTC, 2014)

Como veremos más adelante, la gran relevancia a nivel mundial de este sector, junto con el auge de las nuevas fuentes de financiación, han hecho que la inversión privada vuelva su mirada hacia el sector hotelero, íntimamente ligado al del turismo y el ocio, como un mercado con alto potencial para realizar inversiones y sacar rentabilidad a su capital.

Las expectativas de mejora de la economía, el crecimiento de la fuentes alternativas de financiación y el gran peso del sector turístico europeo, son un argumento perfecto para llevar a cabo un análisis del nuevo papel que han adquirido tanto los fondos de inversión como los *Private Equity* en el sector hotelero europeo, así como las nuevas oportunidades de inversión que se les presentan.

Objetivos

Los principales objetivos de este Trabajo de Fin de Carrera son los siguientes:

Analizar como ha evolucionado el sector turístico europeo y, por consiguiente el sector hotelero, en los últimos años y el peso que tiene dicho sector sobre la economía mundial.

Profundizar en los conceptos de fondo de inversión y Private Equity y en sus principales métodos de inversión.

Describir y justificar el nuevo papel que tienen los fondos de inversión y los Private Equity en el sector hotelero así como las nuevas oportunidades de inversión que han surgido en este sector.

Descripción de un caso práctico: *Adquisición de un activo hotelero por parte de un Private Equity bajo el esquema SaleandLeaseBack*, para analizar con detalle como funciona un proyecto de inversión privada en el sector hotelero y como estas entidades consiguen sacarle rentabilidad a este tipo de activos.

Metodología

Con el fin de dar respuesta a los objetivos marcados, voy a estructurar este estudio en dos capítulos principales:

- Análisis de la evolución del sector hotelero europeo y del nuevo papel de los *Private Equity* en dicho sector.
- Descripción de un proyecto de inversión en el sector hotelero por parte de un *Private Equity*.

Para llevar a cabo este estudio primero nos centraremos en recopilar toda la información posible relevante a la importancia del sector turístico tanto a nivel mundial como europeo. Haremos lo mismo con el sector hotelero, pero centrándonos en variables más específicas.

Una vez conozcamos la evolución histórica, la situación actual y las expectativas futuras tanto del sector turístico como del hotelero, procederemos a explicar en que consiste una entidad de *Private Equity* así como sus principales formas de actuación.

Una vez analizada la situación del sector hotelero en Europa, y entendiendo en que es una empresa de *Private Equity*, relacionaré estos dos conceptos describiendo el nuevo papel que han adquirido estas entidades en el sector, junto a las oportunidades de inversión que ofrece el sector en la actualidad.

Por último, procederé a desarrollar el segundo capítulo de este trabajo, que consiste en un caso hipotético de un proyecto de inversión por parte de un *Private Equity* en un activo hotelero. En esta fase del estudio analizaremos paso a paso todos y cada uno de los factores a tener en cuenta en este tipo de inversiones, y todos los pasos que estas deben seguir para sacarle rentabilidad al proyecto.

CAPÍTULO 1

1.1. EVOLUCIÓN DEL SECTOR HOTELERO EN EUROPA Y SU SITUACIÓN ACTUAL

1.1.1. EVOLUCIÓN DEL SECTOR DEL TURISMO

El impacto del sector del turismo en la economía y en el desarrollo de un país es enorme. Afecta a la creación de empresas, la inversión de capital, la inversión en infraestructuras, la creación de puestos de trabajo, la protección de espacios de alto interés entre muchas otras cosas.

El objetivo de este epígrafe del trabajo es recopilar y analizar todos los datos posibles, y que sean relevantes para nuestro estudio, del turismo y el sector hotelero europeo de los últimos años, para así ver como ha evolucionado este sector y hacia donde se dirige. También veremos las predicciones para los próximos años y como esta evolución ha afectado a la economía tanto europea como global.

Según los últimos datos publicados por *The World Travel & Tourism Council*¹ (WTTC, 2015) la economía mundial en el ejercicio 2014 se ve afectada por el sector del Viaje y Turismo en los siguientes aspectos, se generaron USD \$7.600.000 de millones (10% del PIB² mundial) y 277 millones de puestos de trabajo, es decir, 1 de cada 11 puestos a nivel global pertenece al sector.

Además, la misma entidad ha apuntado que en los últimos años el crecimiento de este sector ha seguido tasas superiores que otros sectores como pueden ser el del automóvil, servicios financieros o el de la salud. Así, según apunta WTTC, la llegada de turistas internacionales alcanzó la cifra de 1.140 millones y los visitantes de las economías emergentes representó el 46% de estas, en contraposición a un 38% del año 2000.

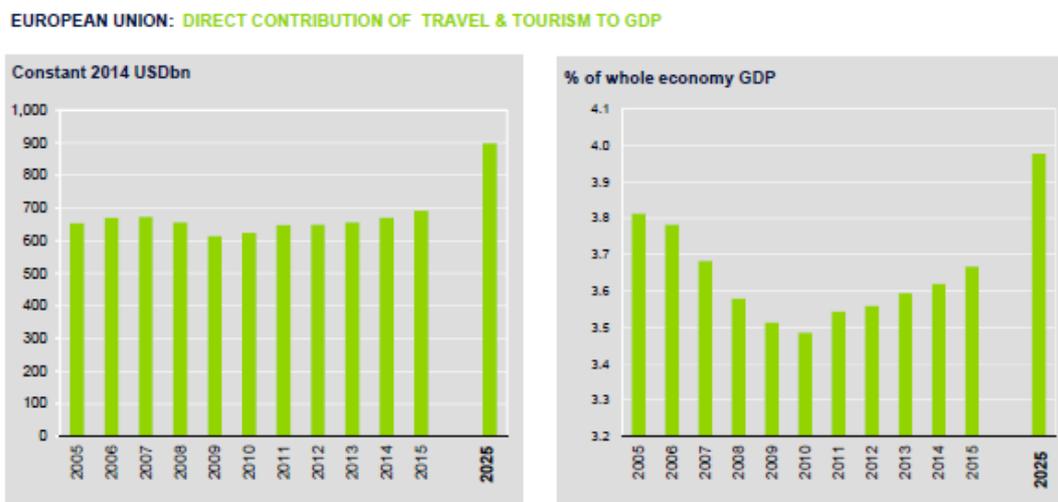
¹El World Travel & Tourism Council es una organización sin ánimo de lucro, fundada en 1990 que engloba a más de 100 miembros, es el foro para los presidentes de junta, los presidentes y los directores

² PIB: Bienes y servicios producidos por un país durante un determinado periodo de tiempo.

A nivel Europeo, la contribución directa al PIB en el año 2014 fue de USD \$669.900 millones, el 3,6% del PIB mundial, y la previsión para el ejercicio 2015 es de un incremento del 3% (WTTC, 2015).

En el **Gráfico 1** se presenta la evolución de la contribución al PIB europeo entre los años 2005 y 2014, así como la previsión realizada por el citado organismo internacional para el año 2015 y la previsión a largo plazo hasta 2025. Los datos muestran un comportamiento descendiente de la participación en el PIB, pasando del 3,8% del ejercicio 2005 a un mínimo del 3,5% en el año 2010 (recordemos que la crisis financiera se inició en el año 2007 en Estados Unidos, llegando a Europa un año más tarde, 2008). A partir del ese año se remontan los valores llegando el año 2015 al 3,6% y se prevé un aumento para los próximos años.

Gráfico 1: Contribución del sector del viaje y turismo al PIB europeo



Fuente: WTTC (2014)

A nivel Europeo la contribución a la creación de puestos de trabajo ha sido la siguiente: 11.062.000 personas trabajan directamente en el sector³, cifra que supone el 5% del total de empleos europeos. La WTTC pronostica un crecimiento del 2,3% de empleos

³ Se incluye trabajos en hoteles, agencias de viajes, compañías aéreas y otros servicios de transportes, restaurantes y actividades de ocio.

directos en el año 2015, situándose en 11.316.000 puestos de trabajos, cifra que también supondría el 5% del total de empleos europeos (WTTC, 2015).

Los datos muestran un comportamiento regular en el número de puestos de trabajo, a pesar de la crisis financiera y a diferencia de otros sectores de la economía, el número de trabajadores empleados directamente no ha sufrido un descenso notable entre los años 2008-2010, manteniéndose siempre por encima de los 10 millones de puestos de trabajo como se puede apreciar en el **Gráfico 2**.

Gráfico 2: Contribución del sector del viaje y turismo al número de empleos Europeos



Fuente: WTTC (2014)

En el **gráfico 3** se presenta la variable *dinero gastado por los visitantes extranjeros en un país*. En el año 2014, en Europa se han generado un total de USD \$466.500 millones. En 2015 se prevé que está cifra alcance el valor de USD \$484.693 millones, importe que supone un crecimiento del 3,9%. En el mismo gráfico se ponen en relación la citada variable con el número de llegadas de turistas, evolucionando como no podía ser de otra manera, ambas variables en el mismo sentido.

Como se aprecia en el gráfico la evolución del número de llegadas de extranjeros es constante, a excepción del año 2009, donde hubo un ligero descenso, probablemente debido a la crisis económica. Por otra parte, el porcentaje de dinero gastado por éstos tiene un comportamiento asimilable a los efectos de la crisis financiera disminuyendo

hasta el año 2010 e incrementándose posteriormente, a excepción del año 2009 que supone un incremento cercano al 6,5%.

Gráfico 3: Dinero gastado por visitantes extranjeros en un país

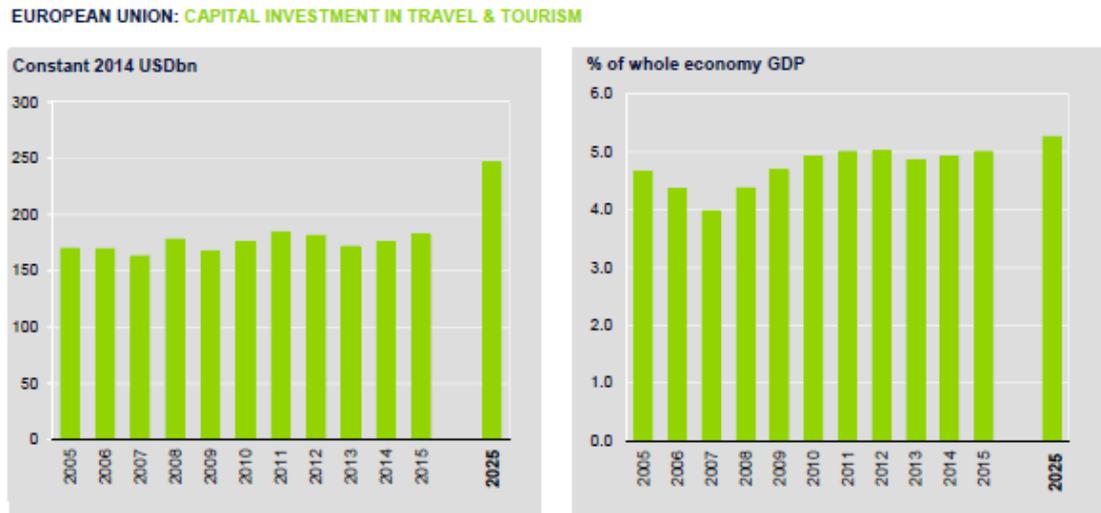


Fuente: WTTC (2014)

Un punto importante a analizar es el de la inversión en el sector, según los datos de WTTC, la inversión en capital del año 2014 alcanzó la cifra de USD \$175.500 millones, previéndose un incremento del 3,4% para el año 2015, estimándose que para el año 2025 alcance la cifra de USD \$ 245.800 millones. Lo que supondría un incremento del 40% en 10 años. Esto demuestra que el sector turístico ha sido y va a continuar siendo muy atractivo tanto para la inversión doméstica como para la extranjera.

Cabe destacar que la inversión en capital se ha mantenido constante en el periodo objeto de estudio, sin presentar bajadas importantes en los peores años de la crisis 2009-2010, lo que denota otra vez la fortaleza de este sector en Europa y su importancia.

Gráfico 4: Evolución de la inversión en capital en el sector 2005 - 2015



Fuente: WTTC (2014)

Finalmente en la **Tabla 1** se presentan, en términos porcentuales de crecimiento, las principales variables que afectan al sector y su evolución a lo largo de los ejercicios 2009 – 2014.

Tabla 1: Evolución del crecimiento del sector del viaje y turismo en Europa

European Union Growth ¹ (%)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2025F ²
1. Visitor exports	-8.7	3.1	6.2	1.6	2.8	2.9	3.9	3.6
2. Domestic expenditure (includes government individual spending)	-5.8	1.3	3.3	-0.3	-0.2	1.4	2.3	2.1
3. Internal tourism consumption (= 1 + 2)	-6.6	1.8	4.1	0.2	0.7	1.8	2.8	2.6
4. Purchases by tourism providers, including imported goods (supply chain)	-6.7	1.9	4.5	0.3	0.4	1.7	2.7	2.5
5. Direct contribution of Travel & Tourism to GDP (= 3 + 4)	-6.6	1.7	3.8	0.3	1.1	2.1	3.0	2.7
Other final impacts (indirect & induced)	-6.4	1.7	3.7	0.4	1.1	2.1	3.1	2.7
6. Domestic supply chain								
7. Capital investment	-6.2	5.3	4.6	-1.4	-5.5	2.5	3.4	3.1
8. Government collective spending	3.2	1.7	-0.9	-0.9	-0.4	0.7	0.1	1.2
9. Imported goods from indirect spending	1.0	13.1	7.5	8.9	-4.2	2.0	3.5	3.1
10. Induced	-3.0	-1.5	1.5	-1.0	1.1	2.3	3.7	1.9
11. Total contribution of Travel & Tourism to GDP (= 5 + 6 + 7 + 8 + 9 + 10)	-5.7	0.6	2.8	-1.0	0.8	2.1	3.0	2.5
Employment impacts ('000)								
12. Direct contribution of Travel & Tourism to employment	-2.7	-0.4	1.6	0.7	0.1	2.0	2.3	1.5
13. Total contribution of Travel & Tourism to employment	-2.6	-2.5	0.2	-0.9	-0.3	1.9	2.1	1.2
Other indicators								
14. Expenditure on outbound travel	-8.9	2.0	2.2	0.7	3.0	3.6	5.0	2.3

Fuente: WTTC (2014)

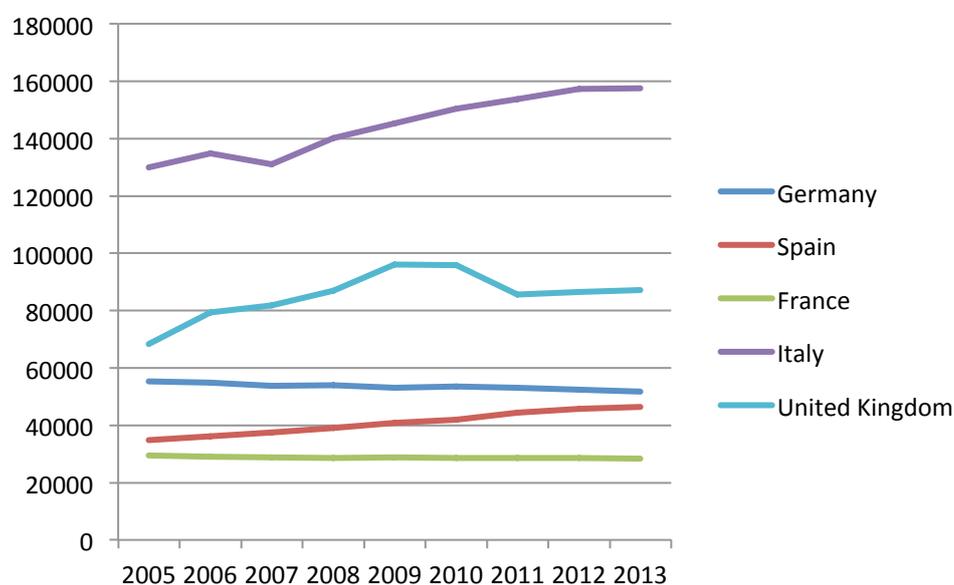
Una vez revisadas las principales magnitudes del sector del turismo, analizaré a continuación las variables europeas más relevantes del subsector hotelero.

