



Facultad de Ciencias Empresariales

**FILOSOFÍA “*VALUE*” FRENTE A LAS
FILOSOFÍAS “TRADICIONALES”:
¿DIFERENCIA EN LA METODOLOGÍA O EN
EL RIGOR EN EL ESTUDIO?
TRABAJO FIN DE GRADO**

Autor: Patricia Abril-Martorell García
Director: David Pérez Renovales

RESUMEN

En este trabajo, se pretende realizar una comparativa de las metodologías de las distintas filosofías de inversión a través del análisis de la compañía Meliá. Focalizándonos más en la filosofía *value*, también estudiaremos otras filosofías “no *value*” como son la filosofía *growth*, *event driven* o *dividend rich*. Tras realizar una valoración independiente de Meliá, procederemos a comparar los métodos de análisis con el fin de conocer si las diferencias entre las filosofías de inversión son en cuanto al rigor del análisis o en cuanto a las características que busca cada filosofía en las compañías en las que decide invertir. Y, finalmente, nos posicionaremos sobre cuál de las filosofías es más acertada en sus valoraciones.

Palabras clave: filosofías de inversión, *value*, *growth*, valoración, metodología, múltiplo, rentabilidad, volatilidad.

ABSTRACT

The aim of this project is to compare the methodologies of the different investment philosophies through the analysis of the company Meliá. Focusing more on the value philosophy, we will also study other "non-value" philosophies such as the *growth*, *event driven* or *dividend rich* philosophies. After carrying out an independent valuation of Meliá, we will proceed to compare the analysis methods in order to find out whether the differences between the investment philosophies are in terms of the rigor of the analysis or in terms of the characteristics that each philosophy looks for in the companies in which it decides to invest. And, finally, we will take a position on which of the philosophies is more accurate in its valuations.

Key words: investment philosophies, value, growth, valuation, methodology, multiple, profitability, volatility.

GLOSARIO DE TÉRMINOS

CEO: Chief executive officer

COO: Chief operations officer

CFO: Chief financial officer

CIO: Chief investment officer

CFI: Flujo de caja de inversión

CFF: Flujo de caja financiero

CFO: Flujo de caja operativo

EBIT: Earnings before interests and taxes

EBITDA: Earnings before interests, taxes depreciation and amortization

CAPEX: Capital expenditure

ROCE: Return on capital employed

WACC: Weighted average cost of capital

EV: Enterprise value

REV/PAR: Revenue per available room

KPI: Key performance indicator

M&A: Merger and acquisition

OPA: Oferta pública de adquisición

CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores

OTA: Online Travel Agency

TO: Tour operator

ÍNDICE DE CONTENIDO

1.	<i>Introducción</i>	7
1.1	Justificación del tema	7
1.2	Objetivos perseguidos con el trabajo.....	8
1.3	Metodología.....	9
2.	<i>Contextualización</i>	11
3.	<i>La filosofía de inversión value</i>	13
3.1	Historia	13
3.2	Fundamentos del análisis <i>value</i>	14
3.3	Metodología de las gestoras <i>value</i>	17
4.	<i>Principales filosofías de inversión no value</i>	20
4.1	Clasificación de las principales filosofías de inversión no <i>value</i> y sus metodologías.....	20
4.2	Personajes influyentes y sus aportaciones a las filosofías tradicionales de inversión	25
5.	<i>Análisis de Meliá</i>	26
5.1	Análisis conforme al estilo <i>value</i>	27
5.1.1	Análisis Cualitativo	27
5.1.2	Análisis cuantitativo	41
5.2	Análisis y valoración conforme a las filosofías no <i>value</i>	56
5.2.1	El análisis y valoración conforme a la filosofía <i>growth</i>	56
5.2.2	El análisis conforme a la filosofía <i>dividend rich</i>	59
5.2.3	El análisis conforme a la filosofía <i>event driven</i>	61
6.	<i>Riesgos de cada una de estas filosofías de inversión</i>	65
6.1	<i>Value</i>	65
6.2	<i>Growth</i>	65
6.3	<i>Dividend Rich</i>	66
6.4	<i>Event driven</i>	67
7.	<i>Conclusiones</i>	68
8.	<i>Bibliografía</i>	71
9.	<i>Anexos</i>	76

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Cartera hotelera de Meliá en 2018 y 2019.....	27
Tabla 2. Estructura accionarial de Meliá en 2019	28
Tabla 3. Cartera actual de Meliá.....	36
Tabla 4. Remuneración de los gestores de Meliá en 2019 y 2020	39
Tabla 5. Importe pagado por Meliá a Deloitte en 2019.....	40
Tabla 6. Autocartera de Meliá en 2019	41
Tabla 7. Autocartera de Meliá en 2020	41
Tabla 8. Líneas de negocio de Meliá.....	44
Tabla 9. Ajustes por IFRS16 en el EBITDA de Meliá.....	45
Tabla 10. Estado de las inversiones de Meliá según el método de participación.....	46
Tabla 11. Cuenta de pérdidas y ganancias de Meliá ajustada	47
Tabla 12. Fondo de maniobra de Meliá 2015-19.....	48
Tabla 13. Pago de la deuda acordado con las entidades financieras	49
Tabla 14. Saldos de la deuda a 31 diciembre 2019	50
Tabla 15. Ajustes por IFRS16 en la deuda neta de Meliá	50
Tabla 16. Desglose REV/PAR de Meliá 2015-19	51
Tabla 17. ROCE de Meliá 2015-19	52
Tabla 18. Múltiplos históricos de Meliá.....	55
Tabla 19. Estimación para el múltiplo de 9 y 10	56
Tabla 20. Valoración de Meliá por DCF	58
Tabla 21. Resultados de Meliá 2015-19	60
Tabla 26. Estimaciones de Meliá 2020-24	61
Tabla 23. Valoración para posible M&A de Meliá	64
Tabla 24. Rentabilidad histórica de gestores value	69

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 1. Ciclo de vida de la empresa.....	22
Ilustración 2. El rendimiento de las estrategias de inversión orientadas a dividendos.....	24
Ilustración 3. Presencia mundial de Meliá en 2019.....	26
Ilustración 4. Evolución del turismo internacional en España	33
Ilustración 5. Parámetros de los que depende la remuneración del CEO de Meliá en 2019	38
Ilustración 6. Performance histórico de value frente a growth.....	70

1. Introducción

1.1 Justificación del tema

El sistema económico predominante en la actualidad es el capitalismo y uno de sus elementos más importantes es la existencia del ahorro y de la inversión. A su vez, debido a la globalización y a la desregulación financiera de finales de los 80 y los 90, las alternativas para invertir lo ahorrado se han ampliado, y también ha aumentado la sofisticación de los distintos instrumentos. Gradualmente a lo largo del tiempo los fondos de inversión se han constituido en uno de los vehículos más exitosos para canalizar el ahorro y la inversión (en el *Anexo I*, se puede observar como el porcentaje del ahorro de las familias invertido en los fondos de renta variable ha incrementado a lo largo de la historia), ya que tienen gestores especializados que entienden bien la complejidad de los productos, los mercados en que se negocian, y su sensibilidad a los movimientos políticos y macroeconómicos, y además en la mayoría de los países permiten ahorrar difiriendo el impacto fiscal hasta el reembolso.

Para un estudiante de Ciencias Empresariales entender bien la realidad arriba mencionada es fundamental, y determina en gran medida su capacidad para comprender el funcionamiento de la economía en su conjunto.

El mundo de los Fondos de Inversión es muy competitivo, y es la rentabilidad la que marca el mayor o menor éxito de las distintas gestoras en la captación de clientes. En concreto, en la inversión en Renta Variable, la rentabilidad relativa respecto a los distintos índices o *Benchmarks* y el hecho de tener que publicar valoraciones diarias somete a una enorme presión a gestores. Los clientes tienen en cuenta al elegir fondo las rentabilidades pasadas, el *track record* del mismo, pero también y cada vez más la **filosofía de inversión**.

Teniendo en cuenta la complejidad de los instrumentos, la volatilidad de los mercados por la rápida traslación de la información y los distintos escenarios temporales de inversión, me ha parecido muy interesante profundizar en la filosofía de inversión *value* frente a otras filosofías alternativas, tal vez más tradicionales como *growth*, *dividend rich* y *event driven*, lo que intentaré desarrollar para este trabajo de fin de grado.

Asimismo, este tema me interesa mucho y quiero realizar el trabajo de fin de grado sobre el mismo porque tuve la oportunidad de realizar unas prácticas de cinco meses en la gestora de fondos AZValor Asset Management, que es uno de los mayores exponentes españoles de la filosofía de inversión *value*.

Allí, además de transmitirme la pasión por el estudio de las compañías y el entendimiento de sus negocios en profundidad, he aprendido que en las decisiones de inversión hay que intentar no dejarse llevar por lo que hagan los mercados y basarlas en un análisis muy detallado y muchísimas horas de dedicación a cada idea de inversión. No es infrecuente que una idea de inversión *value* vaya en contra del posicionamiento del mercado y no obtenga recompensa en el corto/medio plazo. Para entender la filosofía en la que nos introduciremos es crucial tener en cuenta esta frase célebre de Warren Buffet “La razón más absurda del mundo para comprar una acción es que esté subiendo”. Por tanto, para poder estar seguro de la decisión hace falta conocer en profundidad cada uno de los factores que afectan a la compañía, ya sean los cuantitativos como la contabilidad etc., como los cualitativos, que afectan a la toma las decisiones, los gestores, los competidores entre otros.

Estos meses de practicas me han parecido tan interesantes y con tanto recorrido que me he dado cuenta de que me gustaría dedicarme profesionalmente al análisis conforme a la filosofía *value*. Tengo muchas ganas de aprender y formarme más y considero que este trabajo es una buena oportunidad para profundizar en el apasionante sector del análisis y en concreto, el del *value*.

1.2 Objetivos perseguidos con el trabajo

Este trabajo busca detectar si hay diferencias en el análisis y en las conclusiones de la filosofía *value* respecto a otras posibles técnicas de análisis.

La forma de visualizar estas diferencias será a través del análisis de una compañía bajo la perspectiva *value* con todos los extremos que abarca esta estrategia y respecto a otras

filosofías. A estos efectos he escogido la compañía Meliá puesto que ha sido analizada respecto desde las dos perspectivas.

Por último, trataré de determinar cuales son los factores fundamentales que buscan cada una de las filosofías de inversión a la hora de elegir las compañías en las que invertir y si hay algún método que haya ofrecido unas mayores rentabilidades de forma sostenida en el largo plazo.

1.3 Metodología

Para poder alcanzar estos objetivos, realizaré el análisis de la compañía Meliá, profundizando en la metodología que emplea la filosofía *value*, viendo los elementos en común y las singularidades y diferencias de los análisis que realizan las otras filosofías de inversión. Y, finalmente compararé el valor y las conclusiones halladas conforme a cada una de ellas.

Todo análisis de inversión para que sea completo se compone de un análisis cuantitativo y de otro cualitativo. En el análisis cuantitativo, análogo prácticamente en su totalidad en todas las filosofías de inversión, estudiaré los estados financieros, la cuenta de pérdidas y ganancias, el balance, los estados de flujos de caja, la deuda y el nivel de apalancamiento. En el análisis cualitativo, me adentraré en analizar las características y el *background* de los gestores y de los miembros del consejo de administración, quienes son los inversores y cuál es su perfil de inversión, los competidores, la exposición internacional, los posibles riesgos, así como todo aquello que se considere relevante para determinar su valor y proyectar el futuro del negocio.

Para poder llevar a cabo este estudio tan completo y detallado me basaré en lo siguiente:

- Por un lado, en mis notas y el aprendizaje que obtuve en los meses que hice prácticas en AzValor, así como en las conversaciones con los analistas y con los gestores incluidos los socios fundadores.
- Por otro lado también he repasado numerosos videos de YouTube donde han quedado recogidas muchas entrevistas concedidas por gestores de AzValor en diferentes momentos del tiempo.

- Las conferencias anuales de inversores de AZ Valor.
- Cursos de verano sobre filosofía *value*, ya que como dan mucha importancia a la enseñanza de la filosofía *value*, (ambos gestores Álvaro Guzmán y Fernando Bernad son profesores de universidad), durante varios años junto con su equipo de analistas han ofrecido un curso de verano donde explican detenidamente la metodología, los objetivos y consejos útiles para todo aquel que quiera invertir conforme a la filosofía *value*.
- Cartas de Warren Buffet a sus inversores recogidas en la web de su compañía Berkshire Hathaway. Warren Buffet es considerado junto a Benjamin Graham, padre del *value investing*.
- Numerosas entrevistas con analistas del departamento de *Equity Research* de Alantira sobre métodos de valoración conforme a las filosofías tradicionales
- La revisión de artículos y libros que se detallan en la bibliografía al final del trabajo. A estos efectos la literatura sobre la filosofía *value* es muy numerosa, existen muchos autores que a lo largo de la historia han escrito sobre esta filosofía.

2. Contextualización

La filosofía *value* se basa en calcular el valor intrínseco de las compañías para posteriormente compararlo con su valor de mercado. Este valor intrínseco expone la capacidad de crecer u obtener beneficios en el largo plazo. Por tanto, cuando el valor de mercado es sustancialmente inferior al valor intrínseco hallado, las gestoras *value* apuestan por esa compañía, prescindiendo hasta cierto punto de otros elementos que pueden condicionar el precio en el corto plazo. La diferencia entre el precio (valor de mercado) y el valor intrínseco puede haber sido generada bien porque se encuentra en un mercado muy maduro y por tanto, con menos crecimiento, bien porque tiene márgenes muy altos que no se creen sostenibles en el tiempo o bien porque haya ocurrido un evento concreto que haya deprimido el precio.

Las gestoras *value* a la hora de hacer el *screening* de compañías buscan características concretas como por ejemplo que estén poco endeudadas o que se encuentren en sectores maduros, entre muchas otras que a la hora de explicar esta filosofía de inversión detallaré,

Por otro lado, las filosofías alternativas a la *value* se centran en otras características de las empresas. Por ejemplo, la filosofía *growth* busca compañías en fase de expansión que estén en sectores en crecimiento, a veces que estén en sectores con menores barreras de entrada pero con una mayor diferenciación de producto; La filosofía denominada *dividend rich* pone el foco en compañías con dividendos estables a lo largo del tiempo; las filosofías *event driven* suelen fijarse en sectores cambiantes donde existan muchos competidores lo cual pueda hacer de las compañías objeto por ejemplo de una oferta pública de adquisición (OPA), es decir, buscan las ineficiencias en el precio de los activos, antes o durante el desarrollo de un suceso.

En ocasiones, tanto la filosofía de inversión *value* como las alternativas pueden poner el foco en la misma compañía, porque pueden coincidir distintas características buscadas por ambos estilos.

El hecho de que estas distintas filosofías normalmente se fijen en distintas características de las compañías también implica métodos de valoración distintos. A lo largo de la historia han

existido siempre diferentes opiniones respecto de cual es la forma de valorar más idónea en función también del escenario temporal y teniendo en cuenta que las mayores o menores rentabilidades de muchos fondos dependen no solo de la filosofía sino también del método de valoración.

3. La filosofía de inversión *value*

3.1 Historia

La filosofía *value* surge en Estados Unidos, en medio de la Gran Depresión, de la mano de dos profesores universidad: Benjamin Graham y David Dodd. Estos aconsejaron invertir en compañías cuya cotización fuese inferior al valor de sus activos netos y acuñaron el concepto en su libro “Security Analysis” en 1934. Tras el *Crack* bursátil del 29, las empresas tenían cotizaciones muy por debajo de su valor contable y quisieron aprovecharlo. Este método nació como respuesta a la actividad desordenada y falta de criterios sólidos que existía entonces.

El enfoque que defendían Graham y Dodd se centraba en que el inversor, en lugar de buscar predecir y anticiparse a los movimientos de los precios, debía tratar de estimar el verdadero valor intrínseco de los activos subyacentes.

Warren Buffet, alumno de Benjamin Graham, es considerado el máximo exponente del *value investing*. Buffet, apasionado del estudio de los negocios, fue más allá y además de la importancia de la relación entre el valor neto y el precio también consideraba transcendental analizar la capacidad que tuviera la compañía de generar beneficios. Es considerado el “Oráculo de Omaha”, ya que Berkshire Hathaway, su compañía, tiene su sede en Omaha (Nebraska), estado conocido por su escasa población y su localización remota en el medio oeste americano, y ha logrado obtener una rentabilidad anualizada del 20,8% durante más de 50 años (equivalente a generar 1.268.664\$ en ese periodo con una inversión inicial de 100\$). Warren Buffet en las cartas anuales que dirige a los accionistas de Berkshire Hathaway va ofreciendo los criterios que él aplica a la hora de elegir sus inversiones así como los errores que comete.

En el *Anexo 2* podemos comparar la trayectoria de rentabilidad de Berkshire Hathaway frente al S&P 500 y como en el conjunto ha obtenido una rentabilidad anualizada de 20% aunque no todos los años ha conseguido batir al S&P. Esto justifica que la filosofía *value* es medio-largo plazo. (Cartas de Warren Buffet a sus accionistas).

Además de los padres del *value investing*, Benjamin Graham y David Dodd, y de Warren Buffet, también destaca el socio de este último, Charlie Mungër. Entre sus muchas aportaciones, Mungër contribuyó con la fundamental idea de que las compañías debían poseer una ventaja competitiva sostenible en el tiempo que las distinguiese del resto. Existen muchos otros gestores y profesores que han aportado a esta filosofía y me gustaría mencionar a personajes como Seth Klarman, Charles Royce, John Shapiro y Peter Lynch, todos ellos actuales gestores de fondos *value*, Lynch defiende activamente la idea de únicamente invertir en lo que uno conoce. (Lynch, 1989)

A pesar de ser un sistema de inversión sencillo de comprender y haber sido demostrada su superioridad a la hora de obtener rentabilidades a largo plazo, el hecho de ser una filosofía largoplacista y completamente independiente de los ciclos, le ha supuesto recibir infinidad de críticas a lo largo de la historia por perder las oportunidades que los mercados también ofrecen en el corto plazo y, por considerar su gestión un tanto pasiva.

