



ICADE Business School

# **VALORACIÓN DE NH HOTEL GROUP**

Autor: Luis Miguel Sampériz Domínguez

Director: Luis Garvía Vega

Madrid  
Julio, 2016

## AGRADECIMIENTOS

---

El fruto de este trabajo, que pone broche final al Máster Universitario en Finanzas en su edición 2015-2016, lo quiero dedicar muy especialmente a mi familia, que me ha dado la guía de saber cómo actuar en la vida gracias a la inculcación de valores morales y una muy adecuada educación; a mis queridos amigos, que han sido el empuje necesario para afrontar este tipo de retos cuando las fuerzas podían flaquear; a mis profesores, pasando desde primaria hasta este máster, porque han puesto la semilla en mi cabeza que permite que hoy sea un hombre con la capacidad de hacer este trabajo. Espero poder sacar partido de la fortuna que he tenido por haber recibido todas estas preciadas cosas para obtener una buena carrera profesional e intentar devolver algo de lo tomado al mundo es post de aquellos que no son tan afortunados.

## SINOPSIS

---

El sector turístico representa en torno al 12% del PIB de España y otorga trabajo, aproximadamente, a un 11% de la población empleada según datos del instituto nacional de estadística (INE). No es por tanto descabellado decir que es el principal motor de la economía española en estos momentos, y por ello, un sector de especial interés desde una perspectiva social, económica y financiera.

El propósito del presente estudio es valorar una de las empresas españolas punteras del sector, junto con Meliá o Riu, y discernir cuáles son los factores claves de éxito para que la compañía crezca y genere valor.

Desde una perspectiva puramente teórica, el trabajo se basa en libros y artículos que versan sobre los métodos de valoración de compañías y que son comúnmente usados en el ámbito empresarial y universitario en lo relativo a finanzas corporativas y valoración.

Más la teoría per se, sería insuficiente para saber cuáles son los catalizadores del negocio hotelero. Es por ello que, previamente, se realizará un análisis de la coyuntura del sector en las áreas geográficas en donde NH tiene una mayor presencia; a saber, España, Alemania, Italia y Holanda. Para ello, fundamentalmente se han obtenido datos del INE, así como del Ministerio de Industria y turismo, y del servicio estadístico europeo Eurostats. Se han obtenido conclusiones sobre las pautas de comportamiento de los turistas en los citados países, las diferencias en precios o la estructura del sector de la hostelería. A partir de ellos, se ha inferido la coyuntura del sector, y se ha deducido su impacto en los drivers utilizados para las proyecciones de los estados financieros de NH.

Para concluir este abstracto, mencionar que, en los últimos años, las pautas de comportamiento de los viajeros han cambiado con el auge de las aerolíneas de bajo coste (low cost), los nuevos sistemas de contratación y los buscadores de ofertas a través de Internet, o las nuevas tendencias de alojamiento, lideradas por movimientos como el coachsurfing e iniciativas empresariales como AirBnb. Los citados fenómenos han permitido y permiten que una mayor masa clientelar pueda viajar a diversos lugares, realizando un desembolso económico menor. Todo ello ha sentado las bases de un nuevo paradigma en el sector, lo que obliga a las empresas a tener que reorientar su estrategia. Para ello deben definir en qué áreas geográficas desean estar y cómo desean competir (margen o rotación, estancias cortas o estancias largas, turismo vacacional o de negocios, etc.). Cabe reseñar también, que existen factores espontáneos y poco deseables en este caso, como es el terrorismo islámico, que favorecen principalmente a destinos turísticos de la Europa mediterránea en detrimento de países azotados por este aspecto y que tienen unos precios más competitivos para el turista, como los son Túnez o Egipto.

Palabras clave: NH Hotel Group, Descuento de flujos de caja, Valoración de empresas

## Contenido

1.	Introducción. ....	5
1.1.	Objetivo. ....	5
1.2.	Metodología y estructura. ....	6
1.3.	Presentación de NH Hotel Group. Reseña histórica y accionistas. ....	8
1.4.	NH en el marco competitivo actual. ....	9
2.	Situación coyuntural y características del sector de la hostelería. ....	11
2.1.	Tendencias y variables macroeconómicas en el entorno de la hostelería. ....	12
2.1.1.	Análisis del ADR. ....	15
2.1.2.	ADR en NH Hotel Group. ....	17
2.2.	Principales núcleos de interés turístico. ....	18
2.2.1.	Nuevas tendencias en destinos turísticos. ....	19
2.3.	Estructura del sector. ....	20
2.3.1.	Capacidad hotelera. ....	20
2.3.2.	Generación de empleo. ....	22
2.4.	Comportamiento del sector. ....	23
2.4.1.	Noches y ocupación. ....	23
2.4.2.	Comportamiento turístico de los residentes y no residentes. ....	24
2.5.	Coyuntura del sector hotelero. Conclusiones y DAFO para NH Hotel Group. ....	25
3.	Valoración de empresas. Aspectos técnicos y metodología. ....	27
3.1.	El sistema de descuento de flujos. ....	29
3.1.1.	El flujo libre para la compañía y para el accionista. ....	29
3.2.	Errores habituales a lo hora de realizar una valoración de empresas. ....	31
3.2.1.	Errores en la valoración de empresas desde una perspectiva generalista. ....	32
3.2.2.	Errores en la valoración de empresas desde una perspectiva técnica. ....	33
3.3.	Valoración de empresas hoteleras. ....	37
3.3.1.	Indicadores del desempeño operacional específicos del sector hotelero. ....	40
3.3.2.	Indicadores del desempeño del negocio virtual. ....	40
4.	Valoración de la compañía NH Hotel Group. ....	41
4.1.	Plan estratégico de NH Hotel Group. ....	41
4.1.1.	Dossier de prensa. Actualidad referente a NH Hotel Group. ....	42
4.2.	Análisis de estados financieros. ....	43
4.3.	Estimación de parámetros. ....	46
4.3.1.	Crecimiento a perpetuidad (g). ....	46
4.3.2.	Coste de capital promedio ponderado. ....	46
4.4.	Proyecciones de estados financieros. ....	51
4.5.	Descuento de flujos y valoración. ....	53
4.5.1.	Análisis de sensibilidad. ....	54