1.1.2. EVOLUCIÓN DE LOS ESTABLECIMIENTOS HOTELEROS

En base a los datos publicados por el Eurostat, el número de establecimientos hoteleros del conjunto de la Unión Europea se ha incrementado en el periodo objeto de estudio; así, en el año 2005, en el conjunto de los países había un total de 406.610 establecimientos y en el año 2013 la suma ascendía a un total de 562.168 establecimientos, es decir, se habían incrementado en un 38% (Eurostat, 2014). Este incremento es considerablemente alto, teniendo en cuenta la grave crisis económica de 2008, y ha favorecido a la inversión en este tipo de activos.

Por países, los que presentan un número de establecimientos hoteleros más abundante son Italia, Reino Unido, Alemania, España y Francia. El comportamiento durante el periodo de estudio ha sido desigual para los anteriores países, donde Italia, España y el Reino Unido han incrementado su número de establecimientos, mientras que países como Alemania y Francia ésta ha disminuido en un 7% y 4% respectivamente quedando representado en el **Gráfico 5**.

Gráfico 5: Evolución de los establecimientos hoteleros europeos periodo 2005-2013



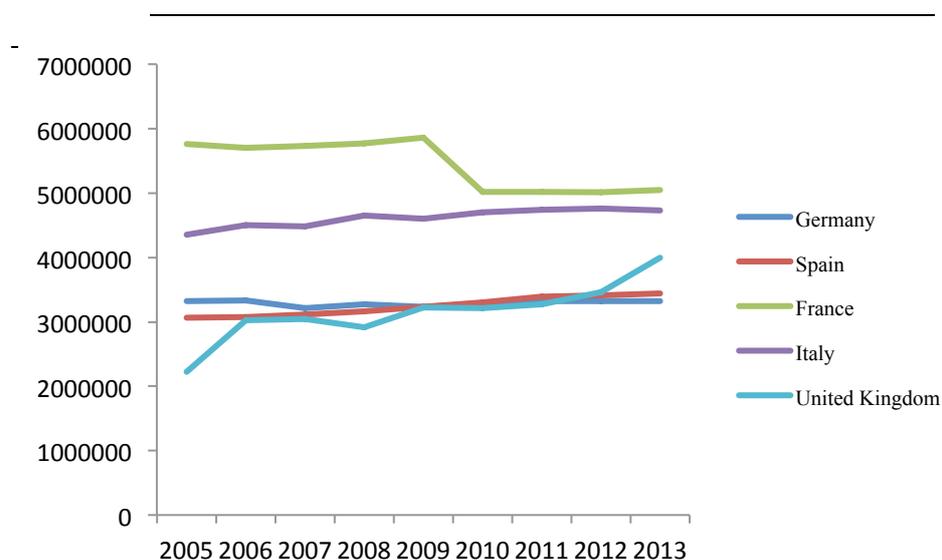
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat

1.1.3. EVOLUCIÓN DE LAS CAMAS

Otra variable a tener en cuenta y relacionada directamente con la anterior es la del número de camas existentes en el sector hotelero europeo. Su evolución para el periodo objeto de estudio ha sido la siguiente: en base a los datos publicados por el Eurostat el número de camas ofertadas en los establecimientos hoteleros del conjunto de la Unión Europea se ha incrementado en el periodo objeto de estudio en un total de 3.643.989 hecho que ha supuesto un incremento del 14%. (Eurostat, 2014)

En el **Gráfico 6**, por países, observo que el Reino Unido, Italia o España han incrementado su oferta, mientras que Francia ha visto reducida su oferta, hecho que está en relación con la disminución de los establecimientos hoteleros. En el caso de España estos datos están en relación con el incremento moderado de los establecimientos.

Gráfico 6: Evolución de las camas periodo 2005-2013

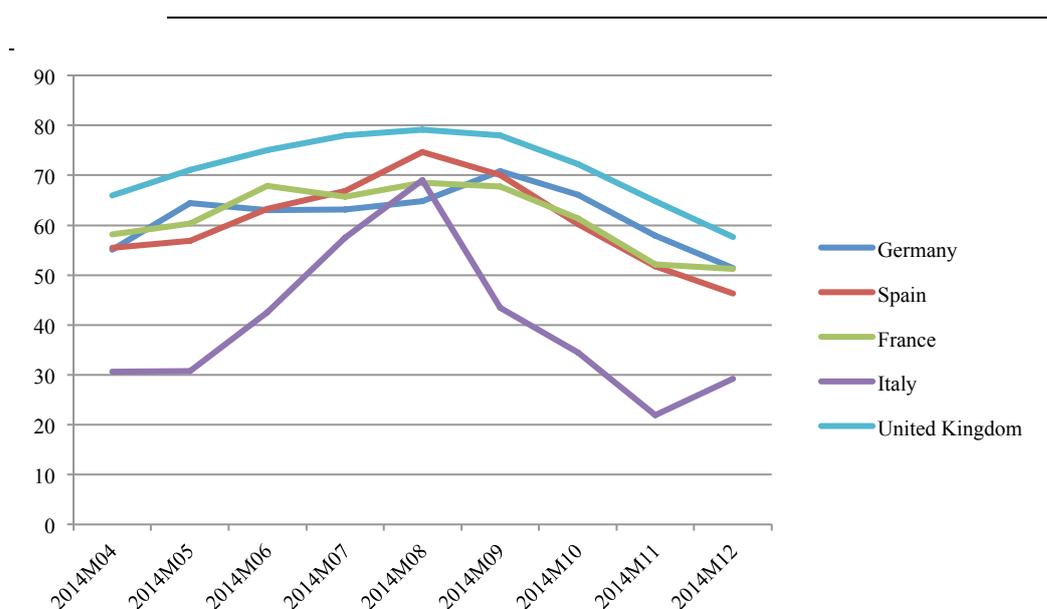


Fuente: Elaboración propia a partir datos Eurostat

1.1.4. PORCENTAJE DE OCUPACIÓN DE LAS HABITACIONES EN EL AÑO 2014.

El **Gráfico 7** nos presenta el porcentaje de ocupación de las habitaciones de las plantas hoteleras de los países europeos analizados anteriormente. Todos los países presentan en mayor o menor medida un grado de estacionalización. Siendo Italia el país que tiene la mayor diferencia en porcentaje de ocupación pasando de aproximadamente el 20% en temporada baja al 70% en el mes de agosto. En el caso de España aunque presenta los mismos síntomas de estacionalización que Italia, el porcentaje de ocupación en temporada baja está por encima del 50%. En el caso del Reino Unido tiene una ocupación media superior al 50%.

Gráfico 7: Porcentaje de ocupación habitaciones 2014



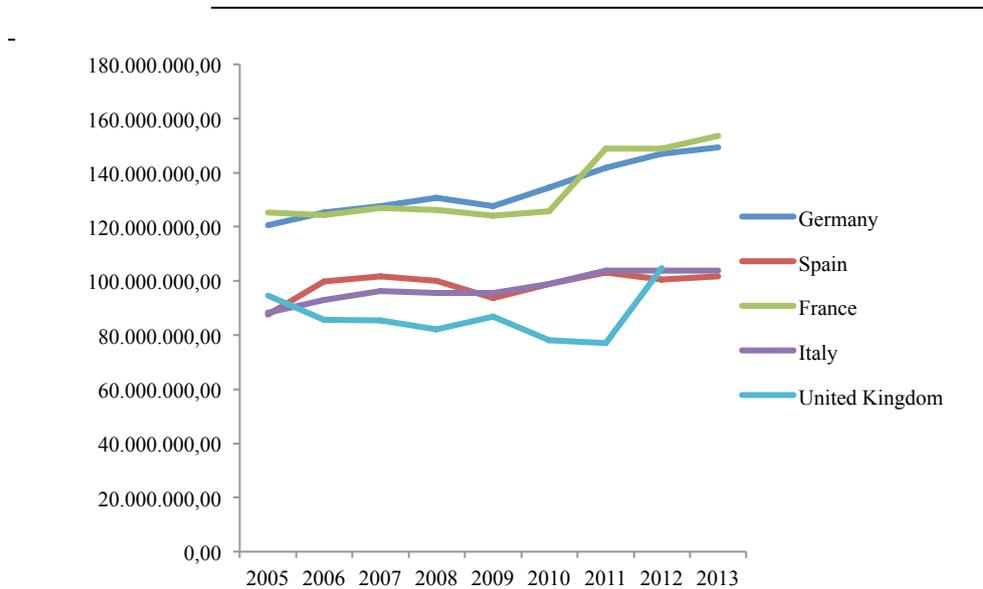
Fuente: Elaboración propia a partir datos de Eurostat

1.1.5. EVOLUCIÓN DE LLEGADAS DE RESIDENTES Y NO RESIDENTES A LOS ESTABLECIMIENTOS EUROPEOS.

La evolución de las llegadas, tanto de turistas residentes como de no residentes a los establecimientos europeos es un importante indicador del estado de salud de este sector. En el agregado europeo, los datos proporcionados por Eurostat sólo cubren el periodo 2009-2013. Como podemos observar en el **Gráfico 8**, en este periodo las llegadas se

han incrementado en un 17%. El resto de países que estoy analizando presenta una clara tendencia ascendente (Alemania y Francia), una tendencia moderada (España e Italia) y un comportamiento errático, Reino Unido. (Eurostat, 2014).

Gráfico 8: Evolución de llegadas de residentes y no residentes 2005-2013



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat

1.1.6. INGRESOS Y PAGOS POR TURISMO

Finalmente y dado su importancia tal y como apuntábamos anteriormente, analizaremos el peso económico que tiene el turismo en Europa. Esto lo haremos mediante un análisis de la balanza de pagos como relación entre los ingresos del turismo internacional y el PIB.

En la Tabla 2, podemos observar que en el año 2013, los países que presentaron unos ingresos por turismo más elevados en relación a su PIB fueron Croacia (16,7 %), Malta (14,5 %) y Chipre (13,2 %).

Por otro lado si analizamos los datos en términos absolutos, los mayores ingresos en concepto de turismo internacional se dieron en España, cuya cifra alcanzó los €45.500 millones, seguido de Francia con un total de €42.200 millones. Con cifras menores

encontramos países como Alemania y el Reino Unido con €33.000 cada uno e Italia, con un total de €31.000.

Por el lado del gasto turístico Alemania acumuló las mayores cifras de gasto en turismo internacional, con un total de €64.700 millones. El Reino Unido con un total de €39.600 millones y finalmente Francia €31.900 millones.

Finalmente, si analizamos el neto, es decir, ingresos menos gastos, España fue el país miembro de la Unión Europea con mayores ingresos turísticos netos en 2013 alcanzando los €33.300 millones, y Alemania el país que registró el mayor déficit €33.600 millones. Como podemos observar en la **Tabla 2**.

Tabla 2: Balanza de pagos del turismo 2013

	Receipts				Expenditure				Net (million EUR) 2013
	2005	(million EUR) 2009	2013	Relative to GDP, 2013 (%)	2005	(million EUR) 2009	2013	Relative to GDP, 2013 (%)	
EU-28 (*)	66 260	68 989	101 352	0.8	83 572	82 714	87 504	0.7	13 848
Belgium	7 934	8 465	10 166	2.7	12 047	13 122	16 420	4.3	-6 256
Bulgaria	1 956	2 681	3 057	7.7	1 053	1 259	1 151	2.9	1 908
Czech Republic	3 879	5 017	5 307	3.6	1 940	2 919	3 462	2.3	1 847
Denmark	4 248	4 037	5 247	2.1	5 526	6 525	7 552	3.0	-2 304
Germany	23 449	24 842	31 030	1.1	59 766	58 183	64 677	2.4	-33 646
Estonia	784	780	1 049	5.6	353	433	703	3.8	346
Ireland	3 863	3 555	3 335	2.0	4 898	5 602	4 603	2.8	-1 269
Greece	11 037	10 400	12 115	6.7	2 446	2 425	1 835	1.0	10 279
Spain	38 558	38 125	45 905	4.4	12 125	12 086	12 248	1.2	33 257
France	35 385	35 510	42 239	2.1	25 582	27 510	31 892	1.5	10 347
Croatia	5 961	6 367	7 182	16.7	604	723	679	1.6	6 303
Italy	28 400	28 856	33 063	2.1	17 960	20 015	20 309	1.3	12 754
Cyprus	1 875	1 561	2 181	13.2	750	931	919	5.6	1 262
Latvia	279	514	652	2.8	475	571	539	2.3	113
Lithuania	742	696	1 105	3.2	599	804	728	2.1	378
Luxembourg	2 904	2 969	3 629	8.0	2 398	2 588	2 876	6.3	753
Hungary	3 300	4 064	3 848	3.9	1 822	1 970	1 464	1.5	2 384
Malta	611	640	1 056	14.5	216	207	289	4.0	767
Netherlands	8 421	8 867	11 732	1.9	12 996	14 830	15 430	2.6	-3 697
Austria	12 904	13 895	15 139	4.8	7 506	7 744	7 738	2.5	7 402
Poland	5 056	6 422	8 594	2.2	4 485	5 240	6 866	1.8	1 728
Portugal	6 199	6 908	9 250	5.6	2 454	2 712	3 120	1.9	6 130
Romania	849	883	1 083	0.8	747	1 049	1 499	1.1	-416
Slovenia	1 451	1 804	2 101	6.0	707	913	703	2.0	1 400
Slovakia	972	1 675	1 884	2.6	680	1 504	1 724	2.4	161
Finland	1 757	1 994	3 042	1.6	2 461	3 149	3 985	2.1	-942
Sweden	5 970	5 817	8 647	2.1	8 672	8 062	13 227	3.1	-4 581
United Kingdom	24 672	21 722	30 565	1.6	47 939	36 128	39 574	2.1	-9 008
Iceland	332	397	788	7.2	788	383	630	5.7	158
Norway	2 680	2 909	4 255	1.1	8 187	8 871	13 849	3.6	-9 593
Switzerland (*)	8 058	10 183	12 431	2.5	7 089	7 846	10 737	2.2	1 694
Montenegro (*)	.	.	666	20.4	.	.	37	1.0	631
FYR of Macedonia (*)	72	156	201	2.5	50	72	99	1.2	102
Turkey (*)	15 426	16 475	19 967	3.3	2 495	3 280	3 186	0.5	16 780
Japan (*)	10 018	7 397	11 348	0.2	30 230	18 051	21 708	0.5	-10 359
United States (*)	85 708	88 478	125 103	1.0	60 332	58 194	71 543	0.6	53 560

(*) Extra EU-28 flows.