Actualmente, existen numerosos gestores que apuestan por esta filosofía, en España concretamente destacan Bestinver, AzValor, Cobas y Magallanes.

3.2 Fundamentos del análisis *value*

Como ya hemos comentado, el *value investing* o inversión en valor, es una filosofía de inversión en bolsa que consiste en comprar valores a un precio por debajo del valor que se considera que tiene. Este valor se determina mediante un análisis fundamental de las empresas en las que se esta valorando invertir.

El *value investing* pretende conocer y evaluar el auténtico valor del título o acción, “valor intrínseco”. Este valor se usa como estimación y se compara con el precio de la acción, para interpretar si está sobrevalorada o infravalorada en el momento. La diferencia entre el precio de un valor y su valor intrínseco es lo que Graham definió como margen de seguridad. La hipótesis fundamental que se asume es que cuando el precio de mercado difiere del valor

fundamental, a largo plazo, el precio tenderá a converger con ese valor. Por tanto, estamos ante una filosofía de inversión a largo plazo.

Esta filosofía se centra en la premisa de los mercados financieros eficientes. Conforme a la teoría de Roberts, un mercado es eficiente si el precio de cualquier acción refleja su verdadero valor, y para esto, es necesario que toda la información relevante para el precio del valor sea conocida.

Existen tres niveles de eficiencia:

- Débil: la información que incorporan los precios es exclusivamente la derivada de la evolución histórica de las cotizaciones y volúmenes.
- Semi-fuerte: los precios incorporan toda la información pública disponible.
- Fuerte: los precios incorporan toda la información referente a una empresa, incluso la no pública o privilegiada.

(Peiro, A. Eficiencia del mercado, 2015).

Este método de inversión en el corto plazo presenta una eficiencia débil, es decir, muchos precios probablemente no reflejan el verdadero valor de compañía pero a largo plazo, a medida que se vaya conociendo más información, la cotización tenderá al valor de aquella.

El estudio de las compañías conforme a la filosofía *value*, exige una serie de conocimientos porque una acción es una participación en un negocio, no es simplemente un “*ticker*” que se mueve en las pantallas. Por ello, estamos hablando de modelización de las perspectivas de una compañía lo cual constituye un ejercicio muy complejo ya que, como adelantábamos más arriba, en una empresa interactúan muchos factores lo que hace muy difícil prever todo. Además, con independencia de la marcha de las compañías, las acciones pueden fluctuar mucho en el mercado, llegando incluso a fluctuar hasta un 50% a lo largo de un año. Por ejemplo en 2020 y como resultado del COVID19, el Ibex cayó un 31% hasta un mínimo de 6.452pts. Desde entonces hasta final de año se revalorizó un 25% llegando hasta los 8.076pts.

Otro ejemplo de fluctuación significativa durante 2020 fue Meliá, cuya cotización pasó de 7,87€ a 3,04€, cayendo un 61%. Y esto no tiene que ver específicamente con la marcha de la compañía sino con las perspectivas sobre el conjunto de la economía derivadas de la pandemia que ha hecho que haya una gran incertidumbre en los mercados.

“El resultado de las cosas no es la suma de las partes sino la interacción de las partes, porque genera cosas nuevas que uno no podía prever” (Álvaro Guzmán de Lázaro, 2019), esto ocurre a la hora de tratar de proyectar el valor de una compañía. El cálculo no puede quedar compuesto únicamente por “ingresos menos gastos” sino que debe ir un paso más allá y debe incluir hasta el último factor que interactúa con el negocio pues por muy insignificante que parezca siempre puede afectar al valor final del negocio en su totalidad.

Sin embargo, el objetivo de comprar barato (por debajo del valor intrínseco en el caso de la filosofía *value*), es común a todos los estilos de inversión: todo inversor busca “comprar barato”. Además de comprar barato, el *value* se centra en identificar determinadas características cuantitativas y cualitativas particulares en cada compañía. Las herramientas que utilizan este tipo de análisis permiten aproximarse de una forma argumentada a la valoración de acciones, determinando si están infravaloradas, en dicho caso sería recomendable comprar, o sobrevaloradas, en cuyo caso sería recomendable vender. (Lynch, 1989). (Graham, 1949).

Las gestoras *value* buscan inversores concienciados e informados que compartan su filosofía de inversión, no se trata de atraer la mayor cantidad de dinero para sus fondos sino de atraer a aquellos inversores cuyo horizonte de inversión coincida con la filosofía *value*, inversores que no vayan a necesitar el dinero invertido en el corto plazo y que esperen pacientemente a que el mercado termine reconociendo el valor de sus activos. Si bien el largo plazo no es específico del *value*, es verdad que todos los gestores *value*, quieren que el *performance* de sus inversiones se mida en un periodo de entre 3 y 5 años. Por ejemplo, el fondo Internacional de AzValor ofrece a día 21 de marzo de 2021 una rentabilidad acumulada desde noviembre de 2015 (cinco años) del 22%. (AzValor. Asamblea general de inversores 2021).

3.3 Metodología de las gestoras *value*

“La meta de todo inversor de value debe ser: llegar a un punto donde ves claramente que hay que comprar, porque el peor escenario es poco probable y además si se produce no te mata y todos los demás escenarios te dan un beneficio interesante” (Álvaro Guzmán, socio fundador y codirector de inversiones de AzValor Asset Management en el curso de verano de El Escorial de 2019). A través de esta frase, Guzmán trata de simplificar aquello que se debe tener en cuenta antes de apostar por una compañía.

El análisis fundamental *value* es el estudio de todos los parámetros, tanto internos como externos, que se conocen y afectan a una empresa. Se centra en los fundamentos aportados por diversas ramas de estudio económico, como por ejemplo, macroeconomía, microeconomía, contabilidad, análisis de ratios bursátiles, ciclos económicos, entre otras.

El fin de este análisis es dar con una compañía que esté infravalorada (barata), en la cual exista una clara alineación de los intereses del *management* y de los inversores, y por último, y no menos importante, que exista una previsión de crecimiento del precio de la compañía a futuro.

El perfil de las compañías en las que se fijan los gestores *value* suele presentar las siguientes características:

- Empresas líderes en su sector, con experiencia de años, con una posición dominante en el mercado, que gracias a eso se beneficien de márgenes óptimos. Las empresas con estas características suelen ser muy rentables. (Graham, 1949).
- Suelen formar parte de sectores con fuertes barreras de entrada y normalmente han sido penalizadas por el mercado erróneamente, es decir el precio al que cotizan está por debajo de su valor intrínseco (y con el tiempo se debería demostrar). (González Perera, 2020)

- Empresas en las que el precio de sus bienes y servicios sea muy elástico a la demanda, donde la oferta esté muy limitada y por tanto si crece la demanda crezca mucho el precio y si baja la demanda todavía tengan posibilidad de reducir la producción si no compensa el precio.

Un claro ejemplo son las *comodities*, las compañías mineras. Por ejemplo, la producción de cobre en el mundo es la que permiten las minas, no hay mucho margen para incrementar la oferta, por tanto el precio aunque fluctúe puede verse controlado a través de una reducción de la oferta (si el precio bajo se puede recortar un poco la oferta para que el precio vuelva a subir).

- El equipo gestor cuenta con un *track record* positivo y es respetado por los mercados.
- Poco endeudadas (no suelen estar muy apalancadas), suelen generar caja e ingresos recurrentes, lo cual no quiere decir que pague dividendos.
- Compañías predecibles, negocios sencillos de entender y es preferible ser usuario del negocio, conocerlo de primera mano. (Lynch, P.,1989).

Un ejemplo de compañía de inversión *value* donde está invertida Berkshire Hathway es Coca-Cola. Coca-Cola por su producto y su posicionamiento en el mercado cumple con la mayoría de estos parámetros que hemos mencionados anteriormente, es una compañía predecible, con fuertes barreras de entrada, líder en su sector y con un *track record* histórico muy bueno.

Además de todo lo expuesto *ut supra*, se suelen mirar comparativamente los múltiplos a los que cotiza la compañía en la actualidad frente a los históricos y frente a los competidores. Así como si las diferencias que hay se justifican de alguna manera por algunos factores que las propicien o si por el contrario no hay nada que justifique una valoración diferente y por lo tanto constituyen una oportunidad de inversión.

Al llevar la contraria la mayoría de las veces a numerosas personas que también han estudiado esas mismas compañías se debe tener en cuenta que por muy inteligente que sea un analista siempre hay factores que son imposibles de prever y que la mejor manera de estimarlos es trabajando intensamente y analizando todos los escenarios posibles. Esta profundidad en el análisis requiere una inmensa cantidad de horas dedicadas a ello, previamente habrá que descartar muchas otras compañías con el fin de alocar correctamente los recursos de capital humano. Considero que la frase de Tim Notke (1980): “*Hard work beats talent when talent doesn't work hard*”, encaja perfectamente con lo que el *value* implica: trabajo duro.

Asimismo, a la hora de decantarse entre un negocio u otro, es muy importante conocer nuestro círculo de competencia es decir, ser conscientes de que no se puede saber de todo y que es preferible invertir en una compañía de la cual se tengan referencias y/o se conozca de primera mano lo que ofrece. (Greenwald, Kahn, 2001).

Entre los inconvenientes de la filosofía *value* están la presión y sufrimiento que supone llevar la contraria al mercado, teniendo en cuenta que el acierto o no de la idea de inversión no se demostrará hasta pasado, normalmente, de tres a cinco años. Este concepto lo explica Amit Wadhwaney (Moerus Capital Management) “*Le diría que los inversores en crecimiento tienen una vida mucho más glamurosa. Esa es la parte divertida del negocio. Sus compañías siempre están creciendo, siempre tienen buena apariencia, tienen altos retornos sobre el capital. Siempre es maravilloso. Nosotros (los inversores en valor) estamos al otro lado del espectro. Hacemos las cosas desagradables, nos enfrentamos a compañías terribles, países terribles, empresas que están pasando dificultades, compañías que pueden necesitar recapitalizarse*”.

Además, otro inconveniente de esta filosofía de inversión es que en muchas ocasiones las discrepancias entre el valor y el precio de las compañías son cada vez más reducidas, es complicado encontrar discrepancias de valor que no lleven aparejado un riesgo muy cierto. Al haber cada vez más agentes en el mercado, existe una menor dispersión de precios en relación con el riesgo asumido. Es por ello por lo que el mundo *value*, para conseguir precios con mucha dispersión, necesita asumir ciertos riesgos que a la larga no incrementan tanto el beneficio como en el mundo *growth*. (Bailly-Bailliere, E., 2020).

4. Principales filosofías de inversión no *value*

4.1 Clasificación de las principales filosofías de inversión no *value* y sus metodologías

Si bien el análisis conforme a la filosofía *value* no es tan distinto de los análisis que predominan en otras filosofías, si que hay diferencias importantes a la hora de decantarse por una idea de inversión u otra. A continuación, se estudiarán las singularidades de algunas de estas otras técnicas de inversión.

Filosofía de inversión *growth*

La filosofía de inversión *growth*, como su propio nombre indica, es una estrategia de inversión que se centra mayoritariamente en sectores que se encuentran en fase de crecimiento estructural, en los que el retorno se suele obtener porque el precio de cotización aumente, mas que porque la compañía ofrezca una combinación de ese incremento del precio de cotización y de los dividendos que reparta. En los momentos en los que hay grandes tendencias alcistas de bolsa se dan las mejores oportunidades.

Mientras que los seguidores de la filosofía *value*, como ya hemos explicado anteriormente, buscan acciones que cotizan por debajo de su valor intrínseco, los seguidores de la filosofía *growth* ponen el foco en el potencial de crecimiento de una empresa, otorgándole una menor importancia al precio actual de las acciones. Incluso, en ocasiones invierten en compañías que cotizan por encima de su valor intrínseco con la idea de que ese valor intrínseco debido al crecimiento terminará superando las valoraciones del momento. La filosofía *growth* se centra esencialmente por tanto en estimar cuánto y por cuánto tiempo van a poder crecer las compañías en estudio, para así poder predecir un valor.

Muchas de las compañías en las que se fijan los gestores *growth* tienen tales oportunidades de crecimiento que reinvierten en el negocio todo el capital que generan para así acelerar al máximo el crecimiento eliminando frecuentemente el dividendo.

Standard & Poors destaca los siguientes tres factores para determinar que una acción se encuentra en crecimiento: 1) La variación a 3 años de los beneficios por acción sobre el precio por acción; 2) la tasa de crecimiento a 3 años de las ventas por acción; 3) la variación porcentual del precio de esa acción a doce meses.

En la actualidad hay tres sectores que cumplen muchas de las características mencionadas y que por tanto están muy de moda para los gestores *growth*:

1. El sector de la tecnología es, posiblemente, el más evidente. Las denominadas FAANG (Facebook, Amazon, Apple, Netflix y Google) son las empresas más significativas (según el artículo ¿es buen momento para invertir en empresas tecnológicas? escrito por el departamento de análisis de Bankinter en 2020, entre todas ellas más Microsoft representan más del 50% de la capitalización del Nasdaq-100). (FAANG es un término creado por el experto en mercados y periodista de la cadena de televisión CNBC, Jim Cramer, 2017).
2. El sector de las energías renovables. La creciente idea de convertir el mundo en uno menos contaminante ha supuesto un impulso para el sector de las energías renovables y podríamos decir que encajan dentro de estos sectores propensos a sufrir crecimientos estructurales.
3. El sector de las infraestructuras de comunicación. Un ejemplo de compañía es Cellnex y su negocio de torres de telecomunicación debido al crecimiento sostenido del consumo de datos móviles y por tanto las crecientes necesidades de densificación de las redes de telefonía.

Todos estos sectores tienen en común que ninguno de ellos está próximo a una fase madura es decir, todavía tienen muchos años de crecimiento por delante.

En la entrevista a Enrique Bailly-Bailliére, director general de Altex (Gestora de fondos española, seguidora de la filosofía *Growth*) destaca que hay dos fases del ciclo de vida de las empresas en las que más se centran. Por un lado, en la fase de crecimiento intermedia,

momento en el que las empresas ya han demostrado que son un negocio consolidado y generan beneficios pero todavía tienen posibilidad de crecimiento en su sector ya que se trata de uno poco saturado y no consolidado. Y, por otro lado, en la fase del ciclo más avanzado en el que las compañías ya han consolidado su nicho y son capaces de dominar gran parte del sector en el que están, pudiendo incluso desarrollar barreras de entrada. Además, en estas fases normalmente estas compañías tienen un balance sólido lo que les hace capaces de comprar competidores si les amenazan.

En este gráfico podemos ver exactamente en qué etapa suelen invertir los gestores *growth*.

Ilustración 1. Ciclo de vida de la empresa



Fuente: Capital funding lab

Esta filosofía de inversión encuentra más oportunidades en momentos del ciclo expansivo en general al igual que también ha aprovechado el boom tecnológico. Esta filosofía también tiene inconvenientes: al tratarse normalmente de empresas en crecimiento suelen cotizar a unos múltiplos muy elevados, superiores a la media de los índices, (con la esperanza de que esos múltiplos se contraigan en el medio plazo gracias a los fuertes crecimientos esperados de la compañía). Cuando este crecimiento se ralentiza o no cumple las expectativas del mercado, la reacción negativa por parte del mercado suele ser mucho más virulenta, mucho más volátil, haciendo que el precio de su acción sufra caídas muy significativas. Este riesgo habría quedado mitigado si la decisión de inversión también hubiera tenido en cuenta el retorno vía dividendos. (Lynch, 1989).

En general, en esta filosofía se hace un análisis menos exhaustivo bottom-up es decir, compañía a compañía y se centra más top-down es decir, sectorial/tendencia. Esto es a veces, un inconveniente puesto que cuando hay menor rigor en el análisis se suelen producir más errores. (González, C., 2020).

Filosofía de inversión *Dividend Rich*

El objetivo del inversor que sigue la filosofía *dividend rich* es obtener el retorno de su inversión vía flujos estables y a poder ser crecientes de dividendos. (The financial Canadian, 2017).

El *management* de estas compañías hace el *capital allocation* poniendo el compromiso del pago del dividendo como prioritario y subordinando el resto de los usos del capital al mismo por lo que se le suele considerar “investors friendly”. (Tigue, J. Lisanti, J., 1996)

La estrategia de inversión basada en dividendos ha tenido seguidores siempre pero recientemente se ha incrementado el interés de los inversores por ella debido a varios factores:

- En primer lugar, el descenso de los rendimientos de la renta fija ha estimulado la búsqueda de rendimientos vía dividendos en renta variable ya que en la actualidad son mayores que los de la renta fija. Es por ello por lo que los rendimientos de la renta son una referencia muy importante en el análisis de la filosofía *dividend rich*.
- En segundo lugar, las carteras invertidas en empresa con un historial de dividendos estables y ligeramente crecientes han obtenido mejores rendimientos y con menos volatilidad que el mercado global de renta variable. Esto es así porque normalmente esas compañías son menos volátiles y sus *cashflows* tienen mayor visibilidad, por ejemplo porque se nutran de contratos muy a largo plazo (como es en el caso de Cellnex), estén en mercados regulados (somo son las empresas de redes y utilities) o se trate de activos concesionarios de larga duración (Ferrovial).

En el cuadro siguiente, vemos como el retorno en relación con la volatilidad ha sido mejor en las estrategias de renta variable *dividend rich*.