5. Conclusiones.....	55
Bibliografía.....	56
Tabla de ilustraciones.....	57
Anexo .....	0
1. Variación en la cartera de hoteles de NH durante el ejercicio 2015. ....	1
2. Balance de situación consolidado (2009 - 2015). ....	2
3. Cuenta de resultados consolidada (2009 - 2015).....	4
4. Proyecciones de los estados financieros (2016 - 2020). ....	6

## 1. Introducción.

Este primer capítulo del trabajo pretende definir el objetivo que se ha perseguido a la hora de elaborarlo, así como describir la metodología y estructura del mismo. Al final de este primer punto introductorio se procederá a presentar brevemente a la compañía NH y a enmarcarla en su entorno competitivo.

### 1.1. Objetivo.

---

El objetivo del presente estudio reside en valorar la cadena hotelera NH Hotel Group, cotizada en el IBEX Medium Cap., mediante el método de descuento de flujos de caja.

Tal y como hemos apuntado en la sinopsis del trabajo, la entidad NH Hotel Group, como cualquier otra compañía, va a ver afectada su capacidad de generar flujos de caja a futuro tanto por aspectos internos a la entidad y que se encuentran dentro de su poder de decisión, como lo es el diseño de su plan estratégico; como por aspectos externos a la compañía y que tendrá que ser capaz de tener una flexibilidad al cambio que le permita adaptarse a todo aquello que pueda impactar en su negocio y que provenga del entorno económico, social y político en el que opere, y por el cual se va a ver irremediamente afectada.

Es por ello que adquiere gran relevancia la elaboración de un estudio del sector hotelero en los países que más incidencia tienen en la cuenta de resultados de NH, intentando observar cuáles son las tendencias para un futuro próximo, así como saber deducir cuáles son las ventajas competitivas que tiene la compañía objeto de valoración. Así mismo, se pretende ver si existen, y en su caso, saber cuáles son los factores endémicos del sector hotelero que provocan que las compañías inmersas en el mismo creen valor. Todo ello pretende desembocar en una conclusión, que no es otra que saber si el mercado recoge en el precio de cotización actual de la entidad NH todas las potencialidades (o desventajas) que se van a mencionar a lo largo de este documento; es decir, saber si el precio de la acción de NH está sobre o infravalorado.

## 1.2. Metodología y estructura.

---

El trabajo se divide en cinco apartados bien diferenciados, incluyendo este primer punto introductorio, y que se proceden a describir seguidamente:

### Apartado 1. Introducción.

Tal y como ya hemos apuntado en el punto 1.1., el primer capítulo pretende presentar sucintamente una reseña histórica de la empresa, dar a conocer cuáles son los principales accionistas, y si ha habido algún cambio significativo en los mismos en los últimos periodos. Con tal propósito, se ha recurrido a la información visible en las cuentas anuales de la entidad. También se ha considerado necesario enclavar a la compañía en su entorno competitivo, y para ello, nada mejor que acudir a una de los sitios web de referencia del sector hotelero, como lo es Hosteltur.

### Apartado 2. Situación coyuntural y características del sector de la hostelería.

En este segundo punto se ha realizado un estudio del sector turístico en España, Italia, Alemania y Holanda (Países Bajos en general, debido a la interdependencia existente en el Benelux), dado que son los países que más impacto tienen en la cuenta de resultados de NH. Conociendo las características del mismo, e intentando hacer una estimación para los próximos años, podremos hacernos una idea de cómo puede evolucionar la cuenta de Pérdidas y Ganancias de la compañía, especialmente en lo referente a ingresos ordinarios.

Para ello, se han tomado y tratado datos presentes en Eurostat e INE principalmente, con el objetivo de ver qué porcentajes de ocupación existen en los citados países, saber qué número de turistas son capaces de atraer, si existe o no dependencia de algún tipo de nación emisora de visitantes en concreto para los estados receptores, así como analizar el ADR promedio que impera en esos países a partir de la web Numbeo, con el objeto de conocer si son mercados atractivos para los turistas (o para qué perfil de los mismos) y, lo que no es menos importante, conocer si NH aplica un ADR más alto o más bajo que ese promedio calculado. La conclusión de este punto es un DAFO de NH y señalar cuáles son las ventajas competitivas que puede tener la entidad al operar primordialmente en estos países.