(*) 2012 instead of 2013.

(*) Relative to GDP: 2012 instead of 2013.

Source: Eurostat (online data codes: bop_q_eu, bop_its_det and nama_gdp_c)

Fuente: Eurostat (2013)

1.2. EL PAPEL DE LOS *PRIVATE EQUITY* EN EL SECTOR HOTELERO

1.2.1. INTRODUCCIÓN

La crisis financiera que estalló en los Estados Unidos a finales del 2008 tuvo una rápida y significativa repercusión en los mercados de la Unión Europea al verse afectadas sus principales instituciones financieras. Con los mercados financieros paralizados, la crisis financiera trajo consigo la crisis en la economía real. Según previsiones del FMI, la caída real del PIB de la Unión Europea en 2009 fue del 4,8% y ello supuso la peor recesión económica vivida en Europa desde la Segunda Guerra Mundial.

La fuerte contracción de la actividad económica y del comercio a partir de entonces junto con las medidas de política económica aplicadas para contrarrestarla, provocaron una escasez de liquidez como consecuencia del recorte del volumen del crédito por parte de las entidades financieras

Los problemas financieros a nivel mundial tuvieron un efecto rápido sobre las economías reales. La demanda, el consumo y la inversión empresarial sufrieron una bajada drástica a causa de las restricciones al crédito y de la pérdida de valor de los activos financieros y bienes inmuebles que redujeron la riqueza de tanto de los oferentes como de los demandantes. Esto se tradujo en el cierre de muchas empresas (pequeñas, medianas y grandes) y como consecuencia se han alcanzado tasas de desempleo sin precedentes del 26,0% en el cuarto trimestre del año 2012 (Instituto Nacional de Estadística, 2013).

La financiación es fundamental para las empresas, pero en especial para las pequeñas y medianas. Financiar una pequeña y mediana empresa no hace muchos años suponía acudir a un banco o a un inversor. Como hemos anticipado antes la crisis supuso un cierre de puertas de acceso al crédito bancario. Así afloraron otras formas de financiación directas, como pueden ser los fondos de inversión o las entidades de Capital Riesgo.

Según la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades

gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, se define el Capital Riesgo como *“aquellas estrategias de inversión que canalizan financiación de forma directa o indirecta a empresas, maximizan el valor de la empresa generando gestión y asesoramiento profesional, y desinvierten en la misma con el objetivo de aportar elevadas plusvalías para los inversores.*

El Capital Riesgo es una fuente de financiación de especial relevancia para todas las etapas de desarrollo de las empresas: desde el desarrollo de una idea donde el capital semilla es crucial, las primeras fases de arranque de la actividad productiva, las etapas de expansión y crecimiento donde la financiación puede permitir dar el salto cualitativo a una dimensión y madurez y competitividad mayores, hasta en los momentos en los que la empresa ya está consolidada donde la financiación puede ser necesaria por diversos motivos como la salida a bolsa o la reestructuración o la venta de la misma.

El Capital Riesgo comprende tanto lo que se ha venido denominando Venture Capital, destinado a las primeras fases de desarrollo de las empresas, como Private Equity, que incluye inversión en empresas ya maduras con una trayectoria consolidada de rentabilidad y que por lo tanto supone operaciones de mayor envergadura de reestructuración empresarial siendo necesario el recurso de los préstamos las entidades de Capital Riesgo a préstamos para poder financiarlas.” (Boletín Oficial del Estado, 2014)

Finalmente cabe tener en cuenta otras aportaciones de la intervención de las entidades de Capital Riesgo en las empresas. Además de aportar financiación estas entidades aportan conocimiento, experiencia y contribuyen a mejoras en la eficiencia en la gestión de las empresas financiadas y la difusión de conocimientos.

1.2.2. EL CONCEPTO DE *PRIVATE EQUITY*

El *Private Equity* (o Capital Inversión, en castellano) es una modalidad de actividad financiera que consiste en la adquisición por parte de una entidad especializada (también llamada *Private Equity* o Entidad de Capital Inversión en castellano) de la

mayoría de las acciones de una sociedad que no cotizan en bolsa. En este punto debemos tener en cuenta que en la terminología anglosajona las *Public Companies* son las cotizadas en bolsa mientras que las *Private* son las que no cotizan en bolsa.

La entidad de Capital Inversión se convierte así en la propietaria mayoritaria de la misma, aunque habitualmente sólo de forma temporal, con el objetivo de hacerla crecer, aumentar su eficiencia, y transcurrido el plazo aproximado de tres o cuatro años se suele realizar la venta de las acciones originariamente compradas. Contribuyendo a mejorar la gestión de la empresa, proporcionan una buena rentabilidad a los partícipes del fondo de *Private Equity*. Otro rasgo característico que define a los *Private Equity* es que, como hemos estudiado, el objeto de la inversión no es la tenencia en si de las acciones sino la obtención de una rentabilidad en la operación.

1.2.3. PRINCIPALES FORMAS DE ACTUACIÓN

Las operaciones de Capital Inversión se suelen focalizar en empresas de cierto recorrido y con unos flujos de caja estables. Los principales vendedores en este tipo de operaciones suelen ser propietarios que venden sus participaciones, problemas en empresas familiares o cuando por una decisión estratégica una determinada filial ya no tiene tal consideración.

Las principales formas de actuación de los *Private Equity* son:

1. **Adquisición con apalancamiento (*Leveraged/Management Buy-Out* y *Management Buy-In*).**

En este tipo de operaciones las empresas se compran mediante deuda (en parte garantizados por los propios activos de la empresa adquirida).

Las submodalidades de este tipo de operación son:

- i. ***Management Buy-Out (MBO)***, los adquirentes de la empresas son el equipo directivo de la propia empresa.
- ii. ***Management Buy-In (MBI)***, los adquirentes de la empresas pertenecen al equipo directivo de otra.

- iii. **Buy-In Management Buy-Out (BIMBO)**, una mezcla de ambas.
- iv. **Reorientación (Turnaround)**, consiste en la financiación de un cambio de orientación en una empresa que presenta serias dificultades.

2. Capital de sustitución (*Replacement*)

En estos casos no hay una entrada de nuevos recursos, el inversor de Capital Riesgo sólo ocupa el lugar de un grupo de antiguos accionistas, para dar un nuevo empuje a la empresa.

Este tipo de operaciones es más común en el ámbito de empresas familiares con intención de terminar con ciertos conflictos de interés y llevar a cabo una profesionalización de ésta para dotar de un mayor valor de la empresa.

A continuación adjuntamos una tabla con las ventajas y riesgos del Capital Riesgo:

Tabla 3: Ventajas y riesgos del capital riesgo

VENTAJAS	RIESGOS
Ofrecen una financiación estable basada en recursos propios y constituyen una eficaz inyección de capital para los negocios nacientes.	Pérdida de control por parte de la empresa beneficiada. Al convertirse en su accionista, el fondo de capital riesgo puede condicionar la toma de decisiones estratégicas, aunque no se involucra en la gestión diaria
Permiten a una empresa afrontar con garantías un proceso de crecimiento y expansión.	Reducida vocación de permanencia, entre tres meses y siete años, una condición no siempre acorde con los intereses de la empresa.
Aportan prestigio y credibilidad, pues la compañía que recibe este respaldo ha de superar antes una serie de controles.	La financiación está vinculada a los resultados, suelen esperar beneficios en el medio plazo y con un alto retorno en su inversión.
Suelen ser entidades son gran experiencia en el mundo de los negocios.	La salida de los fondos suele generar tensiones.

Fuente: Elaboración propia a partir de una tabla hecha por Carmen Porras para la revista Hosteltur, 2014

1.2.4. EL FONDO DE INVERSIÓN

La Comisión Nacional de Mercado de Valores define a un fondo de inversión⁴ como *“patrimonio formado por las aportaciones de un número variable de ahorradores, denominados partícipes. Una entidad, denominada gestora, invierte de forma conjunta estas aportaciones en diferentes activos financieros de tal modo que cada partícipe es propietario de una parte del patrimonio del fondo en proporción a sus aportaciones. El resultado de la inversión, aumento o disminución del patrimonio del fondo se atribuye proporcionalmente a los partícipes”*.

1.2.5. OPORTUNIDADES DE INVERSIÓN DE LOS PRIVATE EQUITY Y FONDOS DE INVERSIÓN EN EL SECTOR HOTELERO.

Europa ha sido y se mantiene como el destino turístico más popular del mundo. El mercado hotelero en las ciudades principales europeas se caracteriza por buenos resultados a largo plazo, sin embargo, el número de activos nuevos es muy limitado. A pesar de la recesión económica y la situación actual de los mercados de crédito, los aspectos económicos básicos en estas ciudades permanecen fuertes, manteniendo su tendencia histórica.

La construcción de estructuras nuevas en las capitales Europeas es difícil, creando grandes barreras de entrada en el sector debido a:

- Altos costes de construcción
- Restricciones de zona, fuegos y medioambientales crecientes.
- Oposición local a la sobreexplotación de zonas.
- Falta de espacio físico para construir en las zonas clave.
- Falta de financiación destinada a la construcción.

⁴ El artículo 3 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva encontramos la definición legal de los Fondos de Inversión así como su regulación.

Las barreras de entrada que estos factores generan, benefician a los inversores externos, ya que reduce la aparición de nuevos competidores, lo que fomenta la adquisición de activos hoteleros en lugar de la construcción.

A pesar de la crisis económica, según un informe escrito por IPK *International* para la feria líder de la industria turística mundial IBT *World Travel Berlin*, en 2012 los viajes turísticos internacionales aumentaron un 4% hasta llegar a 947 millones en 2013, mientras que el número de estadias nocturnas también han aumentado un 4% hasta llegar a poco más de 7.500 millones de noches. El ingreso por habitación (IPK: *Income Per Key*) ha crecido en un 7%. (IPK *International*, 2014)

La lenta recuperación económica global, especialmente en la Eurozona, no ha impedido que en 2012, según la “*World Tourism Organisation*” (UNWTO), el número de turistas internacionales aumentase en otro 4% hasta sobrepasar los 1000 millones de visitantes, lo que supone un incremento del 85% desde el año 1995. De estos 1000 millones de visitantes, más de 500 millones eligen Europa como destino, suponiendo esta un 59,8% del mercado turístico mundial. (UNWTO, 2014)

En 2020 se espera que estos números alcancen los 1.561 millones de visitantes internacionales de los cuales, lo que supondría otro incremento del 85% con respecto a 2012. De estos 1.561 millones, 717 millones de viajeros eligen Europa como destino lo cual supone el 45,9% del mercado turístico mundial.

A la vista de estos datos, podemos observar que, aunque el crecimiento de la llegada de turistas internacionales a Europa se halla ralentizado a favor de otros destinos menos comunes como el sur del continente Asiático u Oriente Medio, esta sigue siendo el destino preferido a nivel global, acogiendo casi a la mitad de los viajeros mundiales. Además, a pesar de esta variación en el ritmo de crecimiento haya disminuido, este sigue aumentando a un ritmo considerable, incluyendo a viajeros tanto turísticos como de negocios.

Esta nueva afluencia creciente, especialmente en los países “BRIC” (Brasil, Rusia, India y China) está creando una nueva clase turista creciente y explotable por parte de el sector hotelero (IPK *International*, 2014).

El turismo europeo esta evolucionando a la vez que Europa envejece. La edad media de la población europea ha crecido desde 33 años en 1960 a los 42 en 2011 y se prevé que alcance los 47,9 años hacia el año 2060. El número de personas de la tercera edad en la Unión Europea esta creciendo a un ritmo que supera los 2 millones de personas al año, lo que supone una tasa de crecimiento dos veces superior a la estimada hace 3 años. Estos cambios demográficos se ven reflejados en las tendencias y destinos turístico.

Mientras que los cada vez menos grupos de veinteañeros solteros prefieren destinos aventureros y dedicados a la diversión (Mikonos, Ibiza), la generación treintañera, espacialmente padres jóvenes o recién casados prefieren los resorts, la playas y otros entornos más estables. Las capitales europeas cada vez atraen a viajeros más exigentes y sofisticados. El nuevo afluente de viajeros “40-Plus” (mayores de cuarenta años) prefieren destinos de carácter cultural, educacional y centrados en las grandes capitales europeas como Paris, Londres, Berlín, Múnich, Madrid, Barcelona y Roma.

La oferta Europea de hoteles de cuatros y cinco estrellas no es capaz de satisfacer la demanda en la actualidad. Consecuentemente, se prevé un crecimiento de los precios en este tipo de establecimientos por encima del crecimiento del Producto Interior Bruto (PIB) y la inflación de los países que los albergan, lo que hace muy atractiva la entrada en el sector para los inversores.

El “boom” del sector inmobiliario a principios de siglo, introdujo a un gran número de partidarios no experimentados en el sector como fondos de inversión y operadores con expectativas demasiado optimistas. La fiebre de oportunidades, junto con las ganas de lucrarse se sobrepuso a la concienciación de que se trata de un mercado con una alta necesidad de gestión y logística adecuados, así como de conocimientos del sector y sobre todo de los clientes. Entre la gran variedad de inversores que apostaron por el sector están:

- Las gestoras inmobiliarias que invertían en hoteles pero que no tenían conocimientos ni capacidades necesarias para operar y gestionarlos de manera adecuada.
- Inversores privados que decidieron diversificar sus carteras y que a día de hoy solo cuentan con un pequeño porcentaje de los activo adquiridos en su día, los cuales carecen de estructura corporativa y gestión adecuadas.

- Los bancos que embargaron activos hoteleros de clientes insolventes que tienen dificultad para darles una salida adecuada y que mientras tanto tienen que gestionar dichas propiedades de una manera poco efectiva.
- Los pequeños grupos hoteleros que carecen de recursos adecuados no han tenido éxito en desarrollar su marca debido a las numerosas restricciones con las que se han encontrado.