Ilustración 2. El rendimiento de las estrategias de inversión orientadas a dividendos



Fuente: Schlanger, T. Kesidis, S. *An analysis of dividend-oriented equity strategies* (2017)

Filosofía de inversión *Event Driven*

Esta filosofía de inversión busca aprovecharse de las situaciones en las cuales los precios de cotización no reflejan correctamente el valor verdadero de la compañía porque se puede producir un acontecimiento que le va a afectar directa o indirectamente. Se trata de eventos corporativos en los que generalmente existe incertidumbre sobre el resultado del suceso pero que se espera que tenga lugar relativamente pronto.

Algunos ejemplos de eventos que puedan afectar al precio de la acción son las reestructuraciones, las fusiones/adquisiciones, las escisiones y las quiebras, los cambios regulatorios, entre otros. Las metodologías de valoración que se emplean en estas filosofías de inversión varían en función del tipo de hito que se espere.

Por ejemplo, si se espera una OPA o una adquisición los analistas estudiarían la posibilidad de que esta se produzca basándose en muchos factores entre ellos, que se trate de un sector

en que esté habiendo consolidación o la adecuación entre los servicios que ofrecen ambas empresas. También analizarán como repercutirá en el precio de las acciones de la compañía. En caso de que existiría un alto potencial de subida, comprarán acciones para venderlas una vez ajustado el precio de las acciones.

Otro ejemplo es el caso de que se esperase un cambio regulatorio se estudian los impactos y las sensibilidades al mismo, analizarán cuáles son las regulaciones de los países del entorno y/o quién puede salir beneficiado o perjudicado, entre otros.

(Kenton, 2019)

4.2 Personajes influyentes y sus aportaciones a las filosofías tradicionales de inversión

Thomas Rowe Price, Jr. es conocido como el padre de la filosofía de inversión *growth*. En 1950, Price creó el *T. Rowe Price Growth Stock Fund*, el primer fondo de inversión que ofreció su empresa de asesoramiento, T. Rowe Price Associates. Este fondo emblemático tuvo un crecimiento medio anual del 15% durante 22 años. En la actualidad, el Grupo T. Rowe Price es una de las mayores empresas de servicios financieros del mundo.

Otra significativa aportación a la filosofía *growth* fue la del inversor Philip Fisher con su libro *Common Stocks and Uncommon Profits (Acciones ordinarias y beneficios extraordinarios)*. Haciendo hincapié en la importancia de la investigación, especialmente a través de la creación de *network*, sigue siendo una de las cartillas de la filosofía “growth” más divulgados hoy en día.

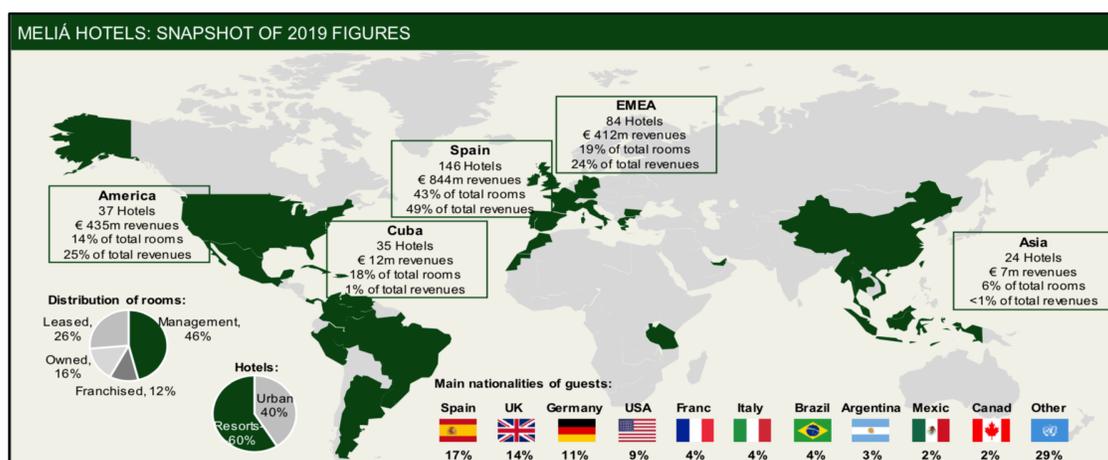
En cuento a la filosofía *dividend rich*, podemos destacar a Joseph Tigue, autor de varios libros en defensa de esta filosofía como son “The Dividend Rich Investor” y “Building Wealth with Dividend Stocks”.

5. Análisis de Meliá

Como ejemplo de empresa susceptible de análisis por varias de las filosofías de inversión y que podría ser *target* de estas, analizaremos Meliá. La razón por la que se elige esta compañía para analizar es porque considero que presenta algunas de las características que buscan las filosofías que estamos estudiando en este trabajo. Por ejemplo, que se trate de un negocio familiar (relevante para la filosofía *value*), que se encuentre en un sector en crecimiento como es el turismo (relevante para la filosofía *growth*), que haya repartido dividendos los últimos años (relevante para la filosofía *dividend rich*), o que recientemente se hayan producido fusiones y adquisiciones en la industria en la que se encuentra (relevante para la filosofía *event driven*). Procederemos por tanto, al análisis de esta conforme a cada una de estas filosofías.

Meliá es una cadena hotelera familiar española que cuenta con sesenta años de experiencia en el sector. Se trata de la mayor compañía hotelera de España, la tercera de Europa y la vigesimooctava del mundo. Además, es considerada líder en América Latina, el Caribe y en resorts y segmentos de ocio y negocio (*bleisure*) en todo el mundo. Está compuesta por alrededor de 390 hoteles en más de 40 países. A continuación podemos ver un mapa con las localizaciones de estos.

Ilustración 3. Presencia mundial de Meliá en 2019



Fuente: Alantra Equities

Como podemos observar en la tabla de abajo, este número de hoteles y habitaciones está repartido en hoteles en propiedad, en alquiler, franquiciados y en algunos casos únicamente se encargan gestionados por Meliá.

Tabla 1. Cartera hotelera de Meliá en 2018 y 2019

	Cartera Actual			
	2019		2018	
	Hoteles	Habs.	Hoteles	Habs.
HOTELES GLOBALES	326	83.778	329	83.253
Gestión	128	38.509	129	37.556
Franquicia	47	10.048	47	9.714
Propiedad	43	13.128	45	13.735
Alquiler	108	22.093	108	22.248

Fuente: Presentación de resultados 4Q2019

5.1 Análisis conforme al estilo *value*

5.1.1 Análisis Cualitativo

a) Accionistas

En primer lugar, es fundamental realizar un análisis de la base accionarial, es decir, de quienes son los propietarios de la compañía. Para la filosofía *value*, el hecho de que la empresa tenga un accionista mayoritario, un propietario, es especialmente positivo ya que, pone su dinero a riesgo de la compañía, implica un interés real y verdadero de que la compañía sea fructífera y no cese de obtener rentabilidades y buenos márgenes. En cambio, si se tratara de una compañía cuyos accionistas estuvieran muy diluidos, suele significar que no hay una persona física o jurídica que se esté “jugando” su dinero, o al no haber una familia detrás del negocio, no suele haber la misma implicación porque la compañía salga adelante u obtenga las mejores rentabilidades. (Lynch, P. One up on Wall Street, 1989).

También puede ser relevante porque el perfil de los accionistas mayoritarios y su aversión o su apetito al riesgo determinan también el perfil de la compañía. Del mismo modo, también

puede ser relevante si existen inversores institucionales con una importante presencia en el capital ya que se entiende que han realizado un análisis exhaustivo previo e inspira confianza a futuros inversores. En el caso de Meliá, esto es un factor relevante porque tiene un accionista mayoritario que es la familia Escarrer.

A continuación podemos ver los accionistas mayoritarios de la compañía en cuestión:

Tabla 2. Estructura accionarial de Meliá en 2019

Denominación	% de derechos de voto atribuidos a las acciones			% de derechos de voto a través de instrumentos financieros	% de derechos de voto total	
	% Total (A)	% Directo	% Indirecto	% (B)	(A+B)	F.Registro Entrada CNMV
ACCION CONCERTADA	48,954	0,000	48,954	0,000	48,954	28/09/2020
ESCARRER JULIA, GABRIEL	5,388	0,000	5,388	0,000	5,388	22/09/2020
GLOBAL ALPHA CAPITAL MANAGEMENT LTD.	3,020	0,000	3,020	0,000	3,020	12/12/2019
HOTELES MALLORQUINES ASOCIADOS, S.L.	13,763	13,763	0,000	0,000	13,763	18/09/2020
HOTELES MALLORQUINES CONSOLIDADOS, S.L.	24,365	24,365	0,000	0,000	24,365	21/09/2020

Fuente: CNMV

Como podemos apreciar en la tabla expuesta *ut supra*, el fundador posee a título personal y de forma directa un 5,4% de la totalidad de las acciones de Meliá. Si luego analizamos las Sociedades Limitadas que son accionistas relevantes vemos que Hoteles Mallorquines Consolidados ostenta un 24,365% de la compañía y se trata de una sociedad compuesta por los seis hijos de Gabriel Escarrer Julia, fundador de Meliá. En cuanto a Hoteles Mallorquines Asociados, S.L., se trata igualmente de una sociedad de la que participan los seis hijos Gabriel Escarrer Julia. Todo esto implica que aproximadamente 5.4% pertenece a Gabriel Escarrer Julia (fundador de Meliá) y entorno al 48.9% pertenece a su familia. Todo ello implica que la familia posee directa o indirectamente el 54% de la compañía, lo cual es muy buen indicador. lo cual supone que ostenten control de la compañía.

A lo largo de la historia, ha quedado probado que las compañías que tienen una familia detrás han obtenido mayores rentabilidades y mejores retornos sobre el capital. ¿Por qué van estos

factores ligados? Bien pues como es evidente, los gestores de una empresa familiar tienden a invertir en esta con el objetivo de obtener el mayor beneficio posible ya que son sus máximos accionistas. Entre las decisiones más comunes que impulsan ese mayor beneficio encontramos una menor aversión al riesgo a la hora de invertir, retribuciones coherentes, menor nivel de endeudamiento y mayor prudencia en la gestión. A menudo las compañías grandes vinculan las retribuciones a variables que no necesariamente supongan una creación de valor, como puede ser un incremento en la contratación o un crecimiento de ventas lo cual está lejos de la creación de valor para los accionistas. En palabras de Gabriel Escarrer: “*La identificación de la familia con la marca y los productos induce una mayor preocupación por la calidad, y un mayor orgullo de pertenencia y vinculación con la empresa*”. (Renta 4 Gestora, 2016).

b) *Management:*

En cuanto al *management*, en primer lugar, es de vital importancia conocer lo mejor posible a las personas que dirigen la compañía. Tanto a los gestores (CEO, CFO, CIO...), como a los miembros del Consejo de Administración (consejeros dominicales e independientes). Con el objetivo de conocer mejor la trayectoria de estas personas, a qué se han dedicado anteriormente, si han sido o son miembros del consejo de alguna compañía por si existiera algún tipo de conflicto de interés, si tienen alguna vinculación con alguna compañía que haya sido un éxito o un fracaso (por ejemplo con casos de corrupción), o incluso si ha trabajado o tiene algún tipo de contacto con el gobierno.

A continuación analizaremos el Management de Meliá.

Gabriel Escarrer Juliá es el presidente no ejecutivo. Fundador del grupo Meliá (1956) y al frente de la compañía hasta 2016 cuando renunció a su papel ejecutivo, conservando su puesto en el consejo. A lo largo de su liderazgo Meliá logro expandirse al Caribe y al sur de Asia, convirtiéndose en una cadena de referencia. El Sr. Escarrer ha recibido numerosos premios reconociendo su duro trabajo y éxito profesional.

Gabriel Escarrer Jaume, hijo del fundador, es desde 2009 vicepresidente y Consejero Ejecutivo del grupo. Tras formarse en una de las mejores universidades del mundo en finanzas, Wharton, trabajó en el prestigioso banco de inversión, Salomon Brothers. Se valora muy positivamente que haya trabajado en otros sitios antes de tomar las riendas del negocio familiar, adquiriendo experiencia, además Wharton es una de esas escuelas en las que solo entran los alumnos más brillantes. Su toma de posesión ha supuesto para el negocio un proceso de transformación digital y cultural, posicionando sus activos entre los mejores del mundo. Escarrer hijo ha sido valorado como uno de los mejores gestores empresariales de España.

El equipo directivo, entre otros, está compuesto por Pilar Dols como Chief Financial Officer desde 2013. El cargo de responsable mundial de las operaciones hoteleras, Chief Operating Officer (COO, en adelante) lo ostenta André Gerondeau, el cual cuenta con 24 años de experiencia en la compañía. Y como responsable del área inmobiliaria (Chief Real Estate Officer) a Mark Hoddinott, al igual que el COO, suma una veintena de años en Meliá y previamente ostento cargos directivos en el sector inmobiliario y hotelero. Estos directivos cuentan con muchos años en la empresa a sus espaldas, lo cual puede ser positivo pues conocen perfectamente el negocio, mucha experiencia y confianza, pero también puede ser negativo ya que en muchas ocasiones es importante renovar la cúpula y que profesionales con experiencia en otras compañías aporten sus conocimientos.

Entre los miembros del consejo encontramos a:

María Antonia Escarrer Jaume, hija del fundador, representante persona física de Hoteles Mallorquines Consolidados.

Alfredo Pastor Bodmer, exMIT personaje muy influyente en el mundo de los negocios ocupando puestos en muchos consejos de administración.

José María Vázquez-Pena Pérez, abogado que proviene del ámbito de las energías (Fenosa, Gas Natural...).

Francisco Javier Campo, ha ocupado altos cargos en empresas de retail y consumo (Día, Carrefour, Grupo Cortefiel, Grupo Zena) y además es y ha sido miembro de numerosas

compañías entre ellas destacaría Bankia (al haber pasado por varias vicisitudes convendría analizar la trayectoria de este consejero en relación con Bankia).

Juan Arena de Mora, ingeniero de ICAI, ex CEO de Bankinter, consejero de Ferrovial, Almirall, UBS, Prisa y muchas otras.

Carina Szpilka, ex CEO de ING, en Meliá, además de en Grifols y ABANCA, es parte de la Comisión de Auditoría y Cumplimiento y la Comisión de Nombramientos, Retribuciones y Responsabilidad Social Corporativa. Este último dato es muy importante y positivo ya que al encargarse de la retribución, algo al que los gestores *value* le dan mucha importancia, en más compañías es un indicativo de que es objetiva y profesional.

Fernando d'Ornellas, ha ostentado altos cargos en Johnson & Johnson, el Grupo Bergé (CEO de Chrysler, KIA, Mitsubishi) además de haber sido consejero de ENDESA, GPIAC y WILLIS Iberia, entre otros.

Cristina Henríquez de Luna CEO de GSK en España, vicepresidenta de la Fundación de Ciencias de la Salud y vicepresidenta de Farmaindustria, anteriormente ha sido directora financiera de Procter & Gamble.

El fin de este análisis es a través del *background* de cada uno, tratar de predecir si estas personas son las adecuadas para el papel que desarrollan en la compañía y sobretodo, si tomarán las decisiones de manera objetiva, buscando lo más acertado para el negocio y sus inversores. Si han generado valor. Como hemos podido comprobar, los gestores de Meliá a lo largo de los años han generado valor y han demostrado que una empresa familiar también puede estar bien gestionada. Además, el consejo está compuesto por personas con diferentes perfiles, con mucha experiencia y muy respetados por los mercados, lo cual es muy importante para nosotros como futuros inversores. (Meliá Hotels International. Corporate Governance, Members of the Board of Directors, 2020).

c) Sector: barreras, regulación, competidores

En cuanto al **sector**, es de vital importancia analizar su madurez, sus expectativas de crecimiento, si cuenta con muchos competidores, tratar de analizar si existen barreras de

entrada y de salida, como ha ido el sector en los últimos años, cómo les ha ido a sus participantes, etc.

Un factor muy relevante a la hora de decantarse por un sector u otro son las **barreras de entrada**. En el sector hotelero en el que se encuentra Meliá, denominado *Upper Midscale* podemos encontrar las siguientes barreras de entrada.

- En primer lugar, la gran necesidad de tener know-how industrial, saber como operar un hotel, una experiencia dilatada. No es un negocio fácil de gestionar y menos en la categoría en la que se encuentra Meliá, donde prima la calidad en el servicio y en las instalaciones.
- En segundo lugar, es vital tener un buen canal de distribución propio (web) que, paulatinamente, vaya capturando los clientes provenientes de OTAs (Online Travel Agencies) y *Tour operators* (TOs). Esto derivará en una mayor rentabilidad pues de esta manera la cadena se ahorraría las altas comisiones que paga por cliente capturado fuera de su canal propio. De acuerdo con Flecha, M. (2016). El papel de las OTAs en el proceso de distribución de las cadenas hoteleras españolas. Estimo que tanto OTAs como TOs cobran un 20-25% del ticket que cobra Meliá por cliente. (Essic Market Economics and Business Journal, 2018).
- En tercer lugar, el tamaño. Para poder escalar el negocio es necesario contar con grandes infraestructuras, un gran numero de activos que permita a través del uso de los mismos recursos, reducir los costes e incrementar la eficiencia. Además, es esencial contar con un buen *loyalty program*, es un método efectivo de contar con clientes leales y afiliados a la cadena. Es fundamental formar parte de una alianza o tener una cadena formada por muchos hoteles en muchas localizaciones que me permita fidelizar a los clientes allá donde vayan con una experiencia de cliente reconocible. Ya que los usuarios ya saben que no importa el destino que sea, conoce la calidad que van a encontrar en el hotel, lo cual supone que los usuarios sean recurrentes. Por ejemplo, una persona que viaja por trabajo y es miembro del club de

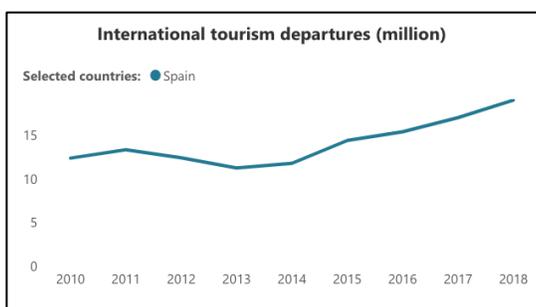
Meliá a la hora de hacer un viaje en el futuro (sea profesional o familiar) normalmente optará por ir a la cadena donde le premien y con los que tenga confianza y haya tenido una buena experiencia en el pasado.