### Apartado 3. Aspectos técnicos de la valoración de empresas.

Este punto es el académicamente más puro del trabajo, y en él se detalla la teoría aplicada a la hora de realizar la valoración de NH a partir de libros comúnmente usados en el ámbito académico:

- (2010, Brealey, Myers y Allen)
- (2007, de Pablo y Ferruz)

También se ha utilizado textos publicados por autores de referencia en el campo que concierne a este trabajo, destacando al gurú de las finanzas corporativas a nivel mundial y profesor en IESE, Pablo Fernández (2008; Fernández), o el profesor de IE, Francisco J. López Lubián (2001, López Lubián).

Se ha decidido, no solo ver aquellos aspectos que se deben analizar con atención a la hora de elaborar una valoración empresarial, sino que también se ha dado especial importancia a aquellos errores que son frecuentemente cometidos a la hora de realizar este tipo de estudios y que pueden enturbiar el resultado final de la valoración. Tampoco se han obviado aquellos aspectos endémicos del sector hotelero y que permiten generar valor a las empresas del sector, recabando información del trabajo publicado por Santandreu y Casanovas en el año 2011 (2011, Santandreu y Casanovas).

#### Apartado 4. Valoración de la compañía NH.

Tomando como base la teoría descrita en el apartado anterior, se ha detallado en texto el trabajo elaborado en un modelo de hoja de cálculo Excel, describiendo y razonando los valores asignados a las proyecciones de los estados financieros y que permiten deducir los flujos de caja que serán descontados al coste de capital promedio ponderado (WACC). No es despreciable la reseña, aunque sea breve, al plan estratégico de la empresa, así como el dossier de prensa con las principales noticias que hacen referencia a NH en 2015 y 2016.

El modelo de valoración toma una base de los estados financieros reales de la compañía desde el año 2009 a 2015 tomados de las memorias de la entidad, los cuáles han sido objeto de análisis mediante ratios de liquidez, solvencia y rentabilidad para conocer el estado de salud económica de la empresa. Para el cálculo del WACC, se han tenido cuenta diferentes perspectivas que son detalladas en profundidad, acudiendo a la página web de Bolsas y Mercados Españoles, así como a Yahoo finance para el cálculo del  $K_e$  mediante el análisis de correlaciones entre la acción y el índice IBEX Medium Cap adoctrinado por Markowitz y Sharpe en el CAPM. También se han obtenido estimaciones del valor de crecimiento a perpetuidad ( $g$ ), así como un valor de Beta alternativo, de la página del profesor de la NY Stern University, Aswath Damodaran.

Para concluir, y dado que la asignación de valores a ciertos parámetros puede estar contaminada de cierta subjetividad, especialmente para “ $g$ ”, se ha elaborado un análisis de sensibilidad para el valor de la acción ante variaciones de “ $g$ ” y WACC.

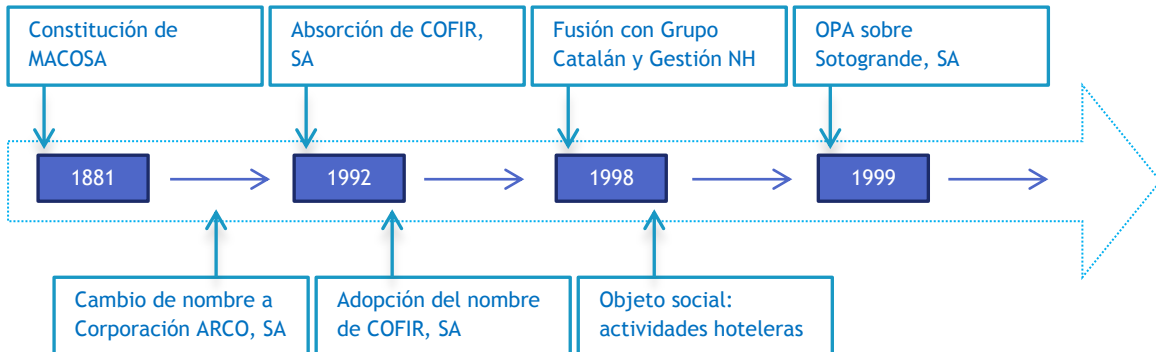
#### Apartado 5. Conclusión.

Para finalizar, se exponen las razones que se creen motivantes de la desviación entre el precio de cotización real de NH y el rango de precios obtenido en el análisis de sensibilidad.



### 1.3. Presentación de NH Hotel Group. Reseña histórica y accionistas.

Como reseña histórica, plasmaremos aquella que refleja la propia compañía en sus informes de cuentas anuales, a través del siguiente diagrama de hitos históricos del grupo:



Accionistas significativos a:	31/12/2015	31/12/2014
HNA Group Co. Ltd.	29,50%	29,50%
Grupo Inversor Hesperia, S.A.	9,24%	9,24%
Banco Santander, S.A.	-	8,57%
Intesa Sanpaolo, S.p.A.	-	7,64%
Oceanwood Capital Management LLP	7,58%	-
Henderson Global Investors	4,19%	-

#### Composición del accionariado a 31/12/2015



Ilustración 1 Principales accionistas de NH Fuente: Elaboración propia a partir de cuentas anuales de NH.

Los acuerdos de 2015, reflejados en la nota 14.1, son reflejo de una política expansiva del grupo mediante el asociacionismo para explotar el mercado asiático principalmente:

- El 15 de abril de 2015 se formalizó el contrato de Joint Venture entre el Grupo y la sociedad MDH Hologram, S.A.
- Con fecha 9 de septiembre de 2015 se formalizó la Joint Venture con el grupo accionista HNA Hospitality Group CO, LTD, creando una sociedad china en la que el Grupo participa en un 49%.