Todos estos agentes que apostaron por el sector hotelero durante el “boom inmobiliario” se encontraron con una grave crisis económica en el año 2008. El sector turístico fue el más afectado por esta crisis global, el número de viajeros internacionales disminuyó y consecuentemente lo hizo la ocupación hotelera.

Esta reducción de la ocupación se reflejó en una reducción sustancial de los precios. Los hoteles de cinco estrellas redujeron sus precios hasta un 12% mientras que los de cuatro estrellas los redujeron un 6%. Esta reducción se vio reflejada en los ingresos hoteleros, por lo que esto complicaba la posibilidad de hacer frente a su endeudamiento, ya que las compañías hoteleras suelen estar considerablemente apalancadas.

Las condiciones que sufrieron los agentes inversores en activos hoteleros mencionados anteriormente, y teniendo en cuenta que estos inversores carecían de conocimientos de gestión hotelera, han provocado que estos no alcancen las expectativas altamente optimistas con las que contaban a principios de siglo. Esto ha provocado que muchos quieran dar salida a estas propiedades a un precio considerablemente menor a su valor real.

Aquí es donde entran los fondos de inversión y los *Private Equity*. Aprovechándose de la mejora sustancial de las condiciones económicas y del sector turístico europeo analizados previamente, han encontrado una oportunidad de inversión con un gran potencial de rentabilidad.

El turismo en España, el país que más peso tiene en el turismo europeo, representa aproximadamente el 15% del PIB (INE, 2014) y según las últimas estimaciones ha demostrado ser el motor de la reactivación económica española por lo que es lógico que los fondos de inversión y las firmas de capital riesgo se hayan fijado en el citado sector de la economía española a la hora de canalizar sus inversiones e incluyan a empresas de este sector en sus carteras de negocios.

A lo largo de la historia podemos encontrar multitud de ejemplos de empresas del sector hotelero que encontraron financiación de manos privadas sin tener éstas relación directa con la industria del turismo. En las últimas décadas esta tendencia ha llegado a Europa en general y en particular a España con el aterrizaje de las entidades de Capital Riesgo y los fondos de inversión que han tomado el control de compañías hoteleras, hoteles, agencias de viajes, operadores turísticos, aerolíneas, entre otras.

Los fondos de inversión y las firmas de capital riesgo han protagonizado numerosas operaciones en el sector turístico durante los últimos años y su tendencia es al crecimiento en los próximos años debido a que el valor de los activos no tiene un recorrido descendiente mucho mayor, ello hace que éstos tengan una posición de venta y por otro parte se prevé una recuperación en el sector que se traduce en un aumento de las rentabilidades.

Profundizando en el tema, no sólo debemos distinguir ente Fondos de Inversión y Capital Riesgo, sino entre los diferente perfiles que pueden adquirir los Fondos de Inversión ya sean más o menos oportunistas. Así, en la práctica se ha podido observar como los primeros son más conservadores y buscan una rentabilidad que oscila entre el 9% y el 12%, aproximadamente, mientras que las compañías de Capital Riesgo se estima que buscan una rentabilidad mayor, entre el 15% y el 20%.

Según el informe de la revista Hosteltur, 2014: *“El capital riesgo sube su apuesta por el turismo”* también se puede hacer una diferenciación en función del producto que buscan, así se diferencian los fondos de perfil conservador de los fondos oportunistas. Los primeros generalmente invierten en activos ya existentes con capacidad de generar rentas desde el primer momento, para estos fondos la calidad es el elemento fundamental y sí realizan inversiones en hoteles pero sin asumir riesgos. (Hosteltur, 2014)

En el otro lado, los fondos oportunistas tienen las miras puestas en añadir valor a su compra inicial, invirtiendo por ejemplo en reposicionamiento, ampliación de las instalaciones, reforma completa del hotel, compra de otros hoteles similares con la intención de crear sinergias, cambio de operador, y así en definitiva favorecer una futura venta con una alta rentabilidad.

En resumen, los fondos conservadores suelen buscar localizaciones “prime”, los oportunistas tienen más flexibilidad en la localización y suelen primar la oportunidad de la compra que les garantice una rentabilidad.

En base a los datos del anuario 2013 de la Asociación Española de Capital Riesgo (AS-CRI, 2013) a términos del año 2013 las carteras de las firmas de capital riesgo en el sector de la hotelería estaban valoradas en aproximadamente 1.750 millones de euros en un total de 94 empresas. Ello suponía que el 8% del total de las inversiones de capital riesgo en el año 2013 se acumularon en el sector de la hotelería y el ocio.

A continuación vamos a describir una serie de operaciones llevadas a cabo por este tipo de empresas en el sector hotelero basándonos en informes de la revista Hosteltur.

Según apunta Hosteltur en su artículo *“El capital riesgo sube su apuesta por el turismo”*, *“un estudio llevado a cabo por la firma consultora PhoCusWright que tomó como muestra 750 startups de viajes vinculadas al mundo online fundadas entre los años 2005 y 2013, estas nuevas empresas consiguieron captar financiación por un valor total de 3.600 millones de euros durante dicho período*

*Fondos de capital riesgo, inversores privados así como fondos de inversión varios figuraron entre las fuentes primarias de financiación de esas startups, ya que el estudio de PhoCusWright ha excluido las operaciones de salida a bolsa.”*⁵

En el caso de España, según apunta el informe de Hosteltur los Fondos de Capital Riesgo han facilitado el nacimiento de varias empresas *startups* relacionadas con el sector turístico y pone como ejemplo la empresa Viajes Minube en la cual en diciembre 2013 dió la entrada de dos nuevos socios, los fondos de capital riesgo *Kibo Ventures* y *Bonsai Venture Capital*. Ambas firmas se unieron a *Sputnik Ventures & Sputnik Capital* (que ya formaba parte de su accionariado) Según informó la empresa, *“los tres inversores no solo aportaron el millón de euros de capital, sino también un gran conocimiento y experiencia en proyectos de base tecnológica y online.”*⁶

Hosteltur destaca en su informe un claro ejemplo de un fondo de capital riesgo en el sector hotelero mundial. Es el caso del Blackstone. que mantiene importantes

⁵ Hosteltur, 2014: “El capital riesgo sube su apuesta por el turismo”

⁶ Hosteltur, 2014: “El capital riesgo sube su apuesta por el turismo”

participaciones desde el año 2007 en Hilton Worldwide y en La Quinta desde el año 2006, unido a elló formalizó en el año 2011 la compra de Mint Hotels, en 2012 la cadena Motel 6 perteneciente a Accor, adquiriendo finalmente el pasado año 2014 el Hotel Cosmopolitan de las Vegas. (Hosteltur, 2014)

Ya en el caso de España cabe mencionar que la compañía Hispania, entre sus inversores se encuentran Quantum (de George Soros), Paulson & Inc., Moore Capital, Canepa, Cohen & Steers y APG, que adquirió en abril de 2014 el Hotel Guadalmina Spa & Golf Resort de Marbella por un total de 21,5 millones de euros y en abril del mismo año la de dos establecimientos de NH Hotel Group. (Hosteltur, 2014)

En Barcelona el fondo inversor Emin Capital ha comprado la Torre Agbar por un importe cercano a los 150 millones de euros para su reconversión, tras invertir 35 millones, en Grand Hyatt, un hotel de lujo. (Hosteltur, 2014)

También en la misma ciudad esta sociedad de inversión ha adquirido el edificio del Deutsche Bank por 90 millones de euros, para su transformación, tras la inversión de 60 millones de euros adicionales, de cara al año 2017 en un hotel de 5 estrellas. (Hosteltur, 2014)

Cabe destacar que según Hosteltur, *“Catar se ha convertido en uno de los principales compradores de activos en España. Sus fondos de inversión se han hecho con el hotel Renaissance por 78,5 millones de euros, el hotel Vela, por 200 millones de euros aportados por el fondo catari Diar, ambos en Barcelona; además del puerto Marina de Luxe Tarraco (64 millones de euros) y el complejo hotelero Park Hyatt Canyamel (100 millones de euros) en Mallorca.”*⁷

*“En Madrid, Katara Hospitality, sociedad hotelera controlada por el fondo soberano de Catar, ha comprado el Hotel InterContinental de Madrid por unos 70 millones de euros, aunque aún está a la espera de la aprobación de la Comisión de la Competencia europea porque la operación incluye otros cinco establecimientos en el Viejo Continente.”*⁸

⁷ Hosteltur, 2014: “Los fondos inversores refuerzan su interés por los activos hoteleros”

⁸ Hosteltur, 2014: “Los fondos inversores refuerzan su interés por los activos hoteleros”

Por último y a modo de conclusión quiero resaltar que, si bien la entrada del capital inyectado por los citados fondos de inversión y entidades de capital riesgo ha acelerado el crecimiento de compañías hoteleras y ha posibilitado la ampliación de su capacidad y la innovación en el turismo, no hay que perder de vista que el objetivo último de estas entidades es la de obtener la mayor rentabilidad posible de sus inversiones mediante la futura venta de sus activos. Ello hace que su presencia en el sector hotelero sea medio y largo plazo.

CAPÍTULO 2: METODOLOGÍA DE INVERSIÓN DE LOS PRIVATE EQUITY EN EL SECTOR HOTELERO: *SALE AND LEASE BACK*.

2.1. INTRODUCCIÓN

En este segundo capítulo del trabajo pasaremos a analizar y representar como llevan a cabo los *Private Equity* una inversión en el sector hotelero con un caso práctico particular: “Adquisición de un activo hotelero por parte de un *Private Equity* a un importante grupo hotelero bajo el esquema de *SaleandLeaseBack*.” El objetivo es el de ponernos en la piel de una empresa de *Private Equity*, y basándonos en el estudio previamente realizado, elaborar un informe detallado de la inversión en un activo hotelero en particular, de cara a presentárselo a los socios inversores para su aprobación.

El método de inversión *SaleandLeaseBack* consiste en la adquisición de un activo, normalmente inmobiliario, por parte de un partidario, que será el inversor, a otro que es el vendedor. El inversor luego le arrienda el activo al vendedor a cambio de una remuneración y por un tiempo predeterminado. Este método es muy útil para compañías que tienen desprenderse de sus activos por necesidad de liquidez pero que siguen necesitando esos activos para continuar con sus operaciones.

En el sector hotelero, donde los vendedores de estos activos suelen ser:

- Inversores independientes que se encuentran descapitalizados o altamente apalancados y que tienen dificultades para refinanciar sus inversiones en el contexto financiero actual.
- Fondos de inversión que han alcanzado la madurez de su inversión y llevan a cabo su estrategia de salida.
- Empresas con necesidad de liquidez, que venden sus activos inmobiliarios para financiar sus operaciones principales.
- Compañías turísticas con problemas de liquidez.

- Bancos que quieren dar salida a activos hoteleros embargados o adquiridos mediante *Debt-Equity Swaps*⁹.
- Operadores Hoteleros que se retiran de ciertos segmentos de mercado para centrarse en otros.

En el contexto de los *Private Equity* o los fondos de inversión, esta adquisición se hace con el propósito de posteriormente vender el activo a un precio superior al de la compra obteniendo así una plusvalía.

El contexto actual explicado anteriormente, supone una oportunidad para que las entidades de capital riesgo adquieran activos hoteleros a un precio por debajo de su valor real.

En este caso, nuestro hipotético fondo de *Private Equity* quiere llevar a cabo la adquisición del hotel AC Milán, propiedad de la empresa AC Milano S.R.L. y gestionado por la operadora AC de Marriot. El objetivo es el de llevar a cabo un análisis de la viabilidad y rentabilidad de esta adquisición en un plazo determinado de tiempo. Para ello se deberá presentar, y explicar la inversión paso a paso, realizando un análisis completo de todos los factores de relevancia que pueda tener esta inversión. Para ello se seguirá el siguiente esquema:

2.2. ESTRATEGIA DE INVERSIÓN:

2.2.1. Factores clave de rendimiento

Para llevar a cabo un proyecto de inversión correctamente no solo hay que identificar la oportunidad, sino que hay que contar con recursos y capacidades para explotar la oportunidad de manera adecuada. Estas capacidades se engloban en las siguientes:

⁹ Debt-Equity Swaps: transacción mediante la cual se intercambian las obligaciones de pago (deuda), normalmente con una entidad financiera, de una compañía a cambio de una participación de la misma (*Equity*). Se suelen utilizar como instrumentos de refinanciación de la deuda de las empresas.

2.2.1.1. Identificación del activo hotelero: En el contexto actual, hay que ser capaz de identificar activos hoteleros que supongan una buena oportunidad de inversión se encuentren en zonas clave de ciudades importantes. Para ello se lleva a cabo un análisis realizado en los epígrafes anteriores de este estudio. El activo también deberá estar en las condiciones adecuadas y cuya manutención y propiedad suponga un riesgo para el vendedor. Al ser activos de riesgo para los vendedores, estos últimos tendrán la prioridad de desprenderse de ellos a un precio por debajo de su valor real.

2.2.1.2. Negociación: El inversor ha de tener los conocimientos y capacidades necesarios para valorar tanto el activo hotelero como la rentabilidad de la inversión de forma adecuada. Ha de tener unos objetivos y expectativas realistas y bien definidas, junto con unas buenas habilidades para negociar a un precio de compra atractivo.

2.2.1.3. Conocimientos de Gestión Hotelera: El comprador ha de tener recursos y capacidades para diseñar e implantar estrategias adecuadas a cada situación. También ha de tener conocimientos de diseño e implantación de modelos de negocio y ser capaz de implantar y mantener una buena estructura organizativa. Esto junto con el previo estudio del sector y análisis de las oportunidades, permitirán al comprador incrementar el valor del hotel y así obtener la rentabilidad esperada.

2.2.1.4. Conocimientos de gestión de inversión: son indispensables los conocimientos adecuados en materia de inversión, que le permita al comprador, en este caso un Private Equity, hacer un análisis de rentabilidad de la inversión sólido y fiable.

2.2.2. Elección del Activo o *Target*

El mercado hotelero en las ciudades principales europeas se caracteriza por buenos resultados a largo plazo pero con un número de activos nuevos muy limitado. A pesar de la recesión económica y la situación actual de los mercados de crédito, los

aspectos económicos básicos en estas ciudades permanecen fuertes, manteniendo su tendencia histórica.

Según Francisco Albertí (director de expansión del grupo Iberostar) en un debate organizado por la empresa de servicios KPMG al que asistieron grandes cadenas hoteleras y fondos de inversión el 19 de Mayo de 2014: Albertí dijo: *“Ha cambiado mucho la situación desde los años más duros de la crisis: hoy las oportunidades están en el vacacional pero en productos existentes y no en nuevos desarrollos”*(Albertí, 2014).