- Además es trascendental tener una marca, la cual te permita destacar entre las numerosas posibilidades que existen y tener un reconocimiento, nuevamente, sobretodo en la clasificación en la que Meliá ofrece sus servicios.

(Alantra Equity Research. Meliá 1H2019).

Para conocer si en este sector existe o no un potencial *risk of disruption* (riesgo de disrupción). Un analista *value* estudiará la tendencia de viajar de los últimos diez años, cuantos turistas viajan al año y si es porcentaje está *in crescendo* o *in di minuendo*. Como podemos observar en el gráfico, lejos de haber un riesgo de disrupción nos encontramos con lo que los anglosajones denominan: “*structural growth*”. Numerosos estudios demuestran que entre la población de los países desarrollados cada vez es más común viajar y cada vez se destina un mayor porcentaje del ahorro de los individuos al viaje y ocio.

Ilustración 4. Evolución del turismo internacional en España



Fuente: World Tourism Organization (UNWTO).

Por tanto, la única verdadera amenaza que podemos prever es el riesgo de quedarte atrás tecnológicamente y que por falta de reformas periódicas, tus hoteles se queden obsoletos, anticuados.

Por último, no debemos obviar la todavía latente pandemia causada por el COVID-19. Esta situación supone un grave problema para el sector hotelero, y por ende para Meliá. Estamos viviendo una época de crisis económica y el turismo está sumamente ligado a la bonanza económica, al no ser un servicio necesario, es de los gastos de los que primero se prescinden en las familias y compañías. Además, el número de clientes que Meliá acogía por motivo de viajes de negocios va a disminuir notablemente. El COVID-19 va a generar un cambio en la cultura de trabajo, en el llamado: “*corporate level*”, si bien antes de la pandemia era muy común realizar viajes con el motivo de reuniones de trabajo, ahora tras todo un año adaptándonos al remoto y obteniendo en general resultados positivos, esta costumbre se va a ver eclipsada por las reuniones virtuales. Si bien es verdad que los hoteles de Meliá no están especializados en hoteles urbanos (salvo localizaciones turísticas), aminorando por tanto ese daño a la compañía.

Por otro lado, el nivel adquisitivo del cliente medio de Meliá es superior a la media y por tanto, no va a verse tan afectado en ese aspecto. Asimismo, podemos añadir que la prohibición de viajar durante tanto tiempo ha incrementado el deseo de viajar vacacionalmente.

En relación con la **regulación** que afecta al sector, teniendo en cuenta que la regulación normalmente cambia con mucha frecuencia, hay que estar siempre al día. Además, hay que saber si se trata de un mercado muy regulado o en cambio existe libertad a la hora de gestionar los negocios. En el sector hotelero, es de particular relevancia la regulación de los apartamentos turísticos (Airbnb). Un menor control de este negocio (seguridad, calidad, precios) favorecería su expansión intensificando su competencia contra el sector hotelero. Cabe destacar que en los últimos años, el control sobre el alquiler vacacional ha ido creciendo en diferentes localidades de España, como en Barcelona donde se están imponiendo límites al tiempo de estancia y mayor rigor en la seguridad de los establecimientos.

En cuanto al análisis de la **competencia** de Meliá debemos distinguir entre aquellas cadenas españolas, las internacionales y aquellas que combinan ambas geografías, siendo estas últimas su mayor competencia.

De entre las cadenas españolas, Meliá es el mayor grupo hotelero español por número de habitaciones (82.000) y gestiona 325 hoteles. Le siguen Barceló (57.000 habitaciones, 251 hoteles), Riu (48.000, c.100) e Iberostar (36.000, 104). Los tres competidores, son compañías familiares, cuentan con presencia en España y el Caribe (Cuba, República Dominicana y México) y además se trata de hoteles de lujo enfocados al turismo de ocio, normalmente resorts con amplias instalaciones, lo cual coincide con el negocio de Meliá y les hace sus rivales más directos. Sin embargo, ninguno de los anteriores, cotiza en bolsa. En cuanto al ranking mundial, la mayor cadena es Marriott, cuenta con 1.348.532 habitaciones distribuidas en un total de 7.163 hoteles. (Arroyo, R., 2021)

d) Negocio

Esta sección del análisis consiste en entender en qué consiste el negocio y cual es su cadena de valor. Saber exactamente a que se dedica la empresa y conocer todo su ecosistema. Puede ayudar a descubrir posibles riesgos, competidores (en los últimos años, quien lo ha hecho mejor, quien lo ha hecho peor...).

Meliá es la tercera mayor cadena hotelera en Europa operando en 40 países con un sesgo hacia los destinos vacaciones, los cuales suponen aproximadamente el 70% de su EBIT, frente a los hoteles urbanos. Como podemos observar en la tabla de *current portfolio & pipeline* publicada por la compañía en su informe anual, entorno al 15,7% del total de sus habitaciones está bajo su propiedad, el 26,4% está en alquiler y el 58% bajo contratos de gestión y franquicia.

Tabla 3. Cartera actual de Meliá

CURRENT PORTFOLIO & PIPELINE																	
	CURRENT PORTFOLIO				PIPELINE												
	YTD 2020		2019		2021		2022		2023		Onwards		Pipeline		TOTAL		
	H	R	H	R	H	R	H	R	H	R	H	R	H	R	H	R	
AMERICA	37	11,171	37	11,521	1	498							1	498	38	11,669	
Owned	16	6,403	16	6,406											16	6,403	
Leased	2	549	2	549											2	549	
Management	17	3,933	17	4,280	1	498							1	498	18	4,431	
Franchised	2	286	2	286											2	286	
CUBA	32	13,916	35	14,781	1	401	3	523					4	924	36	14,840	
Management	32	13,916	35	14,781	1	401	3	523					4	924	36	14,840	
EMEA	82	16,664	84	15,984	8	1,916	6	1,730	6	711	2	430	22	4,787	104	21,451	
Owned	7	1,395	7	1,397											7	1,395	
Leased	35	5,926	37	6,211	5	1,249			2	197			7	1,446	42	7,372	
Management	8	812	9	858	3	667	6	1,730	1	140	1	250	11	2,787	19	3,599	
Franchised	32	8,531	31	7,518					3	374	1	180	4	554	36	9,085	
SPAIN	141	35,052	146	36,078	3	1,210	4	908					7	2,118	148	37,170	
Owned	20	5,328	20	5,325											20	5,328	
Leased	66	14,509	69	15,333	1	164							1	164	67	14,673	
Management	42	13,104	43	13,176	2	1,046	4	908					6	1,954	48	15,058	
Franchised	13	2,111	14	2,244											13	2,111	
ASIA PACIFIC	25	5,773	24	5,414	7	1,523	5	1,239	2	568	2	695	16	4,025	41	9,798	
Management	25	5,773	24	5,414	7	1,523	5	1,239	2	568	2	695	16	4,025	41	9,798	
TOTAL OWNED HOTELS	43	13,126	43	13,128									8	1,610	111	22,594	
TOTAL LEASED HOTELS	103	20,984	108	22,093	6	1,413			2	197			8	1,610	111	22,594	
TOTAL MANAGEMENT HOTELS	124	37,538	128	38,509	14	4,135	18	4,400	3	708	3	945	38	10,188	162	47,726	
TOTAL FRANCHISED HOTELS	47	10,928	47	10,048					3	374	1	180	4	554	51	11,482	
TOTAL MELIÁ HOTELS INT.	317	82,576	326	83,778	20	5,548	18	4,400	8	1,279	4	1,125	50	12,352	367	94,928	

Fuente: Meliá Anual Report 2020

El modelo de negocio de Meliá en los últimos años ha estado orientado hacia la gestión de los hoteles que operan bajo su marca, consiguiendo por tanto evadirse de llevar a cabo grandes inversiones en la propiedad o arrendamiento de los inmuebles. Además, en la estrategia de la compañía queda reflejado el foco puesto en la internacionalización y transformación digital. (Redacción Tourinews, 2018)

Entre sus ventajas competitivas podemos destacar, en primer lugar, sumamente importante, la situación y valoración con la que cuenta su portfolio hotelero que prácticamente ha sido renovado en su totalidad, ya que desde 2015 se realizó una inversión de más de 750 millones de euros.

Además, en segundo lugar, la liquidez suficiente que le ha permitido sobrevivir a la brutal crisis que ha traído el COVID-19. A finales de diciembre 2020, la posición de liquidez (incluidos los activos líquidos y las líneas de crédito no utilizadas) asciende a 316 millones de euros.

En tercer lugar, su prolongada presencia, en torno a 30 años, en el mercado asiático les ha aportado un *know-how* muy superior al de sus competidores que recientemente se han incorporado a este mercado y que resulta ser el de mayor potencial para el turismo internacional. Asimismo, como puntualiza Gabriel Escarrer: “*nuestros sólidos vínculos con importantes grupos financieros e inmobiliarios en la región, como Greenland China, TCC-Land, de Tailandia, o Aurelian Land SDN BHD en Malasia, nos dotan de una ventaja competitiva fundamental para crecer en esta parte del mundo*”.

Por último, al tratarse de una firma familiar, transmiten un nivel de compromiso, lo cual es de gran utilidad, a la hora de realizar acuerdos con propietarios de América latina o Oriente Medio donde también son negocios familiares.

e) Maquillaje financiero (*Financial Shenanigans*)

Los *Financial Shenanigans* son aquellos actos planeados para dar una imagen distinta de los verdaderos resultados o la posición financiera de una empresa o entidad. Estos “falseamientos contables” pueden ir desde infracciones relativamente menores que implican simplemente una interpretación poco rigurosa de las normas contables hasta un fraude desmesurado perpetuado durante muchos años.

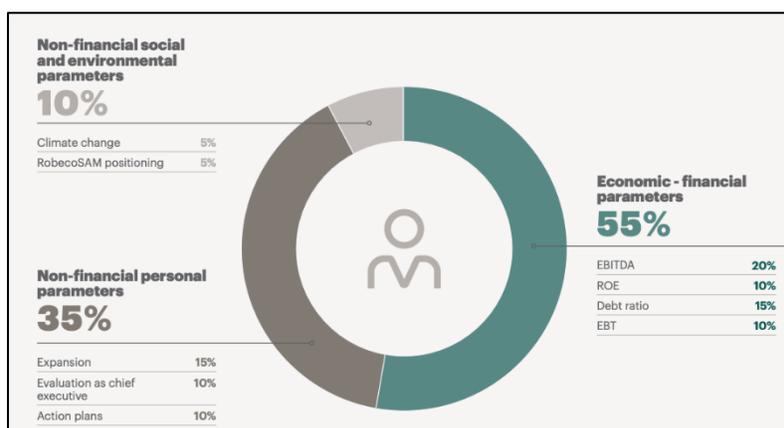
Remuneración:

Para los gestores que siguen la filosofía *value* es de vital importancia que los intereses de aquellos encargados de tomar las decisiones de la compañía estén completamente alineados con los de los inversores. Esto ocurre así, por ejemplo, si los incentivos de los directivos están vinculados al beneficio neto, al EBITDA o a los dividendos. Sin embargo, no ocurre lo mismo si dichos incentivos están vinculados a la facturación y no tienen en cuenta los márgenes o el EBITDA. Es relevante por lo tanto, que su compensación no dependa de parámetros que los propios interesados puedan modificar o maquillar en su beneficio. Cuando la compensación depende de parámetros aparentemente objetivos como es el EBITDA resulta más complejo de maquillar. Sin embargo, en ocasiones ese EBITDA también puede

ser objeto de maquillaje cuando se habla de EBITDA ajustado cuando dichos ajustes se realizan para favorecer un grado de consecución de incentivos mayor.

En el caso de Meliá, la remuneración del CEO en el informe anual de 2019 presentaba la siguiente composición:

Ilustración 5. Parámetros de los que depende la remuneración del CEO de Meliá en 2019



Fuente: Informe anual de Meliá 2019

Como presenta el gráfico el 55% del sueldo del consejero delegado depende de ratios financieros, todos ellos sin ser ajustados. Además, el 15% del sueldo depende de la ratio de deuda lo cual es muy positivo a la hora de determinar si sus intereses están verdaderamente alineados con los de los accionistas.

En cuanto a la remuneración del equipo directivo, en el cuadro que presenta Meliá en el Informe Gestión y Cuentas Anuales consolidadas de 2020 podemos percibir como de manera voluntaria y en línea con las pérdidas que ha sufrido la compañía por la pandemia del COVID19, se ha visto reducida su retribución fija en un 50% durante cuatro meses, desde mediados de marzo, y un 25% hasta el 31 de diciembre de 2020.

Una manera de comprobar que la compensación del Consejero Delegado no es desmesurada es calculando el porcentaje de EBIT que supone. En 2019 el EBIT fue de 223 millones de euros y la retribución total del Consejero Delegado fue de 2,5 millones de euros, por lo tanto,

un 1% del total del EBIT lo cual no parece desorbitado. Además, también sería útil compararlo con la retribución de sus principales competidores. Aunque no tenemos muchas referencias de empresas del mismo sector cotizadas podemos tomar los ejemplos de Marriott o NH aunque no sea exactamente el mismo negocio de Meliá si podemos tomar la información. Según el informe anual de 2019 de Marriott el EBIT de la compañía fueron 1,8 billones de dólares y la remuneración total del Consejero Delegado 13,4 millones de dólares. Y según el informe anual de NH, el EBIT de la compañía fue 274,8 millones y la remuneración del CEO fue de 1,507 millones. Por tanto un 0,74% de Marriot y un 0,55% de NH que no dista mucho del 1% de Meliá.

Tabla 4. Remuneración de los gestores de Meliá en 2019 y 2020

(En miles de €)	2019						2020					
	SUELDO	RETRIBUCIÓN FIJA	DIETAS	RETRIBUCIÓN VARIABLE A CORTO	RETRIBUCIÓN VARIABLE A LARGO	TOTAL	SUELDO	RETRIBUCIÓN FIJA	DIETAS	RETRIBUCIÓN VARIABLE A CORTO	RETRIBUCIÓN VARIABLE A LARGO	TOTAL
Consejero Delegado	761	22	32	434	1.251	2.500	578	22	32	-	-	632
Consejeros No Ejecutivos		237	608			845		206	549			755
Alta Dirección		1.930		679	2.229	4.838		1.467		-		1.467
Total	761	2.189	640	1.113	3.480	8.183	578	1.695	581	-	-	2.854

Fuente: Informe anual de gobierno corporativo 2019 Meliá

Auditoria externa:

La auditoria externa es la institución encargada de asegurarse que los estados financieros de la compañía que auditan, en este caso Meliá, son un fiel reflejo de la realidad de los negocios de la compañía. Es decir, en parte es quien se asegura de que Meliá no está cometiendo *Shenanigans* financieros. Por ello, es relevante conocer si se trata de una firma respetada, como sería una *big four* y la cuantía de años que lleva auditando las cuentas de Meliá. En caso de que llevase muchos puede alarmar a los analistas puesto que puede significar que se ha establecido una relación entre auditora y compañía más allá de la profesional, dando pie a una menor objetividad en el análisis de las cuentas.

Sin embargo, en el informe anual de gobierno corporativo que Meliá debe presentar a la CNMV consta que recientemente han cambiado de auditor, ambos pertenecen al grupo de

las. Y tanto el saliente: PricewaterhouseCoopers, S.L. y como el entrante: Deloitte, S.L. pertenecen al grupo de las *big four*. En este mismo informe detallan que Deloitte será su auditor por tres años lo cual se considera un tiempo prudente y acertado. Y además, Meliá presenta información muy detallada acerca de otros servicios que Deloitte presta a Meliá más allá de la auditoría, así como el importe que suponen, y añade que la propia compañía cuenta con un listado de servicios no permitidos y que son siempre sometidos a votación en la Comisión de Auditoría y Cumplimiento. (*Informe Anual de Gobierno Corporativo Ejercicio, 2019*).

Tabla 5. Importe pagado por Meliá a Deloitte en 2019

	Sociedad	Sociedades del Grupo	Total
Importe de otros trabajos distintos de los de auditoría (miles de euros)	150,28	48,5	198,78
Importe trabajos distintos de los de auditoría / Importe trabajos de auditoría (en %)	39,55%	7,03%	18,58%

Fuente: Informe anual de gobierno corporativo 2019 Meliá

Autocartera:

La autocartera es una cuantía que también debe estudiarse ya que puede dar información muy útil. Se trata de las acciones que una empresa compra de sí misma. Normalmente, la compraventa de acciones propias por parte de una empresa se realiza con el fin de estabilizar la cotización de sus acciones. Sin embargo, en tiempos de crisis en los que la acción se desploma, que las personas que mejor conocen el negocio es decir, sus directivos compren es una señal muy positiva. Ya que al invertir una cantidad relevante de los recursos de la empresa en acciones propias en lugar de destinarlo al negocio real quiere decir que piensan que sus acciones están cotizando a un precio inferior conforme a su valor fundamental. Es relevante mencionar que cuando una compañía compra sus propias acciones las retira de circulación realizando una presión al alza de su cotización que puede realizarse para que el

mercado reaccione y compre cuando no siempre significa que su valor sea superior a su precio.