## 1.4. NH en el marco competitivo actual.

NH Hotel Group es una cadena hotelera que opera con una capacidad de en torno a 400 hoteles repartidos por Europa, América y África. El grupo cotiza en la Bolsa de Madrid, concretamente en el IBEX Medium Cap como ya hemos apuntado anteriormente.

A continuación se presentan tres ilustraciones que permiten enclavar a NH Hotel Group en su entorno competitivo atendiendo a su capacidad de alojamiento y nivel de facturación.

CADENA	Establecimientos	Establecimientos	Habitaciones	Habitaciones
	2015	2014	2015	2014
Meliá	309	308	82.283	79.000
NH	375	369	59.047	57.785
Riu	104	104	44.490	45.277
Barceló	107	140	33.379	37.380
Iberostar	77	76	27.262	26.806

Ilustración 2 Ranking de cadenas hoteleras españolas según capacidad Fuente: Hosteltur

Como podemos apreciar, NH es líder dentro de las cadenas españolas por número de hoteles, y segundo si atendemos al número de habitaciones. No obstante, se encuentra muy lejos en términos de capacidad a las cinco cadenas líderes a nivel mundial visibles en la ilustración a la derecha.

CADENA	Hoteles	Habitaciones
Marriott	5.456	1.071.096
Hilton	4.480	737.922
Intercontinental	4.963	726.876
Wyndham	7.760	671.900
Jin Jiang-Plateno	6.000	640.000

Ilustración 3 Ranking de cadenas hoteleras de ámbito internacional (2015) Fuente: Hosteltur

Si nos fijamos a nivel de facturación dentro de las cadenas españolas, NH es la única de decreció en 2014 con respecto a 2013, dejándola en cuarto posición en el ranking, a pesar de ser la número uno en cuanto a número de establecimientos, como hemos puntualizado previamente.

CADENA	Facturación 2014 (.000 €)	Facturación 2013 (.000 €)	Variación
Riu	1.618,0	1.472,0	9,92%
Melía	1.464,0	1.352,0	8,28%
Iberostar	1.435,0	1.107,0	29,63%
NH	1.246,9	1.249,6	-0,22%
Barceló	942,2	886,7	6,26%

Ilustración 4 Ranking de cadenas hoteleras españolas según volumen de facturación Fuente: Hosteltur



Ilustración 5 Fuente: Página web de NH Hotel Group

País	Nº Hoteles	%/total
España	137	36,53%
Alemania	59	15,73%
Italia	54	14,40%
Holanda	35	9,33%
Colombia	15	4,00%
Argentina	13	3,47%
Bélgica	11	2,93%
Méjico	11	2,93%
Resto	40	10,67%
	<b>375</b>	<b>100,00%</b>

En esta sección podemos ver la distribución geográfica de los hoteles de la cadena NH, donde, como ya hemos apuntado en la introducción, tienen especial relevancia España, Alemania, Italia y Holanda como países en donde la cadena tiene una mayor presencia relativa sobre el total de su capacidad hotelera. Así mismo, es reseñable la presencia de NH en Latinoamérica. Cabe destacar que, primordialmente, NH se caracteriza por adentrarse en nuevos mercados mediante la adquisición de hoteles o cadenas de hoteles en los nuevos países, más que por la construcción de hoteles nuevos.

Ilustración 6 Distribución geográfica de los hoteles de la cadena NH Fuente: Página web de NH Hotel Group

La compañía tiene una cartera de hoteles que se encuentra en constante variación como podemos ver en el Anexo - Variación en la cartera de hoteles de NH durante el ejercicio 2015.

La cadena cuenta con 4 marcas de segmentación para sus hoteles tal y como se puede apreciar en su información corporativa, se citan seguidamente.

- **NH Hotels**, para hoteles urbanos de tres y cuatro estrellas cuyos clientes demandan una ubicación excelente con la mejor calidad-precio.
- **NH Collection**, para los hoteles *premium* ubicados en las principales capitales de Europa y América. Esta categoría pretende sorprender al cliente con una oferta que va más allá de lo que éste espera.
- **nHow**, para aquellos hoteles de diseño no convencionales, cosmopolitas y con personalidad única en las urbes más internacionales.
- **Hesperia Resorts**, para los hoteles vacacionales ubicados en entornos privilegiados.

## 2. Situación coyuntural y características del sector de la hostelería.

En el presente punto se pretende ofrecer una visión sobre el entorno económico en el sector de la hostelería, centrando el foco de atención en los países que tienen un mayor impacto en la cuenta de pérdidas y ganancias de NH según localización geográfica y origen de resultados según apreciamos en el gráfico sobre estas líneas y hemos mencionado en la introducción.

% de reparto de ingresos	2010	2011	2012	2013	2014	Promedio (2010 - 2014)
España	26%	26%	24%	24%	24%	25%
Alemania	18%	19%	22%	23%	23%	21%
Benelux	23%	23%	22%	21%	21%	22%
Italia	22%	21%	17%	18%	18%	19%
Resto de Europa	5%	5%	7%	7%	7%	7%
Latinoamérica	5%	5%	7%	7%	7%	6%

Ilustración 7 Reparto porcentual del resultado. Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de NH Hotel Group

De este modo, tal y como se puede desprender del gráfico de arriba; España, Alemania, Italia y Holanda, son el origen de entorno al 87% de los ingresos si tomamos como referencia el promedio de los mismos para un espectro desde 2010 a 2014.