Los *Private Equity* suelen elegir activos hoteleros con unas características fundamentales sólidas, lo que limita el riesgo de pérdidas y asegura la creación de valor a largo plazo. Desde el punto de vista de un *Private Equity*, para evitar riesgos de pérdidas, la estrategia de inversión solo se centrará Hoteles “Grand”, estos son hoteles de lujo o semi-lujo de entre 150 y 450 habitaciones que se suelen hallar en el corazón de las grande capitales Europeas y que cumplen ciertos estándares de calidad y albergan reuniones sociales de todo tipo, como pueden ser conferencias o reuniones empresariales.

Bajo este criterio de selección hemos elegido el Hotel AC Milán como objetivo de la adquisición. A continuación vamos a analizar como el activo hotelero se ajusta a los distintos factores de nuestro criterio de selección.

2.2.2.1 Descripción del Activo: El hotel AC Milán se construyó en 1960 y fue objeto de una renovación en 2006. Con 27 pisos, es uno de los hoteles más altos de Milán y cuenta, entre otras muchas, con las siguientes prestaciones:

- Cinco salas de reuniones equipadas de entre 24 y 105 m2 equipadas con internet vía wifi, proyectores, servicio de azafatas y de organización de eventos, y todo el equipo necesario para llevar tanto reuniones y presentaciones empresariales como, por ejemplo, conferencias.
- Un restaurante y un bar que ofrecen una amplia variedad de comida y bebida a todas horas.

- Un gimnasio equipado con máquinas de ejercicio muscular y cardiovascular, televisiones, máquinas expendedoras de refrescos y servicio de masajes.
- 158 habitaciones.

Adjunta a continuación vienen las **Tabla 4** y **Tabla 5** haciendo referencia a los tipos de habitaciones del hotel y su descripción:

Tabla 4: Descripción de una habitación del activo hotelero

Descripción de Habitación			
TV	Sí	Wi-Fi Internet	Sí
TV con más de 20 canales	Sí	Bañera	Sí
Aire acondicionado individual	Sí	Secador	Sí
Teléfono	Sí		
Caja Fuerte	Sí		

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Marriot, 2015

Tabla 5: Clasificación de habitaciones del activo hotelero seleccionado

Tipos de habitación	Individual	Dos Camas	Cama Queen Size	Cama King Size	TOTAL
AC Room	-	28	83	-	111
AC Superior Room	-	14	27	4	45
Suite	-	-	-	2	2
TOTAL	-	42	110	6	158

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Marriot, 2015

Como podemos observar en las tablas adjuntas, las habitaciones vienen bien equipadas y el número de habitaciones está bien distribuido.

Pero el hecho de que las habitaciones estén en buenas condiciones no nos asegura que vaya a haber un alto grado de ocupación. Por ello he recopilado información acerca de las cifras de ocupación en los últimos dos años.

Adjunta a continuación viene la **Tabla 6** con las cifras históricas principales del Hotel:

Tabla 6: Principales cifras históricas del activo hotelero

	2012	2013	2014
Habitaciones	57.828	56.880	57.670
Disponibles / Año			
Habitaciones	40.229	39.262	41.442
Ocupadas / Año			
Precio Medio/ Noche (€)	122,3	124,9	121,0
Tasa Ocupación	69.6%	69.0%	71.9%

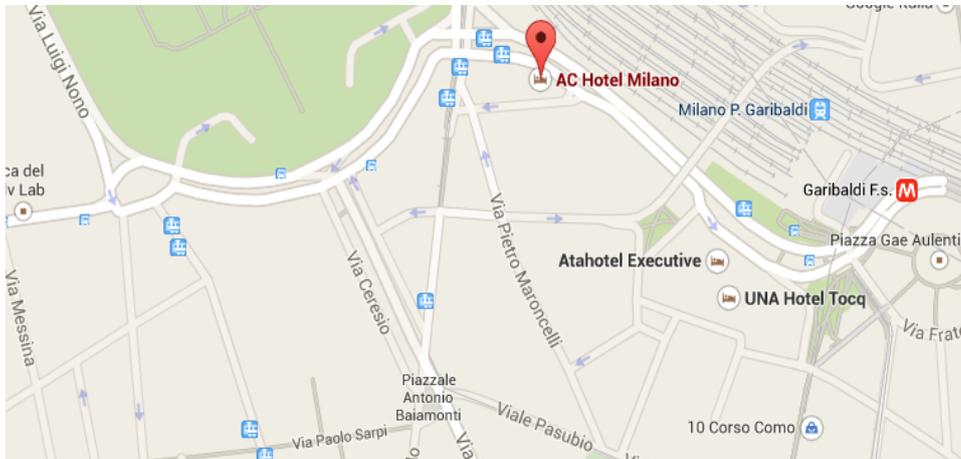
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Marriot, 2015

En la **Tabla 7** podemos ver un incremento considerable en la tasa de ocupación del hotel que pasa de ser 69,6% en 2012 a ser 71,9% en 2014. Por lo que en principio podemos esperar que este incremento continúe.

2.2.2.2. Localización y comunicación: El activo hotelero se encuentra situado en el corazón financiero de Milán cerca de las boutiques y algunas de las galerías de arte más famosas del mundo. Cuenta con una amplia gama de atracciones turísticas a menos de cinco kilómetros de distancia como la famosa Piazza Gae Aulenti a solo 500 metros y el histórico Castillo Sforzesco a tan solo 1,8 kilómetros.

A continuación adjuntamos un mapa que indica la localización exacta del hotel:

Foto 1: Localización AC Milán



Fuente: “Google Maps”

Como podemos ver en la Foto 1, el activo hotelero se encuentra muy bien comunicado, a tan solo 700 metros de la estación de tren Garibaldi Station y a 9,7 kilómetros de Aeropuerto Internacional Linate. También tiene un gran número de atracciones turísticas a menos de 5 kilómetros de distancia.

A continuación adjuntamos la Tabla 7 con los medios de transporte y atracciones turísticas cercanas al hotel:

Tabla 7: Medios de transporte y atracciones turísticas cercanos al activo hotelero

Medios de Transporte		Atracciones Turísticas	
Linate Airport	9,7 Km	La Scala	2,3 Km
Malpensa Airport	49 Km	Duomo	2,7 Km
Garibaldi Station	700 m	Como Dorso	500 m
Malpensa Express	600 m	World Expo	12 Km
Nearest Underground	130 m	Castelo Sforzesco	1,8 Km
Milano Congressi	3 Km	Piazza Gae Aulenti	500 m

Fuente: Elaboración propia basada en el informe anual de AC Hoteles Italia.

2.2.2.3. Análisis de la competencia local: Para llevar a cabo un análisis de la competencia, deberemos tener en cuenta una serie de características que lo asemejen al nuestro. Como variables a tener en cuenta, consideraremos el tamaño, el área en el que se encuentran, las estrellas o “rating” que tienen y, en caso de haberla, la fecha de su próxima renovación.

Adjunta a continuación viene una **Tabla 8** resumen con la muestra de siete hoteles elegidos, en función de las variables anteriormente mencionadas, a los que consideramos nuestros competidores directos:

Tabla 8: Principales competidores directos del hotel

Competidor	Rating (estrellas)	Nº Habitaciones	Renovación	Área
Atahotel Executive	4	>300	2016	Estación Garibaldi
Hilton Milan Hotel	4	319	-	Estación Central
Hotel 4 Points Sheraton	4	254	-	Estación Central
Crown Plaza Milan City	4	104	-	Districto Financiero
NH Gran Hotel Verdi	4	100	-	Corso Como
Hotel NH Machiavelli	4	103	-	Repubblica
NH Milano Touring	4	282	-	Gardini Public I.

Fuente: Elaboración propia basada en el informe anual de AC Hoteles.

Podemos observar que la competencia local es bastante fuerte, y no solo me quedo podemos quedar ahí, sino que también hay que tener en cuenta la futura competencia que pueda afectar a nuestro proyecto de inversión, es decir, aquellos

hoteles en fase final de construcción que vayan a comenzar a estar operativos dentro de los dos primeros años de la vida de nuestra inversión. Con la ayuda de un “Infomemorandum” confidencial proporcionado por “HVS¹⁰” hemos procedido a la elaboración de la **Tabla 9** donde se muestran los hoteles con las mismas características que el nuestro que estarán operacionales en los entre los años 2015 y 2016:

Tabla 9: Competidores potenciales del activo hotelero en los próximos años

Hotel	Localización	Rating (estrellas)	Nº Habitaciones	Fecha Operacional	Propietario/Operador
Lagare Hotel Milano	Entre las estaciones Garibaldi y Central	4	141	Q1 – 2015	Mgallery – Accor
B&B Hotel Milano Cenisio	Garibaldi Station	3	-	Q1 – 2015	B&B Hotels
Mandarin Oriental	Historic Centre	5	104	Q3 – 2015	Mandarin Oriental
W Milan	Historic Centre	5	76	Q3 – 2016	Starwood
ME Milan II Duca	Piazza Repubblica	5	132	2015	Meliá

Fuente: Elaboración propia a partir de un informe de HVS. (HVS, 2014)

¹⁰ HVS: Consllora especializada en el sector hospitalario

Para concluir, también adjuntaremos la **Tabla 10** donde se muestran todos los hoteles existentes en Milán clasificados por su “Rating” o números de estrellas:

Tabla 10: Clasificación de los competidores existentes

Rating	N° Propiedades	N° Habitaciones	% del Total
5 Star	19	2.152	8%
4 Star	129	14.003	54%
3 Star	120	5.675	22%
Other	178	3.919	15%
TOTAL	446	25.749	100%

Fuente: Elaboración propia a partir de un informe de HVS

A la vista de la información disponible, podemos observar que la competencia del AC Milán es alta. Los competidores directos, que en este caso serían los hoteles de entre cuatro y cinco estrellas, conforman un 62% de la oferta total en la ciudad de Milán entre los cuales, hay siete que se encuentran a una distancia muy corta de nuestro hotel, donde la competencia será aún más agresiva. Además, hay otros cinco hoteles terminando de ser construidos que se suman a la multitud de competidores.

Debido al alto grado de competidores, el comprador deberá llevar a cabo una estrategia de diferenciación y una alta inversión tanto en la estructura física del activo, como en la estructura operacional, haciendo un seguimiento exhaustivo de dichas operaciones para así crear un valor añadido y poder competir generando ventajas competitivas.

Aun así, tal como hemos analizado anteriormente, Italia es el segundo país con más visitantes de Europa después de España, y uno de los principales centros turísticos y de negocios del país es la ciudad de Milán, por lo que se asume que, a pesar de la intensa competencia, la ocupación hotelera será suficiente para satisfacer los objetivos de la inversión.

2.2.2.4. Análisis DAFO¹¹: Una vez plasmada toda la información de nuestro activo, para concluir nuestro análisis de la elección del activo hotelero, procedemos a realizar un Análisis DAFO y así identificar todas las oportunidades, amenazas, fortalezas y debilidades tanto del activo hotelero elegido, como de la localización del mismo.

- **Fortalezas de localización:**

- El activo está situado en un área céntrica de Milán que está en constante crecimiento económico-financiero. Multinacionales como Google, Samsung o Nike están localizando sus oficinas en la *Piazza Gae Aulenti*, a sólo 500 metros del hotel.
- Cuenta con una comunicación óptima con el Centro Antiguo, Centro Financiero, el “*Milano Fair Ground*” (que albergará la Expo 2015) entre otros sitios de interés, través de numerosos medios de transporte accesibles fácilmente desde el hotel.
- Esta cerca de famosas calles como el *Corso Como* que albergan algunas de las mejores tiendas de moda del mundo.
- Milán es uno de los núcleos económico-financieros de Europa, con una posición muy fuerte tanto en el sector secundario como en el terciario y con un PIB per cápita que supera la media Italiana.

- **Fortalezas del Activo:**

- Es un activo muy moderno y bien cuidado, con habitaciones y mobiliario de calidad que cuenta con la buena reputación de su operador.
- El hotel es de cuatro estrellas bien valorado por los visitantes.
- El hotel cuenta con un parking y ofrece servicio de aparcamiento a todos sus clientes, algo con lo que pocos competidores directos cuentan.
- El hotel cuenta con los mejores estándares de seguridad, tanto en prevención de incendios, como en intrusión. Tienen un gran

¹¹ *Análisis DAFO: consiste en una herramienta que identifica tanto las Fortalezas y Debilidades (análisis interno) como las Amenazas y Oportunidades (análisis externo) que tiene una empresa o una inversión para la consecución de sus objetivos a corto o largo plazo.*

despliegue de cámaras de seguridad además de un guarda de seguridad las 24 horas del día.

- **Debilidades de la localización:**

- Falta de restaurantes y cafeterías alrededor del activo, además de mucho tráfico en la zona.
- No es una zona muy ociosa. Está bien conectada y las atracciones turísticas no están lejos, en los alrededores del hotel hay un ambiente más corporativo.
- Es una zona ruidosa, ya que es una calle con ajetreada y próxima a la estación de tren de Garibaldi.

- **Debilidades del Activo:**

- El restaurante cuenta con malas críticas en lo que a la calidad-precio se refiere y no tiene terraza.
- El hotel no cuenta con salas de conferencias muy grandes, para albergar eventos de cierto tamaño.
- Ha habido muchas quejas acerca del servicio de internet Wifi ofrecido.
- El restaurante tampoco cuenta con licencia para servir comida a personas que no sean exclusivamente clientes del hotel.

- **Oportunidades de la localización:**

- En 2016 se va a inaugurar una nueva estación de metro cerca del hotel lo que expandirá el fácil acceso de los clientes a zonas de la ciudad.
- Hay un proyecto en fase de aprobación por el que los alrededores de la estación de tren de Garibaldi serán transformados en un parque, lo que atraería mucho más ocio a la zona.
- Cada vez abren más oficinas en la zona de la plaza de Gae Aulenti, o que aumentará el número de clientes que se encuentran en viajes de negocios.
- Se estima que el precio por metro cuadrado de la zona suba a cifras de entre 7000€ y 9000€ por metro cuadrado.

- **Oportunidades del Activo:**

- Oportunidad de alquilar al ayuntamiento un espacio exterior para añadir un bar restaurante con terraza, atrayendo así a clientes fumadores.
- Reemplazar al chef del restaurante para mejorar la calidad de la comida.
- Externalizar el restaurante a una cadena conocida y así obtener una renta mensual.
- Añadir nuevos servicios para ofrecer a los clientes y mejorar los existentes, como puede ser el internet Wifi.
- **Amenazas de la localización:**
 - Posibilidad de una tendencia a la baja en la ocupación del hotel después de la Expo 2015.
 - Los nuevos hoteles de cuatro y cinco estrellas que van a abrir en la zona y que estarán operacionales en 2015 y 2016 son competidores potenciales.
 - Pese a que en Italia hay perspectivas de crecimiento económico al igual que en Europa, el empeoramiento de la economía podría repercutir negativamente en los precios del suelo y en el performance del hotel.
- **Amenazas del Activo:**
 - Uno de los competidores directos, el Hotel Executive, va a ser objeto de una renovación en 2016 después de la Expo 2015, lo que puede subir las exigencias competitivas y suponer una pérdida de clientes.
 - No conseguir una sala de conferencias para albergar conferencias de gran tamaño.
 - No conseguir llevar a cabo el proyecto de un bar restaurante con terraza.
 - Posibilidad de que sea necesaria una inversión en el *CAPEX*¹² del hotel para mantenerlo en condiciones operacionales óptimas.