En el caso de Meliá, y siguiendo el análisis de las cuentas de 2019 podemos ver que la autocartera pesa un 1,5% sobre el capital social.

Tabla 6. Autocartera de Meliá en 2019

Número de acciones directas	Número de acciones indirectas (*)	% total sobre capital social
3.440.825	N/A	1,498%

Fuente: Informe anual de gobierno corporativo 2019 Meliá

Sin embargo, y aunque el 2020 no lo estudiemos como año de referencia porque la pandemia ha supuesto que sea un año poco significativo, es claramente un momento de crisis por tanto, observaremos si la compañía ha decidido destinar parte del capital a comprar acciones propias. En el informe anual de gobierno corporativo de 2020 presentado a la CNMV podemos ver que Meliá no altera su programa de recompra de acciones establecido años atrás, comprando únicamente lo que le corresponde a ese año, sin modificarlo por el desplome del precio de la acción.

Tabla 7. Autocartera de Meliá en 2020

A fecha de cierre del ejercicio:		
Número de acciones directas	Número de acciones indirectas(*)	% total sobre capital social
234.014		0,11

Fuente: CNMV

5.1.2 Análisis cuantitativo

a) Divisiones de negocio

Es importante saber exactamente cuánto se gana en cada línea de negocio, conocer más en detalle si todas ellas son rentables y qué porcentaje aportan a los ingresos totales de la compañía.

En el caso de Meliá, las líneas de negocio pueden quedar divididas en Hoteles y no hoteles. Los hoteles a su vez quedan subdivididos en tres variedades.

- *Own and lease:*

Se trata de hoteles en propiedad o en régimen de alquiler. Los hoteles en propiedad, denominados “own” son de Meliá y los incluidos en la categoría “lease” se encuentran en régimen de alquiler. Las modalidades de propiedad y de alquiler difieren únicamente en la existencia de arrendamientos anuales en los segundos, cuyos pagos tienen componentes fijos (generalmente indexado a la inflación) y variable (función de diferentes métricas de facturación y rentabilidad). Además, se incluyen los ingresos correspondientes a la restauración puesto que venden mayoritariamente paquetes conjuntos en los que el precio incluye comida y alojamiento lo cual haría impracticable una separación real de activos y pasivos asociados.

A la hora de contabilizar su cuenta de pérdidas y ganancias será igual que la total de Meliá. Cada cuenta de pérdidas y ganancias, y lo que implica: ingresos, costes... se incluirán en la cuenta de pérdidas y ganancias global de Meliá. (Meliá Hotels Internacional. *Informe de Gestión y Cuentas Anuales Consolidados 2019*. Página 399).

- *Management:*

Engloba a aquellos hoteles que Meliá tiene bajo gestión pero que no se encuentran ni en propiedad ni en alquiler. Es decir, el único cometido de Meliá es gestionarlos, de tal forma que les impone su marca y su modelo. Esta modalidad de negocio implicará para Meliá un ingreso adicional, los honorarios que cobran por la gestión el cual se calcula como un porcentaje de los ingresos del hotel y/o de la rentabilidad (gross operating profit GOP).

- Others:

En este servicio quedan incluidos todos ingresos adicionales del negocio hotelero, por ejemplo casinos o juegos recreativos.

En cuanto a la otra línea de negocio referida como “no hoteles” queda subdividido a su vez en tres líneas de negocio:

- Club Meliá (melia.com):

Implica todo aquello obtenido de la venta de derechos de uso compartido de unidades específicas de complejos vacacionales.

- El Real Estate:

En el informe anual de 2019 queda definido como aquel que recoge las plusvalías por rotación de activo así como las actividades de promoción y explotación inmobiliaria. Se trata de ingresos intracompañía, podrían definirse como una tasa que se le paga a este departamento por la gestión de la cartera de hoteles en propiedad.

- Costes de eliminaciones intracompañía y corporativo:

Engloba todos los costes ligados a la mediación y comercialización de las reservas. Además, se incluirán en este segmento aquellos costes corporativos del grupo no asignables a las categorías mencionadas supra.

A continuación podemos observar el desglose entre el total de las subdivisiones de hoteles y el *Real Estate*, Club Meliá y eliminaciones intracompañía y corporativo. Podemos ver como el mayor peso con diferencia en la compañía lo tiene la línea de negocio hotelera. Podemos observar que salvo el resultado referente a corporativo, en el cual sus ingresos son inferiores a sus gastos, obteniendo pérdidas en 2019, el resto de las líneas son rentables aunque unas con un margen mayor que otras.

Tabla 8. Líneas de negocio de Meliá

(miles de €)	División hotelera			Real Estate	Club Vacacional	Corporativos	Eliminaciones	Saldo 31/12/19
	Gestión hotelera	Negocio hotelero	Otros neg. vin.gestión hotelera					
CUENTA DE RESULTADOS								
Ingresos Operativos y plusvalías inmovilizado	299.012	1.545.374	66.596	20.844	91.305	124.883	(347.267)	1.800.748
Gastos Operativos	(199.261)	(1.139.747)	(60.526)	(7.646)	(78.336)	(163.990)	347.250	(1.302.255)
EBITDAR	99.751	405.627	6.071	13.198	12.969	(39.106)	(16)	498.494
Arrendamientos		(20.406)	(195)				17	(20.584)
EBITDA	99.751	385.221	5.876	13.198	12.969	(39.105)		477.909
Amortizaciones y deterioros	(5.743)	(227.344)	(1.457)	(223)	(864)	(19.486)		(255.116)
EBIT	94.008	157.877	4.419	12.975	12.105	(58.591)		222.794
Resultado Financiero								(72.786)
Rdo. Entidades Asociadas		3.607		(68)		2.764		6.303
Rdo. antes de impuestos								156.311
Impuestos								(34.632)
RESULTADO CONSOLIDADO								121.679
Rdo. atribuido a minoritarios								(8.781)
RESULTADO ATRIBUIDO A SOCIEDAD DOMINANTE								112.898

Fuente: Informe anual de Meliá 2019

b) Normalización de beneficios

A la hora de estimar los beneficios futuros es de vital importancia tener unos datos de partida comparables y no viciados por temas no recurrentes. Es por ello que a continuación vamos a proceder a detallar los diferentes ajustes *one-offs* (ingresos y gastos no recurrentes) que iremos aplicando a nuestra cuenta de pérdidas y ganancias. Destacamos:

- 1) Plusvalías por ventas de activos (*capital gains*): Son ingresos que se generan cuando se vende un activo inmobiliario por encima de su valor contable. Se reconocen por encima del EBITDA y, dado que no son de carácter recurrente, habrá que quitarlo. Como referencia, Meliá ha registrado 79 millones de plusvalías entre 2016 y 2019.
- 2) Al ser un negocio con activos inmobiliarios se ve sumamente afectado por la reciente normativa denominada IFRS16 que comenzó a aplicarse en 2018. Este cambio consiste en que obliga a capitalizar los alquileres que están contractualizados de manera que se genere un activo y un pasivo por el valor presente de dicha capitalización. Esto tiene un doble impacto, en la cuenta de pérdidas y ganancias y en el balance. En la cuenta de pérdidas y ganancias el gasto por alquileres que Meliá

reportaba anualmente se suprime y se subdivide en dos gastos (ambos por debajo del EBITDA): 1) amortización y 2) gasto financiero. Y en el balance, Meliá activará un derecho de uso “fijo” y una deuda por arrendamiento en el pasivo. Si bien estos cambios contables no afectan a la generación de caja, si afectan ópticamente en el EBITDA reportado y en la deuda reportada incrementándose ambos sustancialmente. Este ajuste tanto en el EBITDA como en la deuda solo hay que realizarlo para los años 2018 y 2019 de manera que sea posible compararlos con años anteriores.

Para estimar los alquileres con respecto al 2019, asumo que el perímetro de los activos se mantiene igual y, por tanto, multiplico la cuantía del año anterior por la inflación: 1,02.

En la tabla de abajo reflejamos los impactos mencionados con anterioridad a nivel EBITDA, que es el parámetro más importante.

Tabla 9. Ajustes por IFRS16 en el EBITDA de Meliá

MELIA	2015	2016	2017	2018	2019
Ventas	1.738	1.806	1.859	1.831	1.801
% inc.		4%	3%	-2%	-2%
EBITDA reportado	293	286	305	501	478
Ajuste IFRS16 (alquileres)				-174	-178
Ajuste plusvalías	-47	-6	0	-19	-7
EBITDA ajustado	246	280	305	308	293

Fuente: modelo propio

Datos: informes 4Q 2018 y 2019 de Meliá

Adicionalmente a estos ajustes pueden ser de notable importancia aquellas inversiones contabilizadas según el **método de participación**. Esto en el caso de Meliá es relevante por el número de compañías contabilizadas por este método, según se refleja en la tabla 10. El resultado de estas inversiones no se contabiliza en el EBITDA de la compañía pues como no tienen un control superior al 50% no están consolidadas. La mayoría de las veces, la valoración que hacemos de la compañía es muy distinta a su valor en libros, a sus fondos propios.

En el caso de Meliá, en la nota doce del informe anual de 2019 quedan reflejadas en una tabla todas las inversiones realizadas según el método de participación así como los movimientos que se hayan producido de un año a otro. A 2019, el saldo de la cuenta de puesta en equivalencia es de 121m€.

Tabla 10. Estado de las inversiones de Meliá según el método de participación

(miles de €)	%	Saldo 31/12/2018	Resultado 2019	Altas	Bajas	Dif.Cambio	Saldo 31/12/2019
Meliá Zaragoza, S.L.	50,00%		(1.377)	1.377			
Grupo Evertmel (*)	49,00%	24.205	(619)	8	(51)		23.543
Altavista Hotelera, S.A.	48,74%	30.365	720	290			31.375
Grupo Melcom (*)	50,00%	14.390	(12)	1.505	(2.668)		13.215
Grupo Producciones de Parques (*)	50,00%	32.200	461	4	(124)		32.541
Fourth Project 2012, S.L.	50,00%	3.164	329		(200)		3.293
Grupo Melia Hotels USA (*)	50,00%	450	(459)			13	4
Yagoda Inversiones, S.L.U.	50,00%	1	(3)	90			88
Sierra Parima, S.A.	50,00%		(68)	17.485		(197)	17.220
TOTAL NEGOCIOS CONJUNTOS		104.774	(1.029)	20.760	(3.043)	(184)	121.280
Homasi, S.A.	35,00%	51.524	3.447		(1.574)		53.398
Plaza Puerta del Mar, S.A.	20,01%	4.918	428	48	(283)		5.111
Grupo Promedro (*)	20,00%	5.955	862	25	(196)		6.647
Turismo de Invierno, S.A.	21,42%	3.544	115		(49)		3.610
C.P. Meliá Castilla	31,72%	5.004	2.195	21	(1.491)		5.729
C.P.Meliá Costa del Sol	21,18%	3.075	900	44	(801)		3.219
Jamaica DevCo S.L.	49,00%	568	(735)	166			
Grupo El Recreo (*)	19,94%	547			(2)		545
Inversiones Guiza, S.A.	49,85%	(5)	(3)	8			
Cibanco, S.A. IBM Fideicomiso El Medano	30,28%	5.920			(5.920)		
Hellenic Hotel Management	40,00%	(26)		26			
Mosaico BV	20,00%	648		20			668
Detur Panamá, S.A.	49,93%		(785)	922		(138)	
Grupo Starmel (*)	20,00%	1.602	(319)		(3)		1.280
Grupo Renasala (*)	30,00%	9.767	1.226	559	(325)		11.226
TOTAL ENTIDADES ASOCIADAS		93.041	7.332	1.839	(10.644)	(138)	91.431
TOTAL		197.817	6.302	22.599	(13.687)	(322)	212.711

Fuente: Informe anual de Meliá de 2019

Una de las métricas que utiliza la filosofía *value* y que combina alguno de los conceptos mencionados anteriormente, es el cálculo del beneficio neto normalizado. La forma para calcularlo es:

$$\text{Adj. EBITDA (ajustados por capital gains y no recurrentes)} - \text{CAPEX de mantenimiento} - \text{Gastos e Ingresos Financieros} - \text{Impuestos} - \text{Minoritarios}$$

El motivo por el que no se utiliza para el cálculo del beneficio neto normalizado la depreciación y amortización y si el CAPEX es porque se asume que la empresa amortiza

únicamente el importe que tienen que invertir recurrentemente para mantener el negocio (CAPEX de mantenimiento). En el caso de Meliá, es muy notable la diferencia entre el CAPEX de mantenimiento (suele suponer el 5-6% de las ventas) y el ritmo al que están depreciando los activos. Siendo esto último muy superior al primero.

En la tabla de abajo se recoge cual será el beneficio neto ajustado para Meliá. Hay que tener en cuenta que para dicho cálculo los gastos financieros para los años 2018 y 2019 están inflados por la aplicación de la normativa IFRS16. Por tanto, asumo que es similar a la del 2017 y tomo esa para los años siguientes ya que la deuda bancaria es similar en el periodo.

Tabla 11. Cuenta de pérdidas y ganancias de Meliá ajustada

MELIA	2015	2016	2017	2018	2019
Ventas	1.738	1.806	1.859	1.831	1.801
% inc.		4%	3%	-2%	-2%
EBITDA reportado	293	286	305	501	478
Ajuste IFRS16 (alquileres)				-174	-178
Ajuste plusvalías	-47	-6	0	-19	-7
EBITDA ajustado	246	280	305	308	293
Amortización	-119,4	-101	-125	-242	-255
EBIT Reportado	164	176	180	259	223
% inc.		7%	2%	44%	-14%
% ventas	9%	10%	10%	14%	12%
Financieros	-59	-30	-33	-69	-73
Impuestos	-61	-45	-41	-44	-35
tasa	-58%	-31%	-28%	-23%	-23%
Minoritarios	-5	0	-5	-5	-9
Beneficio neto	41	103	129	152	122
% inc.		154%	25%	18%	-20%
CAPEX de mantenimik	-104	-108	-112	-110	-108
% ventas	-6,0%	-6,0%	-6,0%	-6,0%	-6,0%
Beneficio neto norm.	17	97	115	116	108
% inc.		457%	19%	1%	-7%

Fuente: modelo propio
 Datos: informes anuales de Meliá

c) Flujos de caja

Una vez realizados los ajustes habituales en la cuenta de pérdidas y ganancias y en el balance, analizaremos los **flujos de caja**. Capacidad que tiene la empresa para generar caja para cumplir con sus obligaciones de pago y entre otras cosas atender el servicio de la deuda. Estos se descomponen en CFO, CFI y CFF. El flujo de caja operativo (CFO) recoge todo el dinero gastado o ingresado en actividades que están directamente relacionadas con la de la empresa. El flujo de caja de inversión (CFI) es aquel dinero empleado o ingresado tras

haberlo destinado a un producto que beneficiará en un futuro a la compañía (CAPEX y ventas/compras de activos). Y, por último, el flujo de caja financiero (CFF) es aquel ingresado o gastado como resultado de operaciones directamente relacionadas con la estructura de capital (deuda y patrimonio neto). (Kiziryan, M., 2017).

Por medio de los flujos de caja conocemos la variación de la caja neta de un año a otro, obtenemos cuál es la caja que genera la compañía (CFI-CFF). El CFO es el más importante de los flujos además incluye las variaciones del fondo de maniobra. Esta partida se calcula como: clientes + inventarios – proveedores

Tabla 12. Fondo de maniobra de Meliá 2015-19

MELIA	2015	2016	2017	2018	2019
Existencias	81	64	34	26	29
Deudores comerciales	254	275	271	249	194
Proveedores	397	460	443	453	424
Fondo de maniobra	-61	-120	-138	-177	-201

Fuente: modelo propio

Datos: informes 4Q 2018 y 2019 de Meliá

En el caso de Meliá, son importantes las partidas de clientes y proveedores.

La partida de clientes se encuentra desglosada en activos por contratos con clientes y deudores comerciales (NIF15: Norma contable). Para saber si los ingresos están un poco inflados se deberá mirar “activos por contratos con clientes”: la obra facturada, son aquellos ingresos que tenemos en balance pero que aún están pendientes de pago. Esta manera de contabilizar las ventas incrementa el EBITDA y provoca un mayor margen, lo cual posibilita una mayor facilidad a la hora de refinanciar la deuda. Sin embargo, llegará un momento en que ese activo desaparezca, produciendo una provisión muy significativa haciendo que disminuyan los fondos propios. (Campos. J, (2019) *¿Cómo trabaja el equipo de Análisis de AzValor?*)

En el caso de Meliá, los contratos con clientes se registran a medida que la Compañía satisface las obligaciones comprometidas con dichos clientes. Concretamente, la contabilización de su ingreso más común: “la venta de habitaciones y otros servicios

relacionados” se reconoce diariamente en función de los servicios prestados en lugar de reconocerlos en el momento de la reserva por todos los días directamente. De esta manera, los ingresos ya contabilizados al haberse devengado ya no sufrirán modificaciones. (*Informe de Gestión y Cuentas Anuales Consolidados 2019*).

d) Deuda, apalancamiento

A la hora de decantarse por una compañía es de vital importancia conocer previamente la deuda neta y el coste de esta, si esta a tipo fijo o variable, cuales son los plazos.

En el último trimestre del año, la deuda neta aumentó en 178,1 millones de euros, hasta alcanzar los 2.603,8 millones de euros a finales de diciembre, afectada por la incorporación de un nuevo hotel alquilado, así como por los efectos de la pandemia. (*Meliá Hotels International. Year end results 2020*).

En el informe anual 2019 se presentan los vencimientos de cada deuda con las entidades de crédito. Podemos ver a continuación, que los plazos de amortización son muy variados y por tanto, el plazo medio de la deuda es muy amplio en el tiempo, esto significa que Meliá no tiene presiones de devolución de deuda en el corto plazo.