Con el propósito de deducir el impacto que la situación coyuntural del turismo en dichos estados va a tener en las cuentas de NH, se han obtenido datos de diversas fuentes, siendo la principal de ellas Eurostat, tal y como citábamos en el punto introductorio del trabajo. En los siguientes apartados del documento, se pretende obtener una visión del comportamiento de las empresas y clientes dentro del marco de la hostelería, atendiendo a aspectos tan importantes como el ADR (Average daily rate) comparativo, los porcentajes de ocupación hotelera o la estancia media del cliente.



Ilustración 8 Localización de los hoteles de la cadena NH. Fuente: Elaboración propia a partir de las página web de NH.

## 2.1. Tendencias y variables macroeconómicas en el entorno de la hostelería.

Para comenzar este punto, debemos de definir conceptos sencillos y clave a la hora de hablar de este sector, que quedan claramente enmarcados por la Organización Mundial del Turismo (OMT):

- **Turismo doméstico o interno:** comprende a residentes que viajan sin traspasar la frontera del país, es decir, visitan un lugar dentro del propio país.
- **Turismo de entrada o receptivo:** se refiere a no residentes que deciden visitar el país que se toma de referencia.
- **Turismo de salida o egresivo:** residentes en el país que deciden visitar un lugar más allá de las fronteras del citado país de residencia.

Estos dos últimos términos conforman el denominado turismo exterior. Por otro parte, la OMT diferencia entre visitantes que pernoctan (turistas) y visitantes que pasan el día en el lugar sin pernoctar (excursionistas). Para no caer en equívocos, así como para obtener unas conclusiones y análisis válidos, comparables y congruentes, las noches pernoctadas son comúnmente utilizadas en el sector hotelero como medida de la performance. Así pues, la mayoría de los datos obtenidos para realizar el estudio se han obtenido en noches, de manera análoga a la práctica habitual en el sector. No obstante, en lo referente a este apartado de indicadores, en subsiguientes puntos hablaremos sobre la principales key performance indicators (KPI) del sector.

Centrando nuestra mirada en las tendencias del sector en los últimos años, observamos la divergencia a favor del turismo de no residentes con respecto a residentes. Nótese que la población tomada como referencia son ciudadanos residentes en la Unión Europea de los 28 (UE-28), y se clasifican como residentes y no residentes dependiendo si han realizado turismo interior o exterior. Este aspecto para España no es baladí, dado que como veremos, es el principal receptor en la UE-28 de visitantes no residentes.

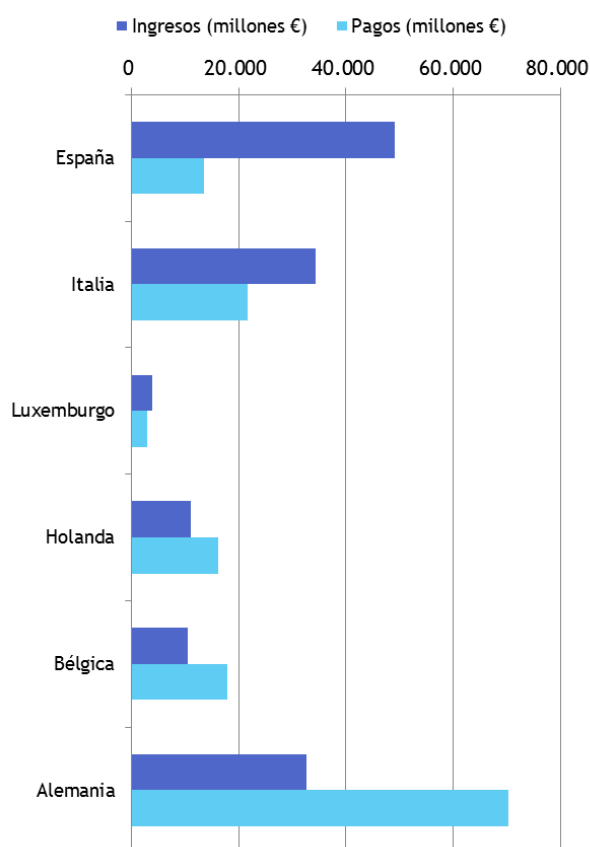
	2010	2011	2012	2013	2014
Total noches	104,81	108,31	113,01	115,77	117,68
Noches no-residentes	106,68	114,16	120,09	126,42	128,64
Noches residentes	103,49	104,20	108,03	108,28	109,97

**Ilustración 9** Tendencia en las noches pernoctadas en UE-28 en alojamientos hoteleros (Año base 2005) Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat (online data code: tour\_occ\_ninat)

En lo referente a visitantes que llegan desde fuera de la UE-28, notamos una desaceleración en el número de visitantes recibidos. Cabe destacar el retroceso del turismo ruso en 2014 provocado por la crisis acarreada del conflicto en Ucrania. Parece un presagio a lo que podría ocurrir con el turismo proveniente de China y Brasil, debido a las respectivas de desaceleración y crisis que están sufriendo las economías de sendos países.