¹² *CAPEX (Capital Expenditures): son inversiones de capital como la compra de un activo fijo o para añadir valor a un activo existente con una vida útil que se extiende más allá del año imponible.*

- Posibilidad de que haya baja ocupación de viernes a lunes al igual que de mediados de julio a mediados de agosto y en épocas navideñas.

2.2.3. Creación de Valor

El contexto actual explicado anteriormente, supone una oportunidad para que las entidades de capital riesgo adquieran activos hoteleros a un precio por debajo de su valor real.

Estos luego pueden decidir quedarse con el operador existente o, si no confían en que este último obtenga buenos resultados, encontrar a un nuevo operador al que arrendar el hotel para que gestione el hotel adecuadamente e incremente el valor percibido del hotel. En este caso, la decisión es la de arrendar el hotel al operador AC.

Las entidades compradoras suelen llevar un control exhaustivo de la gestión del hotel y suelen exigir ciertos resultados al operador, y así asegurarse cierta competitividad y valor a largo plazo. Este control sobre la gestión del hotel muchas veces conlleva un reposicionamiento estratégico y una inversión adicional en el activo. Esta inversión está destinada a mejorar el hotel de manera estética u operacional para satisfacer mejor las expectativas de unos consumidores cada vez más exigentes y con nuevas necesidades cada día. De esta manera se incrementarán:

- El **valor real** del hotel: al invertir más dinero en el activo, y junto con la mejora de todos los agentes externos entre los que está la recuperación económica el valor real del hotel en el momento de venta será mayor y esto le permitirá al comprador obtener una mayor a la inversión.
- El **valor percibido** del hotel: la inversión adicional en el activo hará que los consumidores estén más satisfechos tanto con las instalaciones como con el servicio recibido, lo que incrementará la asistencia y ocupación del hotel. Esto aumenta el valor real del hotel y es la diferencia clave para vender el activo por encima de su valor real en vencimiento.

Esta fase es de crucial importancia si se quiere alcanzar la rentabilidad de inversión que el fondo se ha puesto como meta.

2.2.4. Tasa Interna de Retorno (TIR) esperada

Los fondos de *Private Equity* que invierten en *Real Estate*¹³ se benefician de una cobertura contra la inflación, es decir, que no serán afectados negativamente por cambios potenciales de las políticas del Banco Central¹⁴, como lo pueden estar otros instrumentos de renta fija¹⁵.

Los retornos de inversiones en activos inmobiliarios normalmente son de renta fija y a largo plazo que, como mucho, aumentarán si las rentas recibidas son ajustadas por la inflación de puntualmente. Sin embargo, cuando se tratan de inversiones en activos hoteleros con contratos de arrendamiento y gestión bien estructurados, como el nuestro, esto no solo permite al inversor beneficiarse de las subidas de la inflación, sino que también se pueden beneficiar de un incremento en los ingresos y beneficios del hotel. Por esta razón las inversiones en activos hoteleros son más atractivas para inversores con objetivos a largo plazo.

Muchos fondos de *Real Estate* llevan a cabo inversiones en las que adoptan una actitud más pasiva y no intervienen en la gestión del activo hotelero. Sin embargo, nuestro *Private Equity* si lo hará, incrementando el valor final del activo. Esta intervención en la gestión, junto con el hecho de que nos centramos en activos cuyos propietarios se encuentran en situaciones de necesidad de liquidez, nos aseguran unos retornos de inversión mayores.

En esta fase de la estrategia de inversión se realizará una estimación de la TIR esperada, que luego será comprobada con un análisis de rentabilidad. Se estima que el hotel se comprará a un descuento sobre el valor real de mercado de entre el 25 y el 30%, con una un incremento adicional de entre el 25 y 30% del valor por las mejoras llevadas a cabo por el comprador y otro incremento adicional de entre el 25 y 30% por vendérselo a otros inversores con unas exigencias de rentabilidad menores.

¹³ Real Estate: Denominación inglesa para el sector inmobiliario

¹⁴ Banco Central: institución que ejerce como autoridad monetaria en un país y que es la encargada de diseñar y llevar a cabo las políticas monetarias, entre otras funciones.

¹⁵ Instrumentos de Renta Fija: instrumentos financieros de los cuales se conoce de antemano(o al menos a nivel de predicción aceptable) el rendimiento financiero que van a generar.

A la vista de la situación y de las expectativas propuestas, se estima que se obtendrá una TIR media del 15%.

2.2.5. Estrategia de salida

Una vez llegado a la madurez, se procederá al proceso de desinversión, consistente en la venta del activo hotelero. Para darle salida, se buscarán inversores que tengan expectativas de rentabilidad menores que la nuestra y así poder vender a un precio mayor y más competitivo. Los principales compradores objetivos que se tienen en mente son:

- Fondos de Pensión y otros inversores institucionales.
- Fondos *Retail*.
- Inversores oportunistas con nuestro mismo perfil.
- Inversores *Trophy*.

En cuanto a la fecha de salida, objetivo del fondo de *Private Equity* es el de vender el activo en el cuarto, quinto o sexto año desde que comienza el proyecto, dependiendo de si el arrendatario del activo decide ejecutar una opción de extender el contrato uno o dos años, que explicaremos más adelante en la estructura de la transacción.

A la hora de calcular el precio de venta al que se pretende vender el activo, se utilizará un método de valoración por múltiplo EV/EBITDA. Esto es un método de valoración de empresas a través del cual se calcula el precio de venta en función del EBITDA¹⁶ generado por la misma en el año anterior a la venta, es decir, el precio de venta del activo se calculará multiplicando el EBITDA generado en el penúltimo año de la inversión por un múltiplo. En este caso, basándonos en un informe de transacciones recientes similares en el sector elaborado por la consultora inmobiliaria CBRE, el precio al que pretendemos vender el activo será de 12x EBITDA, es decir, un precio que sea igual a doce veces el EBITDA generado por el hotel en el penúltimo año de la inversión.

¹⁶ EBITDA: se refiere el resultado de explotación bruto, teniendo en cuenta todos los costes no afectos directamente a la explotación del negocio y sin tener en cuenta las posteriores depreciaciones, amortizaciones impuestos e intereses.

2.3. DESCRIPCIÓN DEL OPERADOR: PRINCIPALES MAGNITUDES FINANCIERAS

En este proyecto particular he decidido conservar el operador con el que el hotel ya contaba, que es AC Hotel Milano SL. No se cambiará el operador debido a que este cuenta con un buen nombre y reputación, pero si se participará en la gestión y se supervisará rigurosamente como hemos explicado anteriormente. A continuación voy a analizar las principales magnitudes financieras del activo hotelero mientras ha estado bajo la gestión del operador para comprobar que este es efectivamente el adecuado para llevar la gestión del hotel y que este nos

Adjunto a continuación la **Tabla 11** con los principales indicadores de rendimiento que el hotel ha tenido entre los años 2012 y 2014 bajo la gestión del operador elegido:

Tabla 11: Principales indicadores de rendimiento del Hotel AC Milán

	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2013
Nº Habitaciones	158	158	158
Nº días	365	365	365
Hab disponibles	57.828	56.880	57.670
Hab ocupadas	40.229	39.262	41.442
Precio Medio	122,3	124,9	121,0
Ocupación	69,6%	69,0%	71,9%
Revpar HAB	85,1	86,2	87,0
Revpar A&B	15,2	15,4	15,0
Revpar OTROS	5,0	5,5	4,6
Revpar TOTAL	105,2	107,1	106,5

Fuente: Elaboración propia partir de datos proporcionados por AC Milán.

Podemos observar que no ha habido cambios en el número de habitaciones del hotel en los últimos 3 años. Sin embargo, el precio medio por habitación sufrió una crecida de €2,6 del año 2012 al 2013, y una bajada de €3,9 al año siguiente. Esta variación del precio no es significativa ya que se mueve alrededor de un precio medio histórico de €120 por habitación. Además, se espera que en 2015 los precios por habitación suban debido a la Expo 2015.

En cuanto a la ocupación del hotel, hay que destacar la mejora que ha habido durante el año 2014, donde casi alcanzó el 72%. Se espera que esta ocupación crezca en un futuro debido a la recuperación económica y a la Expo 2015.

En cuanto al Revpar HAB¹⁷, el ingreso por habitación disponible ha aumentado en un 1% durante los últimos dos años, de 85,1€/habitación en 2012 a 87,0€/habitación en 2014. Esto que es señal de que la situación esta mejorando y que la gestión del hotel por parte del operador esta siendo correcta.

Adjuntamos a continuación la **Tabla 12** con la cuenta de Pérdidas y Ganancias¹⁸ del Hotel AC Milán para el periodo 2012-2014, elaborado a partir de los datos de la Tabla 11.

¹⁷ Revpar Rooms: *Ingreso medio por habitación disponible, calculado a partir del precio medio y de las habitaciones ocupadas.*

¹⁸ Cuenta de Pérdidas y Ganancias: resumen de todos los gastos e ingresos de una organización durante un ejercicio económico.

Tabla 12: Cuenta de Pérdidas y Ganancias del Hotel AC Milán para el periodo 2012-2014.

Cuenta de Pérdidas y Ganancias AC			
Milan	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
Ingresos Totales	6.086.283	6.092.679	6.141.884
Habitaciones	4.918.787	4.904.962	5.014.482
Restauración	877.554	876.606	863.084
Otros servicios	289.941	311.110	264.318
Margen Bruto Operativo	3.477.022	3.844.692	3.902.312
Habitaciones	3.073.076	3.355.339	3.418.954
Restauración	161.839	252.248	257.112
Otros servicios	242.107	237.105	226.245
Gastos Indirectos	1.212.905	1.185.913	1.242.506
Dirección & Administración	343.072	383.953	380.771
Comercial & Marketing	222.253	211.183	249.575
Mantenimiento	223.058	218.362	236.506
Consumos	313.961	264.110	267.892
Otros gastos de gestión	80.239	78.824	77.053
Provisión por insolvencias	30.321	29.482	30.709
Canon de Gestión	212.239	202.509	214.966
EBITDAR	2.051.878	2.456.270	2.444.840
<i>Margen</i>	<i>33,7%</i>	<i>40,3%</i>	<i>39,8%</i>

Fuente: Elaboración propia a partir de información proporcionada por AC.

A partir de esta tabla, podemos observar que, en términos de ingresos¹⁹, el hotel a tenido un buen rendimiento durante el periodo. Teniendo en cuenta el entorno macroeconómico vigente, hay que destacar que la compañía incremento sus ingresos de €6.086.283 en 2012 a €6.141.884.

¹⁹ Revenue: *Denominación en inglés de ingresos.*

También cabe destacar que el Gross Operating Profit²⁰ ha aumentado considerablemente desde 2012, incrementándose de €3.477.022 a €3.902.312.

Por último, observamos que el EBITDAR²¹ aumentado desde 2.051.878€ en 2012 a 2.444.840€ pero con un ligero descenso con respecto al año 2013, en el que alcanzó la cifra de 2.456.270€. Hemos tomado como referencia el EBITDAR y no el EBITDA debido a que la diferencia es que al EBITDAR no se le restan las rentas que tiene que pagar el hotel, que en este caso, serían el arrendamiento que paga el operador a nuestro fondo de Private Equity.

2.4. ESTRUCTURA DE LA TRANSACCIÓN

La financiación de esta transacción se va a consistir de un 45% con Equity²² aportado por los socios del fondo y en un 55% de deuda que proviene de la concesión de un préstamo por parte de entidades financieras.

El precio que se ha acordado pagar por el activo hotelero es de €26.000.000, pero a esto hay que añadirle los costes de las diversas inversiones que se hagan para mejorar el activo o CAPEX y las diferentes comisiones o costes necesarios para que la transacción se lleve a cabo de manera satisfactoria.

Para simplificar la distribución del tanto la deuda como el Equity invertido en este proyecto he elaborado lo que se llama un estado de origen y aplicación de fondos o cuadro Sources & Uses. Según el diccionario económico del Diario Expansión la definición del estado de Souces & Uses es la siguiente:

“El estado de origen y aplicación de fondos, también conocido como el estado de fuentes y aplicación de fondos o el estado de fuentes y uso de fondos, es un estado financiero auxiliar o complementario, elaborado y utilizado con el objetivo de conocer

²⁰ Gross Operating Profit: Denominación en inglés de el beneficio operativo, es decir, de el beneficio procedente de la actividad principal de la empresa, sin tener en cuenta los coste no afectos a la explotación del negocio.

²¹ EBITDAR: *Earnings Before Interest Tax Depretiacion, Amortization and Rents*, se refiere el resultado de explotación bruto, teniendo en cuenta todos los costes no afectos directamente a la explotación del negocio y sin tener en cuenta las posteriores depreciaciones, amortizaciones impuestos, intereses o rentas en los que pueda incurrir la empresa u organización.

²² Equity: Cantidad de inversión mediante efectivo o ganancias retenidas en una empresa.

de donde provinieron los recursos de la organización en un periodo determinado (origen de fondos) y que destino se dio a tales recursos (aplicación de fondos). El estado de origen y aplicación de fondos expone cuales fueron las fuentes de recursos que tuvo la empresa en su actividad y la aplicación y distribución que se hizo de estos recursos en el mismo periodo.”²³

En nuestro caso, la empresa sería el fondo de Private Equity y la actividad a la que destina los recursos sería el proyecto de inversión que estamos describiendo. A continuación se adjunta la **Tabla 13** de elaboración propia que muestra una versión simplificada del estado de origen y aplicación de fondos de esta inversión:

Tabla 13: Estado de origen y aplicación de fondos de la inversión.

Sources & Uses			
Préstamo	16,000,000 €	Precio Adquisición	26,000,000 €
Equity	15,250,000 €	Capex	3000,000 €
		Comisiones y Otros Costes de Transacción	2,250,000 €
TOTAL	31,250,000 €	TOTAL	31,250,000 €

Fuente: Elaboración propia a partir de información proporcionada por AC.

Procederemos a analizar el cuadro por partes:

A. Sources (Fuentes)

- a) **Préstamo:** las entidades bancarias no suelen realizar Prestamos Bilaterales²⁴ a las entidades de Capital Riesgo por una cuantía tan grande por lo que el préstamo que financiará la operación será un Préstamo Sindicato. Según Barral , Valera , un préstamo sindicado es:

²³ “Estado de Origen y Aplicación de Fondos”, Mayra Viera Cano, Diccionario Económico del Diario Expansión.