Tabla 13. Pago de la deuda acordado con las entidades financieras

(miles de €)	2.020	2.021	2.022	2.023	2.024	> 5 años	Total
Préstamos bancarios	75.468	111.419	69.005	57.525	112.444	190.182	616.042
Préstamos hipotecarios	20.956	26.089	24.014	25.872	23.173	146.141	266.244
Pólizas de crédito	1						1
Pasivos por arrendamientos con entidades de crédito	915	726	328	7			1.976
Intereses	3.003						3.003
TOTAL	100.343	138.233	93.347	83.403	135.617	336.323	887.266

Fuente: informe anual Meliá 2019

Además, Meliá publica los saldos con cada una de estas entidades a 31 de diciembre de 2019 y podemos observar como va haciendo frente a sus deudas conforme a lo estipulado en sus acuerdos con cada entidad de crédito.

Tabla 14. Saldos de la deuda a 31 diciembre 2019

(miles de €)	31/12/2019			31/12/2018		
	Largo plazo	Corto plazo	Total	Largo plazo	Corto plazo	Total
Préstamos bancarios	540.574	75.468	616.042	404.533	71.072	475.605
Préstamos hipotecarios	245.288	20.956	266.244	313.440	39.434	352.875
Pólizas de crédito		1	1		125	125
Pasivos por arrendamientos con entidades de crédito	1.061	915	1.976	1.976	1.260	3.236
Intereses		3.003	3.003		3.175	3.175
TOTAL	786.923	100.343	887.266	719.949	115.066	835.015

Fuente: informe anual Meliá 2019

Uno de los objetivos en materia financiera de Meliá es mantener la ratio de deuda neta/Ebitda por debajo de dos veces y ratificando la firme voluntad de Meliá de mantener una saludable situación financiera.

Sin embargo, y debido al anteriormente mencionado ajuste contable (IFRS16), la deuda neta reportada de Meliá se vio impactada significativamente en 2018. Por tanto, y tal y como hemos hecho con el EBITDA, procederemos a ajustar la deuda, substrayendo a esta los pasivos por arrendamientos (*lease liabilities*).

Tabla 15. Ajustes por IFRS16 en la deuda neta de Meliá

MELIA	2015	2016	2017	2018	2019
Deuda neta reportada	654	503	594	1.885	2.028
Ajuste IFRS16				1.277	1.436
Deuda neta ajustada	654	503	594	608	592

Fuente: modelo propio
 Datos: informes 4Q 2018 y 2019 de Meliá

Además, un inversor *value* debe de estar siempre atento a los posibles litigios de la compañía ya que puede terminar siendo un pasivo oculto. Una manera de saber si la empresa está preparada para futuros litigios es si está correctamente provisionada. En el caso de Meliá, en 2019 provisionó para riesgos y gastos 29,81 millones de euros.

e) Parámetros y ratios

En todo análisis de negocio el analista debe identificar cuáles son los KPIs (*Key Performance Indicators*), se trata de los parámetros que miden la rentabilidad y la evolución operativa del negocio.

En la industria hotelera destaca el REV/PAR (*revenue per available room*) que es la multiplicación entre el ADR (*average daily rate*), que es el precio medio por habitación y la ocupación media. Como se puede ver en la tabla a continuación, el REV/PAR de Meliá en los hoteles en propiedad y en alquiler ha pasado de ser 74,45 en 2016 a 86,6 en 2019. Estos valores son propios del segmento donde opera Meliá, el *upper-mid scale* (o medio-alto). Es notable destacar que el incremento en el RevPar ha venido principalmente derivado de una subida en el precio medio y no como resultado de una mayor ocupación lo cual es siempre más sano y genera un mayor apalancamiento operativo.

Tabla 16. Desglose REV/PAR de Meliá 2015-19

	2015	2016	2017	2018	2019
REV/PAR	74,45	80,58	85,01	86,29	86,6
%inc.		8%	5%	2%	0%
ADR	105,2	112,5	119,3	119,8	123,0
%inc.		7%	6%	0%	3%
Occupancy rate	71%	72%	71%	72%	70%
%inc.		1%	0%	1%	-2%

Fuente: Modelo propio
 Datos publicados por Meliá

Adicionalmente a este parámetro específico de la industria, los analistas de la filosofía *value* se fijan principalmente en las diferentes ratios:

1. **ROCE** (*Return on Capital Employed*): Es el principal parámetro que miran los analistas para evaluar la rentabilidad y eficiencia de una compañía. Su cálculo es:

$$ROCE = EBIT / (\text{Capital empleado})$$

Donde:

EBIT: Earnings before interest and taxes

Capital empleado: Activos Totales - Pasivo Corriente

El cálculo del ROCE indica la cantidad de beneficio que genera una empresa por cada euro de capital empleado. Por tanto, cuanto más beneficio por cada euro pueda generar una empresa, mejor. Es decir, un ROCE más alto indica una mayor rentabilidad en la comparación de empresas. Si lo es se deberá comprobar si es porque hay una barrera de entrada, si es porque el ciclo acompaña o porque es una compañía poco intensiva en capital.

Esta ratio es muy útil a la hora de comparar los resultados de las empresas de los sectores intensivos en capital. Meliá no es muy intensiva en capital pero si que es superior a la media pues posee hoteles en propiedad.

Como podemos ver en la tabla pegada a continuación, el ROCE de los últimos años de Meliá está en torno al 12%.

Tabla 17. ROCE de Meliá 2015-19

MELIA	2015	2016	2017	2018	2019
Capital empleado	1.401	1.429	1.147	2.232	2.550
EBIT	164	176	180	259	223
ROCE	12%	12%	16%	12%	9%

Fuente: Modelo propio
Datos publicados por Meliá

2. Múltiplos de valoración. Los múltiplos son de vital importancia pues permiten conocer el valor de la compañía, compararla contra sus competidores y contra los múltiplos históricos. Un analista *value* se fijará especialmente en aquellas compañías que estén cotizando a unos múltiplos por debajo de los históricos y/o por debajo de los competidores pues esto, “caeteris paribus”, será lo que indique que la compañía está “barata” en absoluto y/o en relativo. Las definiciones de algunos de estos múltiplos son:

- EV/EBITDA: con el objetivo de aislar la valoración de la acción la estructura financiera y los ajustes contables que no conlleven salidas de caja, esta ratio relaciona la capitalización de mercado menos la deuda neta (EV) con el beneficio operativo (EBITDA). Es muy útil pues permite comparar una compañía con otra cuando existen diferencias en su estructura de capital, sus impuestos o el gasto de capital.
- *Price to earnings* (PE ratio): esta ratio mide cuánto están dispuestos a pagar los inversores por cada dólar de beneficios actuales. Los PEs más altos suelen significar que la empresa tiene importantes perspectivas de crecimiento en el futuro. Sin embargo hay que tener cuidado al interpretar esta ratio pues si una empresa no tiene beneficios o tiene muy poco, su PE sería probablemente bastante grande. La fórmula será: capitalización bursátil/beneficio. (Buffet, W. *One up on Wall Street*, 1989).
- *Price to free cashflow* (PFCF ratio): indica la capacidad de una empresa para generar ingresos adicionales. Se utiliza para comparar el precio de mercado por acción de una empresa con su cantidad de flujo de caja libre (FCF) por acción. Se calcula dividiendo su capitalización bursátil por los valores del flujo de caja libre.
- *Price to bookvalue* (P/BV ratio): refleja las plusvalías que obtiene la compañía. Si una empresa que cotiza por encima de su valor en libros podrá ser por varias razones: 1) porque considera que sus activos valen mas que aquello que se refleja en su valor contable, 2) porque la rentabilidad que obtiene de sus activos es mayor y por esa gestión de los activos el valor de la compañía es mayor que el valor contable de sus activos, o 3) porque la compañía tiene perspectivas de crecimiento. Si en el balance de Meliá refleja un activo fijo de “tanto” y está teniendo plusvalías continuamente será que ese activo fijo vale más y por tanto el equity incrementará (manteniéndose la deuda igual). Eso queda expresado en la ratio P/BV (*Price to book value*) si creemos que la capitalización bursátil es igual al equity contable la ratio será 1, y si el equity contable es más alto que la

capitalización bursátil debería cotizar con prima en el *Price to book value*. (Ross, S. Westerfield, R. Jaffe, J. Jordan, B. *Principles of Corporate Finance*, 2014).

En el caso de Meliá entendemos que el más representativo es el **EV/EBITDA** pues la cuenta de pérdidas y ganancias suele estar distorsionada debido a factores contables que hacen que diverjan de la generación de caja real de la compañía. Destacamos dos partidas que acentúan dichas diferencias por debajo del EBITDA: i) la depreciación y la amortización que en los últimos cinco años ha representado de media un 7% de las ventas y sin embargo, estimamos que el CAPEX recurrente sobre las ventas de Meliá es inferior al 6%; ii) las diferencias de tipo de cambio, que es un ajuste contable y que no implica ninguna salida o entrada de caja.

5.1.3 Valoración conforme a la filosofía *value*

Dejando los aspectos cualitativos que más interesan a los gestores *value* (empresa madura y con track record, apalancamiento saludable, empresa familiar), la metodología que siguen a la hora de valorar los negocios no es única. Si bien consideramos que principalmente usan dos: descuentos de flujo de caja (que analizaremos más en detalle en la filosofía *growth*) y la valoración por múltiplos. Dada la ciclicidad del negocio (directamente relacionado con la evolución macro), consideramos que esta última es la más apropiada para Meliá.

Para calcular qué múltiplo se considera que es razonable se suele mirar la historia y los competidores. Por motivos de sencillez nos basaremos en los históricos porque no hay buenos comparables de Meliá, pues si bien todas son hoteleras (Hyatt, Hilton, NH, Accor, Starwood...) ninguna de estas tiene activos en propiedad, y por lo tanto los modelos de negocio son sustancialmente diferentes.

A continuación, mostramos los múltiplos históricos de Meliá. Como hemos explicado anteriormente, nos centraremos en el EV/EBITDA (sombreado) pues es el múltiplo de valoración más representativo de la industria. La media de dicho múltiplo en el periodo de 2007-19 ha sido de 11,7x, con un máximo de 20X y un mínimo de 7.6X. Cabe destacar que

en 2019 Meliá cotizó al mínimo múltiplo histórico. Entendemos que esto se debió a que la industria se encontraba en la parte alta del ciclo, especialmente en España, donde el crecimiento del turismo se había estancado debido al crecimiento de destinos alternativos (Turquía, Norte de África y otros destinos del Mediterráneo) y de una ralentización en el crecimiento económico.

Tabla 18. Múltiplos históricos de Meliá

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2007-19
EV/sales	2,86	1,82	1,48	1,73	1,72	1,43	1,79	1,83	1,78	1,60	1,80	1,65	1,21	1,75
EV/EBITDA	12,60	9,22	11,71	12,07	19,66	11,29	12,78	12,09	12,60	10,10	10,96	9,75	7,59	11,73
P/BV	1,97	0,89	1,11	1,24	1,17	0,97	1,57	1,45	2,06	1,67	2,12	1,62	1,44	1,48
EV/CE	0,0X	0,0X	0,0X	0,0X	0,0X	0,0X	0,0X	0,0X	0,0X	0,0X	0,0X	0,0X	0,0X	0,0X

Fuente: elaboración propia
 Datos: informes anuales de Meliá

En este contexto, y asumiendo que el crecimiento de los ingresos y del EBITDA será menor al experimentado en años anteriores, pues estos están en la parte alta del ciclo, el múltiplo al que se debería valorar el negocio debería ser inferior al medio histórico de 11.7X. Para la valoración utilizaremos un rango de entre **9X y 10X**.

Posteriormente estimaremos el EBITDA del 2020, que teniendo en cuenta la evolución del EBITDA los años pasados y que 2019 fue un año excepcionalmente débil por factores temporales (clima desfavorable, ruidos políticos en el Caribe, etc.), creemos razonable que crezca un 3% a 302m€. Aplicando los múltiplos de valoración 9-10X a nuestra estimación de EBITDA obtendremos un rango de valor de empresa de (EV) de 2.716m€-3.018m€. Si a esto le substraemos la deuda neta, el WC, las provisiones y añadimos otros activos (i.e. participaciones por puesta en equivalencia, activos financieros, etc.) obtenemos el *equity value* de la compañía.

Equity value

= Deuda financiera a largo y corto plazo – tesorería – inversiones financieras temporales
 + minoritarios

A continuación mostramos las valoraciones resultantes de aplicar un múltiplo de 9X y 10X al EBITDA de 2020.

Tabla 19. Estimación para el múltiplo de 9 y 10

2020E		2020E	
EV/EBITDA	9.0x	EV/EBITDA	10.0x
EBITDA	302	EBITDA	302
Enterprise value	2716	Enterprise value	3018
Net Debt	-517	Net Debt	-517
Working cap.	-309	Working cap.	-309
Provisions	-30	Provisions	-30
Other	329	Other	329
Equity value	2.189	Equity value	2.491
Shares	230	Shares	230
Eq vaue per share	9,5	Eq vaue per share	10,8

Fuente y estimaciones: Modelo propio

5.2 Análisis y valoración conforme a las filosofías no *value*

5.2.1 El análisis y valoración conforme a la filosofía *growth*

Como hemos comentado anteriormente, esta filosofía emplea principalmente el descuento de flujos de caja, dejando de lado los múltiplos históricos de la compañía y de la industria.

Para ello, en primer lugar calculan los flujos de caja libres a cinco años es decir, la cuantía disponible para pagar a aquellos que suministran fondos a la compañía. El cálculo es:

$$EBIT - \text{Impuestos} + \text{Amortizaciones} +/ - \text{variaciones de las NOF} - \text{CAPEX}$$

En segundo lugar, hallan la tasa de descuento (WACC). Para la cual hemos asumido las siguientes hipótesis: i) tasa libre de riesgo del 3.5%, si bien inferior al bono a 10Y de España (actualmente inferior al 0.5%), hemos considerado la media de los últimos 20Y; ii) prima de mercado del 4.5% (aproximadamente el diferencial de retorno entre el Ibex35 y la rentabilidad del bono libre de riesgo); iii) beta de 1.25X, superior a 1X dada la mayor

ciclicidad (y por tanto volatilidad) del negocio de Meliá; iv) 70% peso del equity, en línea con la cotización histórica de Meliá; v) Coste de la deuda del 2.75% (neto de impuestos).

Tasa libre de riesgo	3,5%
Prima de mercado	4,5%
Beta	1,25
Equity	70%
Deuda	30%

Fuente: Alantra Equities

Con las mencionadas hipótesis obtenemos un WACC = 7,1%.

$$WACC = [K_e * E / (E + D)] + [K_d * (1 - t) * D / (D + E)]$$

Donde:

K_d: coste de la deuda

K_e: coste de los recursos propios

E: Equity

D: Deuda

Para ello, calculan el coste de la deuda a través de la media ponderada de los distintos tipos y calculan el coste de los recursos propios mediante el modelo CAPM:

$$K_e = R_f + B * (R_m - R_f)$$

Donde:

R_f: tasa libre de riesgo

B: riesgo de la acción en relación con el conjunto del mercado

R_m-R_f: la prima de riesgo de la renta variable

En tercer lugar, calculan el valor residual. En nuestro caso emplearemos el método de crecimiento perpetuo, se calcula como una renta perpetua con crecimiento constante a partir del último año de los que hayamos empleado para descontar los flujos (cinco). El valor residual quedará al final del año 5 por tanto habrá que descontarlo a día de hoy. La fórmula será:

$$FC5 * ((1 + g))/WACC - g$$

Donde

g: tasa de crecimiento estimada de los flujos de caja libres.

En cuarto lugar, calcularemos el Enterprise value (valor del negocio) actualizando los flujos de caja libre proyectados a la tasa de descuento. Ajustando el EV con la deuda financiera neta y el resto de los ajustes (fondo de maniobra, provisiones, etc.) hallaremos el *Equity value*. En las tablas a continuación se puede ver la evolución de los flujos de caja y el resumen de la valoración.

Tabla 20. Valoración de Meliá por DCF

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	Valor Terminal
Ventas	1.801	1.828	1.855	1.883	1.912	1.940
EBITDA ajustado	293	302	311	320	330	
% inc.		3%	3%	3%	3%	
D&A	-130	-132	-134	-136	-138	-140
% ventas	-7,2%	-7,2%	-7,2%	-7,2%	-7,2%	-7,2%
EBIT	163	170	177	184	192	
Impuestos	-41	-42	-44	-46	-48	
NOPAT	122	127	133	138	144	146
Capex	-108	-110	-111	-113	-115	-140
WC	-3	-3	-3	-3	-3	-3
D&A	130	132	134	136	138	140
FCF	141	147	152	158	164	143
FCF Descontado	141	147	142	138	133	2.037

	2020E
EV (iniciales+terminal)	2.596
Net Debt	-517
Negative WC	-309
Provisions	-30
Other	329
Equity value	2.069
Shares	230
Eq vaue per share	9,0

Fuente: Modelo propio
 Datos publicados por Meliá

Como hemos comentado anteriormente, el método de valoración que utiliza esta filosofía suele ser el DCF, sin embargo, considero que en compañías cíclicas como Meliá este análisis es menos acertado porque la visibilidad de los flujos de caja es menos acertada.

5.2.2 El análisis conforme a la filosofía *dividend rich*

La filosofía de inversión focalizada en los dividendos mide la productividad de una inversión, es decir, indica la cuantía de dinero que obtendrás en relación con la cuantía de dinero invertido en una posición abierta. El cálculo se realiza dividiendo los dividendos anuales de la compañía por el precio actual de la acción y se representará con un porcentaje. Este análisis puede ser arriesgado ya que un inversor no puede únicamente guiarse por aquella compañía cuyos dividendos sean mayores pues puede implicar que la compañía no está reinvertiendo sus ganancias en crecimiento y expansión. (XTB online trading, 2021).