	2010	2011	2012	2013	2014
Rusia	195,79	263,22	329,67	385,82	347,67
USA	93,56	99,63	102,67	106,98	112,54
China	141,81	191,89	263,78	320,86	381,76
Japón	79,31	80,24	90,73	92,08	88,98
Brasil	204,18	269,19	279,55	290,58	315,03

**Ilustración 10** Tendencia en las noches pernoctadas por no residentes en UE-28 en alojamientos hoteleros (Año base 2005) Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat (online data code: tour\_occ\_ninat)



**Ilustración 11** Ingresos y pagos por turismo en la balanza de pagos de 2014 Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat (online data codes: bop\_c6\_q, bop\_eu6\_q and nama\_10\_gdp)

El sector del turismo tiene un impacto significativo en la balanza de pagos. La significación de dicho efecto es mayor conforme mayor importancia o peso tiene el sector dentro del conjunto de la economía del país.

En el gráfico a la izquierda, podemos observar que el sector turístico aporta un mayor saldo positivo en la balanza de pagos de 2014 a España, y penaliza en mayor medida a Alemania. El efecto neto positivo en España viene magnificado por los efectos de la crisis, dado que los residentes españoles apuestan en mayor medida por el turismo interior, y a su vez, al ser España un destino barato en relación a sus competidores, el número de visitantes no residentes se ha venido incrementando para el estado español. Además, los actos terroristas acaecidos en los países competidores geográficamente, y con precios más asequibles, como Túnez o Egipto; hacen que España vea incrementado su número de visitantes no residentes.

Alemania, con una economía más boyante durante el periodo post-crisis de 2008, ve como su balanza de pagos se ve afectada negativamente por el turismo que los residentes alemanes realizan fuera de sus fronteras. No obstante, podremos observar en venideros apartados que Alemania cuenta con el turismo interior más potente en términos de masa clientelar dentro de UE-28, tanto por motivo de ocio como de negocios.

Otra cuestión que debemos tener en cuenta cuando deseamos conocer la situación de cualquier sector, así como predecir su evolución en un futuro próximo, son los precios que rigen en el mismo y la capacidad de poder adquisitivo que tienen nuestra masa clientelar. Sirva para dicho propósito los dos siguientes gráficos que muestran el PIB per cápita en términos de paridad de poder adquisitivo estandarizado (PPAE) tomando como base (100) la media de la UE-28, el IPC armonizado general, y el IPC armonizado para el sector de hoteles y restaurantes para 2014.

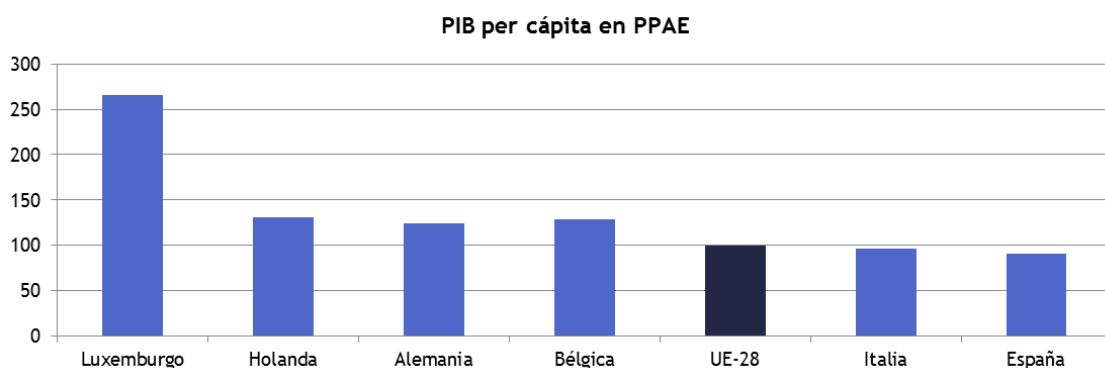


Ilustración 12 PIB per cápita en paridad de poder adquisitivo estandarizado en 2014 (100 = media UE-28) Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat

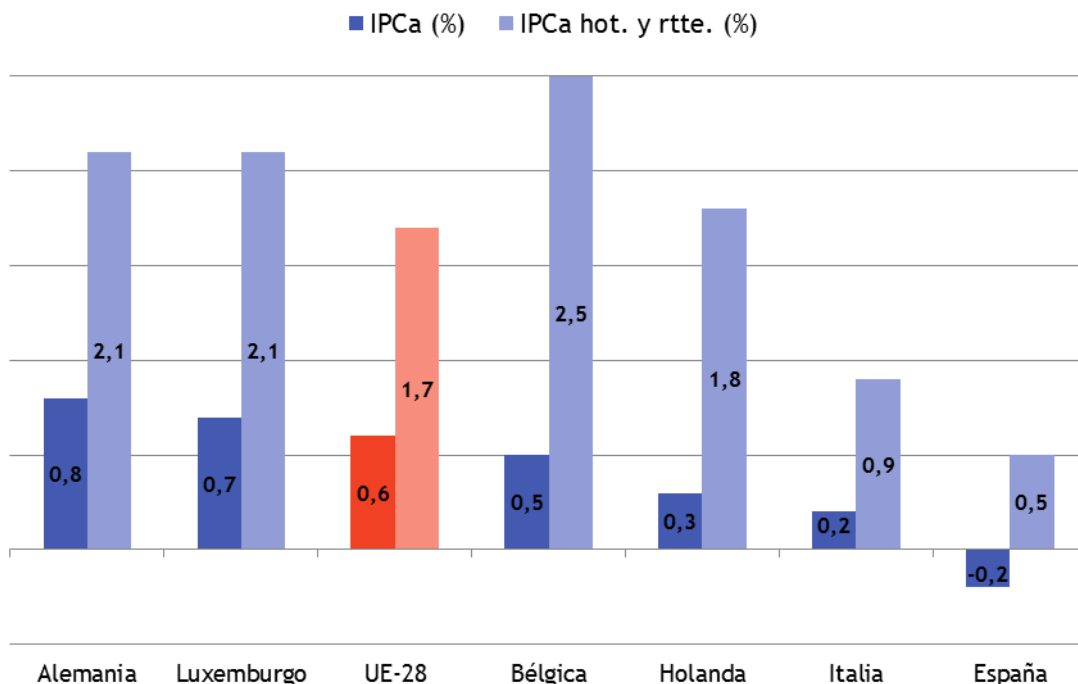


Ilustración 13 IPC armonizado e IPC armonizado para restaurantes y hoteles en 2014 Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat

De los dos anteriores gráficos podemos desprender que Alemania, así como el segmento de Benelux, cuentan con un poder adquisitivo elevado, siendo mayor el PIB per cápita para Luxemburgo debido a su escaso número de habitantes en relación con su potente economía financiera. Los precios del sector de la hostelería, podemos ver la reducida variación de su IPC en España, que por otro lado experimentó una caída en el IPC de 2014 con respecto a 2013 del 0,2%.

No obstante, la mejor manera de saber en qué segmento de precios se encuentra cada país, es mediante el estudio de las tarifas hoteleras. Es por ello que se ha realizado un estudio de los ADR o ARR (Average Room Rate) que se expone en el siguiente sub-apartado.

### 2.1.1. Análisis del ADR.

Para la elaboración del estudio, se ha tomado una muestra de 177 ciudades, extraídas el 28 de febrero de 2016. Numbeo es una base de datos que capta los precios de los servicios de reserva on-line, así como también permite a usuarios registrados dar a conocer su comportamiento turístico. El rango de hoteles es de 3 a 5 estrellas para las 177 ciudades. Por su parte, los precios son netos de impuestos para eliminar el efecto diferencial de los distintos gravámenes de IVA aplicados. Una vez obtenidos los datos, se ha calculado el promedio en hoja de cálculo Excel, así como se ha obtenido la ciudad más cara y la más barata para la muestra en cada país. Dicho estudio ha arrojado los resultados expuestos en las siguientes tablas.

En el estudio se aprecia que España tiene en ADR medio más bajo en comparación con el resto de países a estudio, motivo por el cual lo convierten en un país altamente interesante en términos de turismo para residentes en países con un poder adquisitivo mayor. Además de ofrecer unos precios competitivos a nivel de alojamiento, España es atractivo para este segmento de la población de UE-28 debido a su

País	Muestra de ciudades	Precio promedio hotel
Alemania	44	74,41
España	40	54,94
Italia	60	71,11
Bélgica	9	86,55
Holanda	21	72,49
Luxemburgo	3	81,12

Ilustración 14 Análisis de ADR Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Numbeo.com

climatología, la riqueza cultural y gastronómica. Luxemburgo y Bélgica están a la cabeza del ADR medio, en consonancia con lo visto en el anterior apartado en lo referente a paridad de poder adquisitivo. Como reseña, diremos que Luxemburgo atrae a la mayor parte de sus visitantes por motivos de negocios, debido a su potente sector financiero.



Tarifa más elevada	Localidad con tarifa más elevada	Tarifa más baja	Localidad con tarifa más baja	Diferencial
97,06	Konstanz	48,91	Halle	48,15
90,02	Ibiza	40,61	León	49,41
102,57	Sanremo	51,76	Rimini	50,81
98,79	Leuven	73,62	Antwerp	25,17
95,39	Amsterdam	60,75	Groningen	34,64
83	Clervaux	79,54	Luxembourg	3,46

Ilustración 15 Ciudades con ADR más elevado y más bajo Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Numbeo.com



Ámsterdam (Holanda)



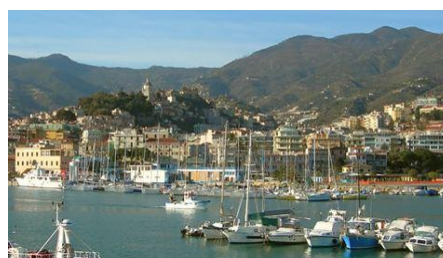
Lovina (Bélgica)

### Ranking 3 ciudades más caras por país

País	Ciudad	Precio promedio hotel
Alemania	Konstanz	97,06
Alemania	Freiburg Im Breisgau	91,65
Alemania	Regensburg	88,77
España	Ibiza	90,02
España	Las Palmas	80,2
España	San Sebastian	75,68
Italia	Sanremo	102,57
Italia	Levanto	101,46
Italia	Taglio di Po (Rovigo)	96,36
Bélgica	Leuven	98,79
Bélgica	Ostend	96,27
Bélgica	Brugge	89,58
Holanda	Amsterdam	95,39
Holanda	Almere	91,81
Holanda	Alkmaar	87,18
Luxemburgo	Clervaux	83
Luxemburgo	Esch-sur-alzette	80,82
Luxemburgo	Luxembourg	79,54



Constanz (Alemania)



San Remo (Italia)



Ibiza (España)

Ilustración 16 Fuente: Numbeo.com

### 2.1.2. ADR en NH Hotel Group.

A continuación, podemos ver el análisis que la propia compañía NH ha elaborado en su informe de resultados para el ejercicio 2015, publicado el 25 de febrero de 2016 y disponible tanto en su página web corporativa, como en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Los datos han sido introducidos en hoja de cálculo Excel para ser utilizados posteriormente como drivers en las proyecciones de flujos de caja, al considerar a algunos de ellos de una importancia sustancial.