²⁴ Préstamo Bilateral: contrato de préstamo que se hace entre una única entidad financiera (prestamista) y un único cliente (prestatario).

“Préstamo concedido a uno o varios prestatarios por una pluralidad de Entidades Financieras. El préstamo sindicado se caracteriza por el hecho de que un grupo de Bancos o Cajas se reparten la financiación en determinada proporción, es decir, que conceden dinero al prestatario en un determinado porcentaje cada una. Los préstamos sindicados suelen concederse a grandes empresas, no a particulares y por un importe muy elevado, que es lo que justifica normalmente, y junto con otros factores, que el riesgo se reparta entre varios prestamistas.”²⁵

A continuación adjunto la **Tabla 14**, que ha sido elaborada a partir de otra concedida por el banco BBVA, en la que describimos de manera resumida los elementos y términos del hipotético préstamo sindicado que nos concederían para financiar el proyecto:

²⁵ “Préstamo Sindicado”, Guillermo Barral Varela, Diccionario Económico del Diario Expansión.

Tabla 14: Descripción del préstamo para financiar la operación.

Prestatario	Fondo de Private Equity
Activo	AC Hotel Milano
Operador	AC Hotels Group
Prestamistas	BBVA, junto a una o más entidades financieras
Coordinador (Bookrunner)²⁶	BBVA
Cantidad	€16,000,000
Plazo	7 años
Tipo	Préstamo Sindicado
Finalidad	Financiación de parte de la adquisición del Activo (Sale & Lease Back)
Amortización	Amortización según el siguiente esquema de plazos: <ul style="list-style-type: none"> - Primer aniversario: 0,00% - Segundo aniversario: 1,50% - Tercer aniversario: 2,50% - Cuarto aniversario: 4,00% - Quinto aniversario: 7,00% - Sexto aniversario: 8,00% - Séptimo aniversario: 77,5%
Garantías	<ul style="list-style-type: none"> - Garantía sobre los derechos de arrendamiento que posee el prestatario sobre el operador - Garantía sobre los activos corrientes del prestatario - 6 months Interest Debt Service Reserve Account
Margen (interés a pagar)	EURIBOR ²⁷ [3/6] meses + 275 bps ²⁸ .
Comisión de apertura	125 bps
Covenants Financieros²⁹	<ul style="list-style-type: none"> - Ratio de cobertura de intereses mínimo de 1.20x - Máximo Ratio de Préstamo-Valor de 55.00x
Caso de impago	Los casos de impago habituales para este tipo de transacciones suelen ser causados por: <ul style="list-style-type: none"> - Incumplimiento del contrato de arrendamiento - Incumplimiento de los Covenants Financieros - Insolvencia - Litigio - Cambio del operador del hotel

Fuente: Elaboración propia a partir de una hecha por BBVA (Ver Anexo 1)

²⁶ Coordinador o Bookrunner: Entidad financiera encargada de diseñar y negociar un préstamo sindicado a cambio de una comisión.

²⁷ EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate): Índice de referencia que indica el tipo de interés promedio al que las entidades financieras europeas se ofrecen a prestar dinero en el mercado interbancario (a otros bancos) del euro.

- b) **Equity:** Los socios de nuestro fondo de Private Equity realizarán una aportación por valor de 15.250.000€, que es lo que faltaría para llegar a la cifra de 31.250.000€ de inversión total del proyecto.

B. Uses (Aplicación de fondos)

- a) **Adquisición:** Se destinarán €26.000.000 a la adquisición del activo hotelero.
- b) **CAPEX:** El comprador destinará €3.000.000 para financiar todas las mejoras y renovaciones necesarias para mejorar la calidad del activo y así hacerlo más atractivo a la vez que se incrementa su valor de cara a la venta.
- c) **Comisiones y otros costes:** estos sumarían 2.250.000€ e incluyen una variedad de comisiones y costes entre los que se destacan:
- Comisiones que reciben otras entidades que intervienen en la transacción prestando servicios de asesoramiento, estructuración de la transacción, negociación con bancos, etc.
 - Comisión de coordinación por parte del Coordinador o Bookrunner del préstamo sindicado.
 - Comisión de apertura del préstamo, que en este caso hemos fijado en un 1,25% (125bps).

Finalmente, en la estructura de la transacción, a parte del cuadro de Origen y Aplicación de Fondos, cabe destacar el contrato de arrendamiento que el fondo de *Private Equity* va a firmar con el operador AC. Siguiendo un ejemplo obtenido de un *Infomemorandum* confidencial de HVS, he redactado que el contrato de arrendamiento del hotel será bajo las siguientes condiciones:

Durante los cuatro primeros años AC tendrá que pagar un alquiler anual de 1.442.500 €, el cual estará indexado al IPC³⁰, es decir, que un incremento de los precios del país, no

²⁸ Puntos básicos (bps): Medición de los cambios en los tipos de interés (1 bps = 0.01%).

²⁹ Covenants Financieros: Serie de condiciones que tiene que cumplir el prestatario en el contrato de un préstamo.

³⁰ IPC (Índice de Precios al Consumo): Medida estadística del conjunto de precios de los bienes y servicios que consume la población de un país.

afectaría negativamente al fondo, ya que el precio que paga AC por el alquiler subiría en función del IPC.

A partir del cuarto año, AC tendrá la opción de extender el alquiler por otros dos años. La primera extensión tendrá que ser ejecutada antes del tercer año de contrato y el precio por el quinto año de alquiler aumentaría a €2.500.000. Si se lleva a cabo la segunda extensión, el precio a pagar por el sexto año de alquiler sería de €3.000.000.

2.5. PRINCIPALES DOCUMENTOS DE LA TRANSACCIÓN

Los principales documentos de la transacción se refieren a aquellos documentos, normalmente realizados por otras entidades asesoras contratadas y especializadas en materias concretas, que sirven de apoyo a la transacción para comprobar que esta sea fiable y este correctamente hecha. Estos documentos pueden ser de muchos tipos, como por ejemplo legales o financieros, y son un requisito fundamental para que la inversión se realice con éxito. Esta documentación recibe el nombre de *Due Diligence* y según el diccionario económico del Diario Expansión la definición es la siguiente:

*“La diligencia debida o due diligence es un término, utilizado habitualmente en el ámbito de las adquisiciones empresariales, para referirse al proceso de búsqueda de información sobre una empresa. Incluye aspectos como: su área de actividad; las posibilidades y perspectivas de futuro del negocio; y el estado de su activo y de su pasivo. En definitiva, busca obtener toda la información necesaria para valorar y fijar de forma objetiva; el precio final de una operación de adquisición de empresas; la forma de estructurar la transacción; y la exigencia de garantías o, en su caso, la conveniencia de dar marcha atrás a la compra por la detección de riesgos o por la aparición de nuevas informaciones.”*³¹(Casas.M,2011).

Para un proyecto de inversión en un activo hotelero, consideramos que las Due Diligence necesarias para darle seguridad:

³¹ “*Due Diligence*”, Carlos Miguel Casas Jiménez, Diccionario Económico del Diario Expansión, Unidad Editorial Información Económica S.L.

- **Due Diligence Legal:** *“La due diligence legal es un procedimiento a través del cual se investiga, analiza e interpreta la situación legal de una entidad, según el alcance establecido con el comprador del negocio. El procedimiento implica la prestación de servicios legales de un abogado o firma de abogados (en adelante, el Abogado) a favor de una o más personas naturales o jurídicas (en adelante, el Cliente) interesadas en comprar un negocio (en adelante, la Operación) y por tanto en indagar acerca de la situación legal de la entidad objetivo (en adelante, el Target), para, entre otros asuntos, analizar la viabilidad de la operación y confirmar los elementos esenciales de ésta.”*³²(Vidal.A,2011).

- **Due Diligence Económico – Financiero:** *“Consiste en una auditoría de compra rigurosa y pormenorizada que afecta tanto a los estados financieros, como a la valoración de activos materiales e inmateriales (inmuebles, marcas, cuota de mercado, etc.). Esta exhaustiva revisión también tiene por objeto cotejar y estudiar la viabilidad del plan de negocio elaborado por el equipo de dirección. Entre las áreas que se desarrollan en una due diligence económico-financiera se encuentran: la descripción del sector, descripción de la empresa, la estrategia de la empresa, los sistemas contables y de control interno, información financiera, situación financiera, organización y recursos humanos, así como factores medioambientales, entre otros aspectos.”* Disponemos de una Due Diligence financiera para nuestro activo hotelero en particular, llevada a cabo por la CBRE³³.(Tejada.M ,2011) (Véase Anexo 2)

³² “La Due Diligence Legal”, según María Isabel Tejada Alvarez, Teresa Tokushima Yasumoto, Martín Zecenarro Flores, Alvaro Vidal Bermudez, Carlo Sarria Stucchi, Sergio Aranibar Vargas, Alejandra Tejada Muñoz-Najar, Marianne Fort Ureta, Carolina Solorzano Fiestas, KPMG, Marzo 2011.

³³ CBRE: empresa multinacional especializada en consultoría y servicio inmobiliarios.

- **Due Diligence Técnica:** “La finalidad de este servicio es facilitar las operaciones inmobiliarias, evaluando el estado del inmueble y la verificación del cumplimiento de la normativa de aplicación, tanto local como nacional. Esto se logra mediante inspecciones visuales de la totalidad del edificio, informando a los clientes acerca de los elementos que necesitan una restauración de la conformidad de forma inmediata, a medio o largo plazo, originado por falta de mantenimiento, funcionamiento defectuoso, finalización de la vida útil de equipos o el incumplimiento normativo.”³⁴(Bureau Veritas,2015)

2.6. ANÁLISIS DE LA INVERSIÓN

2.6.1. Proyecciones

Después de haber analizado los factores más importantes de un proyecto de inversión por el método *Sale and Lease Back*, concluiremos este capítulo con un análisis de la rentabilidad de la inversión, para comprobar que efectivamente, el proyecto planteado proporcionaría la Tasa Interna de Rentabilidad esperada por los accionistas del fondo de *Private Equity*.

Este análisis de la rentabilidad lo haremos utilizando un método dinámico de valoración de inversiones llamado Tasa Interna de Rentabilidad. Según el Diccionario Económico del diario expansión, “La Tasa Interna de Retorno o de Rentabilidad (TIR), es un método de valoración de inversiones que mide la rentabilidad de los cobros y los pagos actualizados, generados por una inversión, en términos relativos, es decir en porcentaje”³⁵ (Iturrioz del Campo.J,2015)

La TIR se calcula a partir de los Flujos de Caja³⁶ que esta inversión generaría. Para calcular los Flujos de Caja hay que tener en cuenta los siguientes datos reflejados en la **Tabla 15**:

³⁴ “Technical Due Diligence”, Bureau Veritas España.

³⁵ Iturrioz del Campo, Javier, 2015: “Definición de Tasa Interna de Retorno o Rentabilidad (TIR)”, Diccionario Económico del Diario Expansión.

³⁶ Flujos de Caja: Todas las entradas y salidas de efectivo de una empresa en un período determinado.

Tabla 15: Cifras principales del proyecto de inversión

Proyecto de Inversión– Cifras Principales		
El Activo		
Total Proyecto	€ 31.250.000	Incluyendo, Precio de Compra + otros Costes de Transacción.
Precio Compra	€ 26.000.000	
CAPEX	€ 3,000,000	
Contrato de Arrendamiento		
Arrendatario	AC Hotel Milano S.r.l	
Arrendador	Fondo Private Equity	
Renta Inicial	€ 1.442.500	
Deudai		
Préstamo Sindicado	€ 16,000,000	7 Años
Comisión Apertura	1,25% x Deuda	€ 200,000
Comisión Coordinación	1,00% x Deuda	€ 160,000
Margen	Euribor + 275 bps	
Equity		
Equity	€ 15,180,000	
Dividendos	6%	
Others		
Asesoría	1,25% x Precio Compra	€ 390,000
Costes de Cierre	€ 2,250,000	Otras Comisiones: € 1,210,000 Impuestos: € 1,040,000

Fuente: Elaboración propia

A partir de estos datos y con la ayuda de un modelo financiero realizado a través de una hoja de cálculo del programa *Excel*, calculamos el Flujo de Caja previsto para el primer año de la inversión. A partir de ahí, realizamos una serie de proyecciones financieras a 6 años (máximo tiempo que puede durar nuestra inversión), es decir, estimamos los flujos de caja que se esperan en los próximos 6 años asumiendo un incremento constante de la tasa de inflación³⁷ del 2% anual.

Para calcular el flujo de caja del año de salida, es decir, el último año de la inversión y en el que se lleva a cabo la venta del hotel, hemos de estimar el precio al cual pretendemos vender el hotel, y en qué año pretendemos venderlo.

Como explicamos en apartado 1.1.5 Estrategia de Salida, pretendemos vender el

³⁷ Tasa de Inflación: Incremento porcentual de los precios de bienes y servicios de un país en un periodo concreto.

activo a un múltiplo de EV/EBITDA de 12x siguiendo las transacciones precedentes de este tipo que ha habido en el sector, este precio sería, según las proyecciones de futuro realizadas, rondaría los € 42.000.000.

Como he explicado anteriormente, el precio de venta dependerá del EBITDAR generado por el hotel durante los años en los que bajo la propiedad del fondo. Al igual que las proyecciones de los flujos de caja las hemos realizado en función de la inflación, también tendremos que hacer una serie de proyecciones a futuro de los resultados del hotel.

Para realizar estas proyecciones partimos de las magnitudes financieras que ha obtenido el hotel en los últimos dos años, plasmados en las Tablas X y X en el apartado **2. Descripción del Operador: Principales Magnitudes Financieras**. A partir de estas magnitudes realizamos una serie de hipótesis de crecimiento recogidas en la siguiente **Tabla 16**:

Tabla 16: Hipótesis sobre la evolución de las principales magnitudes del hotel

	31/12/15	31/12/16	31/12/17	31/12/18	31/12/19	31/12/20	31/12/21
Hipótesis							
Variación Precio Medio	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
Variación Ocupación	1,6%	2,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
A&B / Otros	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Gastos Indirectos	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Margen Habitaciones	68,9%	69,7%	70,1%	70,5%	70,9%	70,9%	70,9%
Margen A&B	30,5%	31,2%	31,8%	32,5%	33,1%	33,1%	33,1%
Margen Otros	85,3%	85,0%	84,7%	84,4%	84,1%	84,1%	84,1%
Actualización IPC							
Arrendamiento	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Canon AC	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Fuente: Elaboración propia

Estas hipótesis están realizadas en base a los datos históricos del hotel y a un incremento estimado de variables marco-económicas como pueden ser el crecimiento IPC o la tasa de inflación, que esta fijado en el 2%. Podemos observar que los incrementos de la mayoría de magnitudes son relativamente constantes exceptuando unos incrementos excepcionales del 1,6% y del 2,7% en la ocupación del hotel debido a la Expo 2015 que tendrá lugar en la ciudad de Milán.