En el caso de Meliá, realizaremos una estimación para conocer si los gestores que basan sus inversiones en rentabilidad por dividendo o *dividend yield* invertirían o no en Meliá, esta estimación será teórica pues no tendrá en cuenta el COVID ya que se trata de un acontecimiento no recurrente.

En la tabla de abajo, como podemos ver, Meliá desde 2015 reinstauró el pago del dividendo con un *payout* del 20% sobre beneficio neto. Y a continuación en el periodo de 2016 a 2018 lo subió al 30% y lo mantuvo estable entorno al 30%, con unos dividendos que estaban entre 0,14 y 0,19€ por acción. Esto con respecto al precio medio de cotización de la compañía de esos años, supuso un *dividend yield* de entre el 1,3 y el 1,8%. En 2020, con el inicio del coronavirus, la junta Meliá decidió cancelar el reparto de dividendos con cargo a resultados de 2019 y por tanto, no pagó ningún dividendo. Si bien es cierto que el dividendo inicialmente propuesto, mantenía el mismo *payout* y de haberse mantenido ese *payout* del 30%, en el 2019 habría pagado entorno a 0,16 euros por acción, que habría supuesto a su vez, un *dividend yield* sobre el precio medio de la acción de 2019 del 2,0%.

Tabla 21. Resultados de Meliá 2015-19

MELIA	2015	2016	2017	2018	2019
Ventas	1.738	1.806	1.859	1.831	1.801
% inc.		4%	3%	-2%	-2%
EBITDA	293	286	305	308	293
% inc.		4%	3%	2%	2%
D&A	-119	-101	-125	-117	-115
% sales	-7%	-6%	-7%	-6%	-6%
EBIT	164	176	180	259	223
Financieros	-59	-30	-33	-34	-33
EBT	105	146	147	225	190
Impuestos	-61	-45	-41	-44	-35
Minoritarios&otros	-4	1	23	-29	-33
Beneficio neto	41	103	129	152	122
Dividendos	8	32	38	44	37
% payout	19%	31%	30%	29%	30%
DPA	0,03	0,14	0,17	0,19	0,16
Precio medio cotiz.	11,8	10,6	12,5	10,7	8,0
Dividend yield	0,3%	1,3%	1,3%	1,8%	2,0%
Deuda neta	654	503	594	608	592

Fuente: informes anuales de Meliá

Lo más importante para un inversor que sigue la filosofía *dividend rich* es poder determinar cómo de sostenibles son los dividendos, bien porque la visibilidad sobre los beneficios es elevada o bien porque el nivel de apalancamiento lo puede permitir. En el caso de Meliá podemos observar cómo manteniendo un *payout* del 30% sobre los beneficios la compañía ha mantenido su posición financiera neta razonablemente estable entorno a los 600m€ y 2X EBITDA. Por tanto, creemos que asumir dicho *payout* a futuro no debería poner en riesgo la posición financiera del grupo.

En este sentido, asumiremos que la compañía mantendrá estable la política de dividendos actual. A la hora de la estimación de los beneficios, y en línea con las predicciones mencionadas anteriormente asumiremos: a) crecimiento del 3% anual del EBITDA, b) la depreciación y amortización se mantiene estable en el 6% de las ventas, c) los financieros (gastos de intereses) disminuye conforme disminuye la deuda, al ritmo del 10-15% al año y d) la tasa impositiva es del 25%. Bajo estas hipótesis obtendremos un dividendo de 20 céntimos en 2020 subiendo a 25 céntimos en 2024.

Considero que un *dividend rich* no estará interesado porque el retorno (*yield*) es bajo y solo invertiría si el retorno de los dividendos (*dividend yield*) fueran de dígito medio es decir, 4-6%. Asumiendo que fuera un 4% (el rango bajo), el precio mínimo al que invertiría en Meliá,

teniendo en cuenta que el dividendo por acción esperado en 2020, 20 céntimos, es de 5€. En caso de que tomásemos el rango alto, 6%, el precio mínimo al que invertiría un seguidor de esta filosofía sería 3,3€.

Tabla 22. Estimaciones de Meliá 2020-24

MELIA	2020	2021	2022	2023	2024
Ventas	1.837	1.873	1.911	1.949	1.988
% inc.	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBITDA	302	311	320	330	340
% inc.	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
D&A	-117	-120	-122	-125	-127
% sales	-6%	-6%	-6%	-6%	-6%
EBIT	231	239	247	256	265
Financieros	-29	-24	-20	-15	-11
EBT	202	214	227	240	254
Impuestos	-50	-54	-57	-60	-63
Minoritarios&otros	0	0	0	0	0
Beneficio neto	151	161	170	180	190
Dividendos	45	48	51	54	57
% payout	30%	30%	30%	30%	30%
DPA	0,20	0,21	0,22	0,24	0,25
Precio medio cotiz.	11,7				
Dividend yield	1,7%				
Deuda neta	517	439	359	276	191

Fuente: modelo propio

Tras este análisis, considero que Meliá no es una empresa “*target*” para los que siguen esta filosofía por dos motivos: 1) la rentabilidad por dividendo inferior al 2% es poco atractiva y mas aún teniendo en cuenta que existen compañías en el mercado con una calidad de activos muy elevadas (como es el caso de Colonial con un 80% de su cartera de oficinas en prime CBD) que ofrecen más rentabilidad y visibilidad; y 2) la visibilidad sobre los beneficios es más bien limitada ya que como hemos mencionado anteriormente Meliá es una compañía cíclica.

5.2.3 El análisis conforme a la filosofía *event driven*

Los gestores seguidores de esta estrategia de inversión analizarán las probabilidades de que alguien compre Meliá a través de una oferta pública de adquisición (OPA). En caso de que ocurriera la OPA, considero que podría provenir de dos entes.

Por un lado, de otra compañía hotelera, lo cual tendría mucho sentido pues existen numerosas sinergias. Por ejemplo, obtendrían ahorros en suministros, un mayor poder de fijación de precios con respecto a las OTAs y los tours operators.

Y, por otro lado, otra opción sería que comprase Meliá un financiero, como por ejemplo un *Private Equity*. El interés de estas instituciones por Meliá podría provenir por los activos de Real Estate que tiene Meliá en propiedad. La institución financiera podría tener el objetivo de vender esos activos, o de segregar la compañía o incluso podrían buscar apalancar la compañía todavía más.

En línea con lo comentado arriba, a la hora de prever las posibilidades de que open la empresa, es muy relevante conocer la estructura accionarial. En el caso de Meliá, al ser una compañía familiar no sería muy lógico que accedieran a venderlo a no ser que fuese totalmente necesario y mantuvieran el control. Por tanto, no considero que sea una compañía muy prototipo de la filosofía *event driven*.

Si por cualquier motivo se rumorease que una empresa hotelera o un *private equity* estuviera interesado en hacer una oferta por Meliá, entonces los *event driven* buscarían hallar el valor de Meliá en *M&A*.

En cuanto a las primas por control habituales en transacciones de M&A, los analistas de *event driven* basaran su caculo de las primas de control en las dos ultimas OPAs que ha habido en el mercado continuo español (MásMovil y Euskaltel) se pagó una prima del 20-25% sobre el precio medio de la acción de los tres meses anteriores. Aplicará esta prima sobre el precio de cotización de Meliá de ese momento.

Esto presenta un gran inconveniente, el *event driven* tendría menos disciplina y menos rigor en el análisis *botton-up* de Meliá que tiene un *value* y por tanto no realiza un ejercicio exhaustivo para conocer si es precio de Meliá refleja su valor en ese momento.

Un analista *value* como tiene el trabajo *bottom-up* de Meliá y conoce la valoración de Meliá independiente, para obtener la prima lo que podrá realizar es una estimación de lo que se pagaría por las sinergias. En nuestro caso, para el calculo de la valoración de Meliá en un escenario de M&A, vamos a retomar la valoración de nuestra compañía independiente. Esta, como describimos anteriormente, se sitúa en un rango entre 9,7€ y 11,7€ lo cual implica unos EV/EBITDA de 9,1 y 10,6 en 2020 respectivamente. A esta valoración hay que sumarle una prima de valoración que o bien refleja una prima por control de la sociedad o bien por las sinergias que el comprador potencial obtendría en la adquisición.

Las sinergias (vamos únicamente a estimar las sinergias de costes pues las de ingresos implican mayor riesgo de ejecución), estas se obtendrían de a) personal, b) corporativos, c) suministros y d) mayor poder de fijación de precios (negociación) con las OTAs y los touroperadores. (Alantra Equity Research, 18 de febrero 2021).

La totalidad de las sinergias mencionadas estimamos que podrían suponer del 5% al 10% de los costes totales (1.500 millones de euros en 2019), esto es 75-150 millones de sinergias anuales. Aplicando el mismo múltiplo de valoración a las sinergias de costes que el que aplicamos a la valoración de Meliá independiente (esto es de 9,1x a 10,6x EBITDA en 2020) obtendríamos un valor presente de sinergias de c.345 a c.800. Asumiendo que la mitad de estas sinergias son para el comprador y la otra mitad para el vendedor obtendríamos una valoración M&A de Meliá (valoración independiente + mitad de la valoración de las sinergias) de entre 11,2€ y 15,2€ por acción. Esto implica un 15-30% por encima de nuestra valoración independiente siendo esta similar a la prima que se paga por control en operaciones corporativas.

Para un “value investor” en un concepto de M&A esta sería la valoración.

Tabla 23. Valoración para posible M&A de Meliá

Escenario	PESIMISTA	OPTIMISTA
	5%	10%
Valoración indep (M€) (1)	2.189	2.491
Valoración indep. (€/acción)	9,5	10,8
Sinergias de costes (M€)	75	151
Valor de las sinergias (M€) (2) (*)	339	754
Valoración M&A (M€) (1)+(2)	2.529	3.245
Valoración M&A (€/acción)	11,0	14,1
Prima de valoración	15%	30%

(*) 50% del valor total de las sinergias

Fuente y estimaciones: modelo propio

Otro acontecimiento que tienen en cuenta los seguidores de esta filosofía son las ampliaciones de capital. Cuando piensan que hay posibilidades de que se produzca los analistas estudiarán el suceso desde dos perspectivas. En el caso de que tengan acciones de la compañía implicará su dilución por ello valorarán si quieren evitar eso reinvertirán más. Y en el caso de que no estén invertidos con anterioridad a la posible ampliación, estudiarán la decisión de invertir.

Las ampliaciones de capital, entre otras razones, surgen cuando la compañía tiene mucha deuda y por ende, presenta un balance muy apalancado. Cuando una compañía tiene niveles de apalancamiento altos implica un mayor retorno posible pero también un mayor riesgo. Es decir, en el caso de que los múltiplos subieran supondría un retorno muy significativo, pero en caso de que los múltiplos cayeran el *equity* podría llegar a ser cero, entrando la compañía en una situación de *distress* financiero.

La situación financiera en la que se encuentra Meliá debido a la pandemia, una cuantía de deuda muy significativa, le hace objeto de una posible ampliación por ello puede entrar en el radar de los seguidores de la filosofía *event driven*.

6. Riesgos de cada una de estas filosofías de inversión

6.1 *Value*

Este análisis es el más riguroso y mas complejo de todos y por tanto, requiere de más recursos humanos que el resto de análisis haciendo fundamental el aprendizaje y formación constante.

Otro de los riesgos que tiene esta filosofía es que el método que sigue no es aplicable a las compañías *growth*, es difícil ver el valor que esconden estas (esto queda reflejado en que ninguno de los gestores *value* han tenido estas compañías en cartera).

Además, aplicar esta filosofía de inversión de forma estricta es algo más complejo, pues debes tener en cuenta variables multifactoriales que afectan al precio de cotización de las empresas. Asimismo, al llevar normalmente la contraria al mercado, el análisis debe de ser independiente a la opinión dominante para así dar con las empresas que ofrezcan un mayor descuento.

Por último, otro riesgo es que al no ser una estrategia de inversión eficaz para ganar dinero en el corto plazo debido a la volatilidad de las acciones exige paciencia y plantear nuestras inversiones a un plazo superior a los 5 años, con la intención de que aquellas empresas infravaloradas puedan alcanzar su precio objetivo durante ese periodo.

6.2 *Growth*

Las compañías en las que se fijan los seguidores de esta filosofía de inversión suelen presentar una volatilidad más elevada. Siendo el riesgo, por tanto, mayor. Además cabe recordar que el retorno de este tipo de compañías se obtiene por la apreciación de las acciones y con una mayor volatilidad tienes mucho más riesgo de perderlo todo. Son inversiones que tienen mucho más riesgo de cara al retorno.

Suelen ser compañías con poca historia, hablábamos en su apartado que las compañías que buscaban los seguidores de esta filosofía son aquellas que estaban en fases tempranas. Se desconoce su comportamiento, su ciclicidad y en definitiva hay pocos datos.

Otro riesgo es que suele coincidir que las compañías que cumplen las características del *growth* implican un sesgo positivo en el inversor. Esto se explica porque al ser compañías que solo han estado en crecimiento, (te falta historia, no sabes como es el ciclo) es difícil obtener una opinión crítica. Hay un componente psicológico adicional difícil de objetivar, los inversores están sesgados.

Se trata de compañías de las que se espera mucho a futuro pero que en la actualidad no son están ganando mucho. No han demostrado todavía que son capaces de generar beneficios notables o incluso a veces beneficio a secas. Son ideas de inversión basadas en compañías con estimaciones de crecimiento a largo plazo, es decir, estas compañías generan beneficios más adelante y solo si las evolucionan según lo esperado mientras que las compañías ya maduras van generando beneficios. Esto supone una incertidumbre adicional.

6.3 Dividend Rich

Es cierto que este método descarta muchas empresas que no valen la pena, pero también limita bastante nuestras oportunidades de inversión. El *scope* de compañías al que se dirige la filosofía es muy limitado ya que solo se centra en las compañías que reparten un dividendo, generalmente, medio alto y estable o creciente. Esto conlleva el riesgo de la pérdida de oportunidades de inversión, implicando un mayor riesgo debido a la menor diversificación de la inversión.

Otro riesgo de invertir en base a los dividendos es la fiscalidad. Los dividendos suelen tener una fiscalidad más elevada que la apreciación del capital. Es decir, si hoy compras una acción por 1€ y lo vendes mañana por 1,20€ esos 20 céntimos tendrán una tributación menor que la aplicada a los 20 céntimos obtenidos por reparto de dividendos.

Asimismo, otro riesgo es que este tipo de filosofía está muy influenciada por los tipos de interés (los tipos de interés mas elevados afectan positivamente a las compañías que reparten dividendos y a la inversa). Esto es un facto externo que el inversor no puede controlar.

6.4 Event driven

Uno de los riesgos que presenta esta filosofía es que al tener una menor disciplina y rigor en el análisis *botton-up* de las compañías, no realiza un ejercicio exhaustivo para conocer si el precio de la compañía refleja su valor en ese momento.

Otro de los riesgos de esta filosofía de inversión es que es meramente oportunista pues hay un factor de aleatoriedad que no tienen las otras filosofías (las OPAS pueden o no ocurrir) y que el inversor no puede controlar.

Por otro lado, al igual que en la filosofía *dividend rich*, el *scope* de compañías que pueden estar sujetas a esta situación es muy reducida, disminuyes las posibilidades de inversión. Traduciéndose en menos posibilidades de inversión, al haber una menor diversificación de la inversión se da un mayor riesgo.

7. Conclusiones

En la tabla a continuación observamos las características fundamentales de cada estrategia de inversión y el valor obtenido de Meliá tras realizar su análisis conforme a cada una de estas filosofías, estas invertiría si el precio de la acción fuera inferior al valor que consideran que tiene.

Filosofía	Fundamentos	Valor de Meliá
<i>Value</i>	Análisis en profundidad poniendo mucho peso tanto en aspectos cualitativos como en aspectos cuantitativos, focalizado en compañías en etapas maduras.	9,5 – 10,8
<i>Growth</i>	Análisis de inversión basados en aspectos cuantitativos, focalizado en compañías en crecimiento estructural.	9
<i>Dividend Rich</i>	Análisis de inversión con especial foco en rentabilidades por dividendo elevadas y sostenibles.	3,3 – 5
<i>Event driven</i>	Análisis de inversión dependiente de eventos corporativos y ajenos.	11 – 14,1

Todas las filosofías analizadas atienden a diferentes requisitos de los inversores. Sin embargo, considero que tras el estudio realizado, la filosofía *value* es la más adecuada siempre y cuando el horizonte temporal de inversión sea largo. Esto se debe a las siguientes razones:

- En primer lugar, si bien es cierto que el análisis que siguen los *value* es más complejo y requiere de más recursos humanos que la media (pues es muy profundo y le da mucha importancia al análisis cualitativo), el *scope* de compañías que me permite analizar es más grande. Al contrario que la filosofía *dividend rich* por ejemplo, pueden tener en su ámbito de estudio compañías que no reparten dividendos. Al contrario que la filosofía *event driven*, no dependen de un acontecimiento próximo para invertir en una compañía. O al contrario que la filosofía *growth*, no buscan únicamente compañías en fase de expansión. Esto conlleva a que la construcción de

carteras según este tipo de filosofía puede ser mas diversificadas. Y como hemos comentado anteriormente, una mayor diversificación conlleva un menor riesgo.

- En segundo lugar, creemos que el especial foco en el largo plazo y en la “paciencia” en la inversión ayuda a comportarse mejor frente a momentos de crisis y alta volatilidad del mercado.
- En tercer lugar, y no menos importante, reside en su rentabilidad que ha demostrado ser superior a la media en el largo plazo. Como podemos ver en la tabla de debajo muchos de estos inversores *value* han conseguido obtener rentabilidades de doble dígito durante varias décadas, situándose como referentes en el mundo de la inversión.