Una vez formuladas las hipótesis las aplicamos a las principales magnitudes del hotel para realizar las proyecciones y así estimar los resultados futuros del hotel. Adjuntamos a continuación las **Tablas 17 y 18** con las proyecciones tanto de los principales indicadores de rendimiento como de las cuenta de resultados del activo hotelero:

Tabla 17: Proyecciones de los principales indicadores de rendimiento del hotel

Hipótesis	31/12/15	31/12/16	31/12/17	31/12/18	31/12/19	31/12/20	31/12/21
Nº							
Habitaciones	158	158	158	158	158	158	158
Nº días	365	365	365	365	365	365	365
Hab disponibles	57.670	57.670	57.670	57.670	57.670	57.670	57.670
Hab ocupadas	42.099	43.253	43.253	43.253	43.253	43.253	43.253
Precio Medio	124,2	127,5	130,9	134,4	138,0	141,7	145,5
Ocupación	73,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%
Revpar HAB	90,7	95,7	98,2	100,8	103,5	106,3	109,1
Revpar A&B	15,3	15,6	15,9	16,2	16,5	16,9	17,2
Revpar OTROS	4,7	4,8	4,9	5,0	5,1	5,2	5,3
TOTAL	110,6	116,0	119,0	122,0	125,1	128,3	131,6

Fuente: Elaboración propia a partir de información proporcionada por AC

Tabla 18: Proyecciones de la Cuenta de Perdidas y Ganancias del activo hotelero

Cuenta de P y G							
AC Milan	31/12/15	31/12/16	31/12/17	31/12/18	31/12/19	31/12/20	31/12/21
Ingresos Totales	6.379.781	6.689.346	6.859.909	7.034.863	7.214.324	7.398.408	7.587.235
Habitaciones	5.229.831	5.516.397	5.663.501	5.814.528	5.969.582	6.128.770	6.292.204
Restauración	880.346	897.953	915.912	934.230	952.915	971.973	991.412
Otros servicios	269.604	274.996	280.496	286.106	291.828	297.665	303.618
Margen Bruto							
Operativo	4.100.279	4.359.079	4.499.641	4.643.847	4.791.794	4.915.835	5.043.109
Habitaciones	3.602.001	3.845.582	3.970.620	4.098.993	4.230.789	4.343.610	4.459.440
Restauración	268.333	279.777	291.450	303.357	315.502	321.812	328.249
Otros servicios	229.946	233.720	237.570	241.497	245.502	250.412	255.421
Gastos							
Indirectos	1.268.403	1.282.985	1.296.871	1.310.934	1.325.177	1.339.603	1.354.215
Dirección	384.578	388.424	392.308	396.231	400.194	404.196	408.238
Comercial & Marketing	252.071	254.592	257.138	259.709	262.306	264.929	267.578
Mantenimiento	238.871	241.259	243.672	246.109	248.570	251.055	253.566
Consumos	270.571	273.277	276.010	278.770	281.557	284.373	287.217
Otros gastos de gestión	83.590	84.426	85.271	86.123	86.985	87.854	88.733
Provisión por insolvencias	38.722	41.007	42.473	43.992	45.565	47.195	48.883
Canon de Gestión	223.292	234.127	240.097	246.220	252.501	258.944	265.553
EBITDAR	2.608.583	2.841.967	2.962.673	3.086.693	3.214.116	3.317.288	3.423.340

Fuente: Elaboración propia

2.6.2. Análisis de Rentabilidad

Una vez tenemos todos los datos necesarios procedo a realizar un análisis de rentabilidad. Mis expectativas no tienen porque siempre cumplirse, por ello he a través de una hoja de cálculo de *Excel* he obtenido la TIR de la inversión en nueve escenarios distintos, y así valorar los distintos resultados posibles que puede tener el proyecto de inversión. Estas hipótesis o escenarios varían en función de dos factores:

- Según el precio al que finalmente se venda el activo hotelero se dividen en:
 - o Escenario Pesimista: Venta del activo a un precio EV/EBITDAR de 11.00x.
 - o Escenario Realista: Venta del activo a un precio EV/EBITDAR de 12.00x
 - o Escenario Optimista: Venta del activo a un precio EV/EBITDAR de 15.00x

- El año de salida. Como explicamos en la descripción de la transacción, AC tiene la opción de extender el contrato de arrendamiento de uno a dos años, lo que cambiaría la rentabilidad final de la inversión. Por lo tanto, los horizontes de la inversión serían de cuatro, cinco o seis años.

A partir de las proyecciones del EBITDA generado por el hotel (realizadas en el apartado de descripción del operador), de los flujos de caja del fondo de Private Equity generados durante la inversión (elaborados a partir de su información financiera y de sus gastos e ingresos y proyectados a 6 años) de un modelo financiero del programa *Excel*, he calculado una TIR para cada posible escenario. Adjunto a continuación la Tabla 18 con los nueve posibles escenarios y sus respectivas rentabilidades:

Tabla 19: Rentabilidades esperadas divididas por escenarios

Escenario	Realista (Año 4)	Realista (Año 5)	Realista (Año 6)
EV/EBITDA	12.00x	12.00x	12.00x
TIR Esperada	17.00%	17.10%	16.80%
Precio Venta	€ 37.040.317	€ 38.569.387	€ 39.807.453
Escenario	Pesimista (Año 4)	Pesimista (Año 5)	Pesimista (Año 6)
EV/EBITDA	11.00x	11.00x	11.00x
TIR Esperada	10.30%	11.90%	11.50%
Precio Venta	€ 33.953.624	€ 35.355.272	€ 36.490.165
Escenario	Optimista (Año 4)	Optimista (Año 5)	Optimista (Año 6)
EV/EBITDA	15.00x	15.00x	15.00x
TIR Esperada	27.30%	23.90%	22.70%
Precio Venta	€ 46.300.397	€ 48.211.734	€ 49.759.317

Fuente: Elaboración propia a partir de un modelo de *Excel*

Al analizar las posibles rentabilidades que derivan del proyecto, podemos observar que la rentabilidad objetivo del 15%, fijada en la estrategia de inversión, se supera en seis de los nueve posibles escenarios, es decir en el 66,6% de los casos. Podemos observar que los escenarios en los que se cumplen nuestras expectativas son los realistas u optimistas, sin embargo, en los escenarios pesimistas se obtiene una rentabilidad media del 11,23%.

Podemos observar que nuestras hipótesis de rentabilidad no sólo se cumplen, sino que después del análisis financiero llevado a cabo, se superan en la gran mayoría de los escenarios por lo que se puede decir que el proyecto de inversión a concluido con éxito.

A la vista de nuestros resultados y para concluir el capítulo, observamos que la inversión en este activo es una gran oportunidad de inversión para un fondo de *Private Equity*. Como hemos visto anteriormente, el sector hotelero esta evolucionando favorablemente, algo que junto al hecho de la existencia de muchos inversores que quieren dar salida a este tipo de activos a precio bajo por falta de liquidez y otros factores, hace de la adquisición del hotel AC Milán un atractivo proyecto en particular.

Como hemos observado a lo largo de este capítulo, el hotel se encuentra en buenas condiciones, pero se pueden mejorar ciertas cosas que requieren cierta inversión. Con una buena gestión y seguimiento, llevando a cabo los pasos explicados a lo largo del capítulo creemos que hay una alta probabilidad de que esta inversión tenga el éxito esperado y, por lo tanto, recomendaríamos a nuestro hipotético fondo de *Private Equity* ejecutar la operación.

CONCLUSIONES

A continuación presento una serie de conclusiones del estudio realizado:

1. El Sector hotelero europeo se encuentra en buenas condiciones y su crecimiento continuará durante los próximos años.

Después de haber analizado el sectores turístico y hotelero, queda claro el constante crecimiento de estos, y una previsión de aumento del mismo, a pesar de la presencia de los efectos de la crisis económica a nivel mundial. He comprobado el gran peso que tienen estos sectores sobre la economía mundial y, por lo tanto, su relevancia a la hora de considerar posibles inversiones con afán de sacarle rentabilidad a este mercado.

2. Los *Private Equity* se están convirtiendo en un agente principal a la hora de invertir en el sector hotelero.

He comprobado que hay numerosas razones para que el sector hotelero europeo atraiga la inversión de este tipo de entidades y las razones por las cuales estas han adquirido un considerable peso en el sector.

3. El sector hotelero europeo presenta grandes oportunidades inversión

Tras el análisis realizado he concluido que cada día se presentan más oportunidades de inversión en activos hoteleros. Las características de los entorno tanto micro como macro económicos tienden a favorecer la inversión en este tipo de activos. Adicionalmente, tras el caso práctico desarrollado, podemos observar que mi estudio es útil para que aquellas entidades o profesionales que quieran reorientar su capital hacia este sector comprueben la viabilidad de un proyecto típico en este ámbito. También he podido comprobar el gran potencial de rentabilidad que tiene la adquisición de un activo hotelero bajo el esquema *SaleandLeaseBack* y, por consiguiente, he comprobado la gran utilidad que mi trabajo tiene en la práctica.

Finalmente, señalo las maneras en las que considero que un investigador podría perfeccionar el estudio que he llevado a cabo:

- Extender el ámbito geográfico a otros continentes, ya que los ámbitos turísticos están evolucionando y existen economías emergentes que cada vez adquieren más peso en el este sector, donde probablemente hay grandes oportunidades de inversión.
- Se pueden estudiar el potencial viabilidad de otros métodos de inversión que pueden ser llevados a cabo por las entidades de *Private Equity* en el sector, ya que a parte del *SaleandLeaseBack*. Con la ejecución de un análisis comparativo, considero que se pueden identificar aquellos métodos de inversión que generen mayor rentabilidad.

BIBLIOGRAFIA

- Asociación Española Capital Riesgo, PwC, (2012): “Inversión responsable. Guía para el sector de *Private Equity* en España”,
https://www.pwc.es/es_ES/es/publicaciones/transacciones/assets/inversion-responsable-guia-private-equity.pdf , España
Acceso: Mayo 2015
- Barral Varela, G (2015) “Definición de Préstamo Sindicado”, Diccionario del Diario Expansion, Unidad Editorial Información Económica S.L.,
<http://www.expansion.com/diccionario-economico/prestamo-sindicado.html>
Acceso: Mayo 2015
- BOE (Boletín Oficial del Estado), Noviembre 2014: “Ley 22/2014” Jefatura del Estado, BOE núm 275, Referencia: BOE-A-2014-11714,
<http://www.boe.es/buscar/pdf/2014/BOE-A-2014-11714-consolidado.pdf>
Acceso: Mayo 2015
- Bureau Veritas España, “Technical Due Diligence”, España,
http://www.bureauveritas.es/wps/wcm/connect/bv_es/local/services+sheet/technical_due_diligence
Acceso: Marzo 2015
- Casas Jimenez, C.M. (2015): “Definición de Due Diligence, Diccionario Económico del Diario Expansión”, Unidad Editorial Información Económica S.L., <http://www.expansion.com/diccionario-economico/du-diligence.html>
Acceso: Mayo 2105
- Cruikshank, E (2009): “Adding Value in Private Equity”, Euromoney Publication
- Damodaran, A; Wiley & Sons, J (2012): “Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of any Asset” (University Edition)

- Eurostat, 2014: “Estadísticas sobre turismo”,
http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Tourism_statistics/es#Estad.C3.ADsticas_sobre_turismo
Acceso: Abril 2015

- Eurostat, 2013: “Eurostat Region Yearbook 2013”, publication office of the European Union, Luxemburgo,
<http://ec.europa.eu/eurostat/documents/3217494/5785629/KS-HA-14-001-EN.PDF/e3ae3b5c-b104-47e9-ab80-36447537ea64> ,
Acceso: Abril 2015

- Eurostat, 2014: “Eurostat Region Yearbook 2014”, publication office of the European Union, Luxemburgo,
<http://ec.europa.eu/eurostat/documents/3217494/5785629/KS-HA-14-001-EN.PDF/e3ae3b5c-b104-47e9-ab80-36447537ea64>
Acceso: Abril 2015

- Hosteltur (2014): “La hotelería española seduce a los fondos inversores”, Revista Hosteltur, España,
<http://ec.europa.eu/eurostat/documents/3217494/5785629/KS-HA-14-001-EN.PDF/e3ae3b5c-b104-47e9-ab80-36447537ea64>
Acceso: Mayo 2015

- Hosteltur (2014): “El Capital Riesgo sube su apuesta por el turismo”, Revista Hosteltur, España, http://www.hosteltur.com/171080_capital-riesgo-sube-su-apuesta-turismo.html
Acceso: Mayo 2015

- IPK International (2014): “ITB World Travel Trends Report”, http://www.itb-berlin.de/media/itb/itb_dl_de/itb_itb_berlin/itb_itb_academy/ITB_2015_WTTR_Report_A4_4.pdf , Messe Berlin, Berlin
Acceso Mayo: 2015

- Iturrioz del Campo, J (2015): “Definición de Tasa Interna de Retorno o Rentabilidad (TIR)”, Diccionario Económico del Diario Expansión, <http://www.expansion.com/diccionario-economico/tasa-interna-de-retorno-o-rentabilidad-tir.html>
- Martín, M.A. (2004): “La Rentabilidad en el sector hotelero: Eficiencia y concentración”, Universidad de Sevilla, Secretariado de Publicaciones
- Marín, J.N. (2014): “Evaluación de Inversiones Estratégicas”, LID Editorial
- Ramos Llanos, A.J. (2014): “ El turismo es un “gran invento” para el economía española”, Revista Estudios Empresariales Nº 146 págs 18 – 37.
- Ruiz Gomez, L.M.; García-Hirschfeld, E.C. (2011): “La Actividad Turística en la Unión Europea en un entorno de crisis económica y financiera global”, Revista de estudios jurídicos, económicos y sociales, Saberes, Vol.9.
- Verona, M.C.; Hernandez, M; Calero, F.J. (2004): “Decisiones De Inversión y Financiación en Empresas de Ocio Turismo y Hostelería. Casos Prácticos”, Delta Publicaciones, 2004
- Vidal Bermudez A; Tejada Alvarez, M; Fort Ureta,M; Solorzano Fiestas, C (2011): “La Due Diligence Legal”, KPMG, España
- Viera Cano, M (2015): “Definición de Estado de Origen y Aplicación de Fondos”, Diccionario Económico del Diario Expansión, Unidad Editorial Información Económica S.L., <http://www.expansion.com/diccionario-economico/estado-de-origen-y-aplicacion-de-fondos.html>
Acceso: Junio 2015
- World Travel & Tourism Council, 2014: “ Travel & Tourism Economic Impact”, Unión Europea, <http://www.wttc.org/>

</media/files/reports/economic%20impact%20research/regional%20reports/world2014.pdf>

Acceso: Mayo 2015