Tabla 24. Rentabilidad histórica de gestores *value*

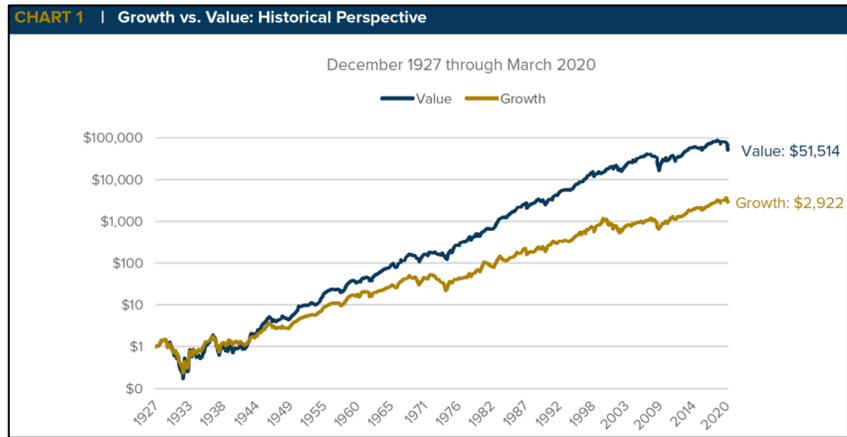
GESTOR	FONDO	PERIODO	RENTABILIDAD ANUAL GESTOR	RENTABILIDAD S&P 500	RENTABILIDAD RELATIVA	Nº AÑOS
Benjamin Graham	Graham Newman Corp. (with Geico)	1948-1976	11,4%	7,0%	4,4%	29
Warren Buffett	Berkshire Hathaway	1965-2008	20,7%	5,4%	15,3%	44
Charles Munger	Partnership	1962-1975	19,8%	1,8%	18,0%	14
Peter Lynch	Magellan Fund (Fidelity)	1977-1990	29,0%	8,6%	20,4%	14
John Templeton	Templeton Growth Fund	1954-1992	14,5%	7,6%	6,9%	39
Jim Rogers	Quantum Fund	1969-1980	38,0%	2,3%	35,7%	12
Walter Schloss	Walter J. Schloss and Associates	1955-2003	15,3%	7,2%	8,1%	49
John Neff	Vanguard Windsor Fund	1964-1995	13,7%	6,8%	7,0%	32
William J. Ruane	Sequoia Fund	1970-2004	16,6%	7,7%	8,9%	35
Martin Whitman	Third Avenua Value Fund	1990-2008	11,4%	5,1%	6,2%	19
Christopher H. Browne	Tweedy Browne American Value Fund	1975-2008	14,7%	7,6%	7,1%	34
Bill Nygren	The Oakmark Fund	1991-2008	10,9%	5,7%	5,2%	18
Mario Gabelli	Gabelli Asset Fund	1986-2008	11,0%	6,5%	4,5%	23
F. García Paramés	Bestifond	1993-2008	15,0%	4,5%	10,5%	16

Fuente: Regarder, J. 2020.

Por último, tal y como funciona la filosofía *value*, el hecho de ser una inversión pensada en el largo plazo hace que gestione mucho mejor los momentos de pánico de los mercados pues no se centra en el corto y volátil periodo (crisis) y mira más allá. De hecho los inversores *value* aprovechan estos momentos para entrar en compañías pues su precio empieza a estar por debajo del valor implícito.

Como podemos ver en el grafico de debajo, el *value* ha demostrado ser superior al *growth* en su *performance* histórico.

Ilustración 6. Performance histórico de value frente a growth



Fuente: Anchor Capital Advisors LLC

8. Bibliografía

Alantra Equity Research (2021, 18 de febrero). Meliá Report 1H2021.

Arroyo, R. (2021). Meliá y NH entre las 10 mejores marcas hoteleras. *Expansión*. Obtenido el 20/02/2021 de <https://www.expansion.com/empresas/transporte/2017/08/01/5980c1a122601de4548b458d.html>.

AzValor. Asamblea general de inversores 2021, min: 01.11.10. Obtenido el 10/02/2021 de <https://www.azvalor.com/conferencia/>.

Bailly-Bailliere, E. (2020). Las mejores oportunidades en growth tienen que ver con las grandes tendencias. *Estrategias de inversión*. Obtenido el 18/03/2021 de <https://www.estrategiasdeinversion.com/analisis/bolsa-y-mercados/el-experto-opina/las-mejores-oportunidades-en-growth-tienen-que-n-450227>.

Buffet, W. (1989). Some Famous Numbers, *One up on Wall Street*, (pp. 198-222). Nueva York: Simon et Schuster.

Campos, J. (2019) *¿Cómo trabaja el equipo de Análisis de AzValor?* Obtenido el 03/03/2021 de <https://www.youtube.com/watch?v=dGGDPxpdLm4>.

Cartas de Warren Buffet a sus accionistas. Obtenida el 25/02/2021 de <https://www.berkshirehathaway.com/letters/letters.html>.

Essic Market Economics and Business Journal, 47 (3), pp. 479-504.

González Perera, N. (2020) *¿Qué es el Value Investing? Todo lo que deberías saber*. Obtenido el 15/03/2021 de <https://www.finect.com/usuario/naiaragp/articulos/que-value-investing-deberias>.

González, C. Director de Relación con Inversores Cobas Asset Management. ¿Qué diferencias hay entre una inversión value y una growth? *Expansión*. Obtenida el 15/03/2021 de <https://www.expansion.com/encuentros/carlos-gonzalez/2020/02/03/index.html>.

Graham, B. (1949). Portfolio policy of the Enterprising Investor: negative approach, pp. 133-145. *The Intelligent Investor, the definitive book on value investing*. Nueva York: Harper

Graham, B. (1949). The Investor and Market Fluctuations, pp. 188-1213. *The Intelligent Investor, the definitive book on value investing*. Nueva York: Harper

Greenwald, B. Kahn, J. (2001). Searching for value: finding the right side of the trade, p.18. *Value Investing, from Graham to Buffet and Beyon*. Nueva York: Wiley.

Hoteles Mallorquines Consolidados S.L. *Infocif*. Obtenida el 09/03/2021 en <http://www.infocif.es/cargos-administrador/hoteles-mallorquines-consolidados-sl>.

Informe de Gestión y Cuentas Anuales Consolidados 2019, p.385. Obtenido el 05/03/2021 de https://www.meliahotelsinternational.com/es/shareholdersAndInvestors/AnnualReportDocs/2019/mhi_inf_gestion_ccaa_conso_2019.pdf.

Kenton, W. (2019) Event-Driven Strategy. Obtenida el 01/03/2021 de <https://www.investopedia.com/terms/e/eventdriven.asp>.

Kiziryan, M. Flujo de caja. *Economipedia, haciendo fácil la economía*. Obtenido el 12/03/2021 de <https://economipedia.com/definiciones/flujo-de-caja.html>.

Lynch, P. (1989). Passing the Mirror Test, pp. 77-84. *One up on Wall Street*. Nueva York: Simon et Schuster.

Lynch, P. (1989). Stalking the Tenbagger, pp. 95-106. *One up on Wall Street*. Nueva York: Simon et Schuster.

Lynch, P. (1989). Stocks I'd Avoid, pp. 149-161. *One up on Wall Street*. Nueva York: Simon et Schuster.

Lynch, P. (1989). The Final Checklist, pp. 227-237. *One up on Wall Street*. Nueva York: Simon et Schuster.

Meliá Hotels Internacional. *Informe de Gestión y Cuentas Anuales Consolidados 2019*, p.430. Obtenido el 12/03/2021 de https://www.meliahotelsinternational.com/es/shareholdersAndInvestors/AnnualReportDocs/2019/mhi_inf_gestion_ccaa_conso_2019.pdf.

Meliá Hotels Internacional. *Informe de Gestión y Cuentas Anuales Consolidados 2019*, p.399. Obtenido el 12/03/2021 de https://www.meliahotelsinternational.com/es/shareholdersAndInvestors/AnnualReportDocs/2019/mhi_inf_gestion_ccaa_conso_2019.pdf.

Meliá Hotels International. Corporate Governance, Members of the Board of Directors. Obtenida el 20/02/2021 de <https://www.meliahotelsinternational.com/en/shareholders-investors/corporate-governance/board-of-directors>.

Meliá Hotels International. *Year end results 2020*, p.3. Obtenido el 12/03/2021 de https://www.meliahotelsinternational.com/en/shareholdersAndInvestors/PublicDocs/2020/4_4Q2020/MHI%20Release%2012M%202020_EN.pdf.

NexoHotel.com (2019). Meliá gana 140,1 millones y mejora márgenes gracias a su modelo de negocio. Obtenido el 12/03/2021 de <http://www.nexotur.com/noticia/101541/NEXOHOTEL/Melia-gana-1401-millones-y-mejora-margenes-gracias-a-su-modelo-de-negocio.html>.

Peiro, A. Eficiencia del mercado. *Economipedia*. Obtenida el 20/02/2021 de <https://economipedia.com/definiciones/eficiencia-del-mercado.html>

Redacción Tourinews (2018). Meliá avanza en su nuevo modelo de negocio. *Tourinews*. Obtenido el 09/03/2021 de https://www.tourinews.es/resumen-de-prensa/notas-de-prensa-empresas-turismo/melia-avanza-en-su-nuevo-modelo-de-negocio_4446905_102.html.

Renta 4 Gestora. (2016). Invertir en empresas familiares. *Cinco Días*. Obtenido el 11/03/2021 de https://cincodias.elpais.com/cincodias/2016/12/21/el_color_de_los_mercados/1482307200_148230.html.

Ross, S. Westerfield, R. Jaffe, J. Jordan, B. (2014) *Principles of Corporate Finance*. Nueva York: McGraw-Hill.

Schlanger, T. Kesidis, S. (2017). An analysis of dividend-oriented equity strategies. *Vanguard Research*.

The financial Canadian (2017). Can an investor really get rich from dividends? Obtenida el 30/03/2021 de <https://www.suredividend.com/get-rich-dividends/>.

Tigue, J. Lisanti, J. (1996) *The Dividend Rich Investor: Building Wealth With High-Quality, Divident-Paying Stocks*. Nueva York: McGraw-Hill.

World Tourism Organization (UNWTO). *Country profile – outbound tourism*. Obtenido el 12/03/2021 de <https://www.unwto.org/country-profile-outbound-tourism>.

XTB online trading. *¿Qué es la rentabilidad por dividendo?* Obtenido el 25/03/2021 de <https://www.xtb.com/es/que-es-la-rentabilidad-por-dividendo-kb#:~:text=%2D%20La%20Rentabilidad%20por%20dividendo%20se,Se%20representa%2>

[0con%20un%20porcentaje.&text=El%20an%C3%A1lisis%20superior%20se%20basa,rentabilidad%20por%20dividendo%20m%C3%A1s%20alta.](#)

Regarder, J. (2020). Las 4 ventajas e inconvenientes del Value Investing. Bolsaexpertos obtenida el 03/04/2021 de <https://www.bolsaexpertos.com/ventajas-desventajas-value-investing/>.

9. Anexos

Anexo I

Activos Financieros	1985	1990	1995	2000	2005	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
I. DEPÓSITOS Y EFECTIVO	63,0	61,0	51,1	39,3	36,4	37,7	46,5	46,7	47,6	46,2	46,5	44,0	42,0	40,4	40,3	39,2	40,9
Efectivo	5,9	7,0	7,0	5,2	4,9	4,5	5,2	5,3	5,1	4,9	4,8	4,2	3,7	3,4	3,2	2,8	2,5
Depósitos transferibles	7,2	8,9	5,6	5,7	16,8	14,5	15,8	17,7	17,4	17,0	17,0	17,1	18,2	20,7	24,1	26,5	29,9
Otros depósitos	49,9	45,1	38,6	28,4	14,6	18,7	25,5	23,7	25,0	24,4	24,8	22,8	20,1	16,2	13,1	9,8	8,6
II. INSTITUC. INV. COLECTIVA	0,3	1,6	10,1	14,0	12,9	10,8	8,8	8,6	7,4	6,7	6,5	9,2	11,2	12,6	13,1	14,3	14,2
Fondos de Inversión	0,3	1,6	10,1	14,0	12,4	10,3	8,4	7,7	6,5	5,9	5,7	6,4	8,0	8,7	9,2	10,0	9,9
IIC extranjeras/SICAV ⁽¹⁾					0,4	0,5	0,4	0,9	0,9	0,8	0,9	2,8	3,2	3,9	3,9	4,3	4,3
III. FONDOS DE PENSIONES	0,3	3,1	3,4	5,0	5,3	5,2	5,3	5,5	5,5	5,1	5,3	5,2	5,5	5,4	5,4	5,5	5,3
Externos	0,9	2,1	3,8	4,6	4,6	4,7	4,9	4,8	4,6	4,8	4,7	5,0	5,0	5,0	5,1	5,0	5,0
Internos	0,3	2,2	1,4	1,2	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3
IV. INVERSIÓN DIRECTA	23,7	21,5	23,1	29,1	32,9	34,4	26,3	26,4	26,2	29,0	28,3	29,2	28,3	29,1	28,4	28,4	26,0
Renta Fija	8,1	7,4	3,6	2,5	2,1	2,7	2,3	2,5	2,9	4,8	4,0	2,5	1,7	1,7	1,2	0,8	0,8
Corto plazo	1,5	4,4	1,2	0,2	0,1	0,4	0,4	0,2	0,1	0,7	0,9	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Largo plazo / Préstamos	6,6	3,0	2,4	2,4	2,0	2,3	1,9	2,4	2,8	4,1	3,1	2,4	1,6	1,6	1,2	0,8	0,8
Otras participaciones	1,4	0,4	1,4	2,8	2,4	3,4	3,9	3,3	5,3	6,0	6,5	5,1	5,5	5,7	6,1	6,2	5,7
Renta Variable	14,2	13,7	18,1	23,8	28,4	28,3	20,1	20,6	18,0	18,2	17,9	21,6	21,1	21,7	21,0	21,3	19,5
Cotizada	-	-	4,6	10,6	7,0	7,3	4,7	6,1	5,3	5,1	6,5	8,1	7,7	6,2	5,8	5,9	4,8
No cotizada	-	-	13,5	13,2	21,4	21,1	15,4	14,5	12,7	13,1	11,4	13,5	13,3	15,5	15,2	15,4	14,7
V. SEGUROS/Ent.Prev.Social	1,7	4,2	6,6	9,8	9,4	8,6	10,1	10,4	10,3	10,1	10,5	10,3	10,9	10,6	11,0	10,8	11,3
Reservas vida	0,5	2,2	4,8	6,4	5,3	4,9	5,9	6,3	6,3	6,5	6,8	6,8	7,5	7,2	7,6	7,5	7,9
Seguros colectivos pensiones			0,1	0,9	1,9	1,6	1,8	1,7	1,6	1,5	1,5	1,4	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2
EPSV			0,6	0,6	0,5	0,5	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0
Otras reservas	1,1	2,0	1,1	1,9	1,6	1,6	1,5	1,5	1,5	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1
VI. CRÉDITOS	8,5	6,2	3,4	2,0	1,8	1,5	1,2	0,8	1,2	1,0	1,0	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
VI. OTROS	2,5	2,4	2,2	0,7	1,3	1,7	1,7	1,6	1,8	1,9	1,8	1,4	1,4	1,3	1,1	1,3	1,7
TOTAL	100,0																

Fuente: INVERCO con datos Banco de España

(1) IIC: desde 2013 incluye SICAV domésticas e IIC extranjeras de los hogares españoles. Antes de 2013 solo SICAV. No incluye inversores personas jurídicas.

Fuente: INVERCO con datos del Banco de España

Anexo 2

Berkshire's Performance vs. the S&P 500

Year	Annual Percentage Change	
	in Per-Share Market Value of Berkshire	in S&P 500 with Dividends Included
1965	49.5	10.0
1966	(3.4)	(11.7)
1967	13.3	30.9
1968	77.8	11.0
1969	19.4	(8.4)
1970	(4.6)	3.9
1971	80.5	14.6
1972	8.1	18.9
1973	(2.5)	(14.8)
1974	(48.7)	(26.4)
1975	2.5	37.2
1976	129.3	23.6
1977	46.8	(7.4)
1978	14.5	6.4
1979	102.5	18.2
1980	32.8	32.3
1981	31.8	(5.0)
1982	38.4	21.4
1983	69.0	22.4
1984	(2.7)	6.1
1985	93.7	31.6
1986	14.2	18.6
1987	4.6	5.1
1988	59.3	16.6
1989	84.6	31.7
1990	(23.1)	(3.1)
1991	35.6	30.5
1992	29.8	7.6
1993	38.9	10.1
1994	25.0	1.3
1995	57.4	37.6
1996	6.2	23.0
1997	34.9	33.4
1998	52.2	28.6
1999	(19.9)	21.0
2000	26.6	(9.1)
2001	6.5	(11.9)
2002	(3.8)	(22.1)
2003	15.8	28.7
2004	4.3	10.9
2005	0.8	4.9
2006	24.1	15.8
2007	28.7	5.5
2008	(31.8)	(37.0)
2009	2.7	26.5
2010	21.4	15.1
2011	(4.7)	2.1
2012	16.8	16.0
2013	32.7	32.4
2014	27.0	13.7
2015	(12.5)	1.4
2016	23.4	12.0
2017	21.9	21.8
2018	2.8	(4.4)
2019	11.0	31.5
2020	2.4	18.4
Compounded Annual Gain – 1965-2020	20.0%	10.2%
Overall Gain – 1964-2020	2,810,526%	23,454%

Note: Data are for calendar years with these exceptions: 1965 and 1966, year ended 9/30; 1967, 15 months ended 12/31.

Fuente: Berkshire Hathaway