	OCUPACIÓN %			ADR		
	2015	2014	Var %	2015	2014	Var %
España y Portugal	67,7%	63,9%	5,9%	77,0	69,6	10,6%
Italia	66,9%	65,2%	2,6%	111,4	95,4	16,8%
Benelux	68,2%	67,3%	1,3%	91,8	86,2	6,5%
Resto de Europa	69,5%	72,6%	-4,3%	82,4	77,7	6,0%
<b>TOTAL EUROPA</b>	<b>68,2%</b>	<b>67,6%</b>	<b>0,9%</b>	<b>88,2</b>	<b>80,3</b>	<b>9,8%</b>
Latinoamérica	66,6%	69,4%	-4,0%	72,4	62,4	16,0%
<b>TOTAL</b>	<b>68,1%</b>	<b>67,7%</b>	<b>0,6%</b>	<b>87,1</b>	<b>78,9</b>	<b>10,4%</b>

Ilustración 17 Ocupación y ADR en NH Hotel Group (2015vs2014) Fuente: Presentación de resultados de NH Hotel Group 2015

Si comparamos los datos obtenidos en el estudio expuesto en el punto 2.1.1, podemos pensar que la muestra escogida en Numbeo.com, infravalora o subestima los ADR, especialmente en el caso de España, o que NH Hotel Group aplica un ADR superior a la media del sector, entendiéndose éste como establecimientos hoteleros de entre 3 y 5 estrellas. Sin embargo, podemos encontrar otra respuesta a dicha diferencia mirando a un aspecto presente en la presentación de resultados del grupo: el ARI o ADR relativo, que es un indicador comparativo que muestra cómo se encuentra y evoluciona el ADR de la compañía con respecto a su competencia. Tal y como aparece en el punto de precios y gestión de ingresos de su presentación de resultados para 2015, para NH Hotel Group en 2015 “la evolución del ADR en las top ciudades del Grupo ha sido favorable en todos los trimestres de 2015 frente a los competidores directos. En el segundo semestre del año, este crecimiento relativo ha sido del 6,4%, lo que implica cerrar el año con +12,4% vs 7,0% de nuestra competencia, o una mejora del ADR relativo (ARI) de +5,4%, lo que demuestra la habilidad de NH para incrementar los precios por encima de los competidores”. Además, existe diferencia entre el portfolio de hoteles de NH y la muestra tomada por desde Numbeo.com, dado que sabemos qué porcentaje por categoría de estrellas tiene NH en su cartera pero no se detalla en Numbeo, empañando de esta manera la calidad del resultado obtenido. Tras realizar la comparativa entre los datos del estudio, teniendo en cuenta las limitaciones encontradas, y los datos expuestos por NH, podemos decir que el ADR de NH es ligeramente superior a la media del sector en cada gama de hoteles.

## 2.2. Principales núcleos de interés turístico.

Millones de noches  
pernoctadas por  
residentes y no  
residentes.

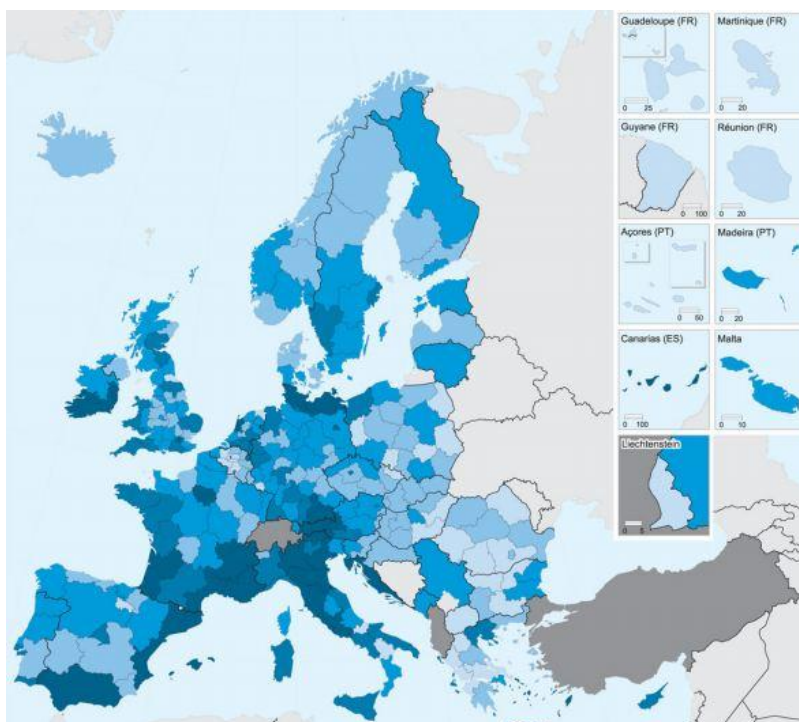
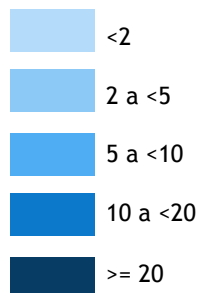


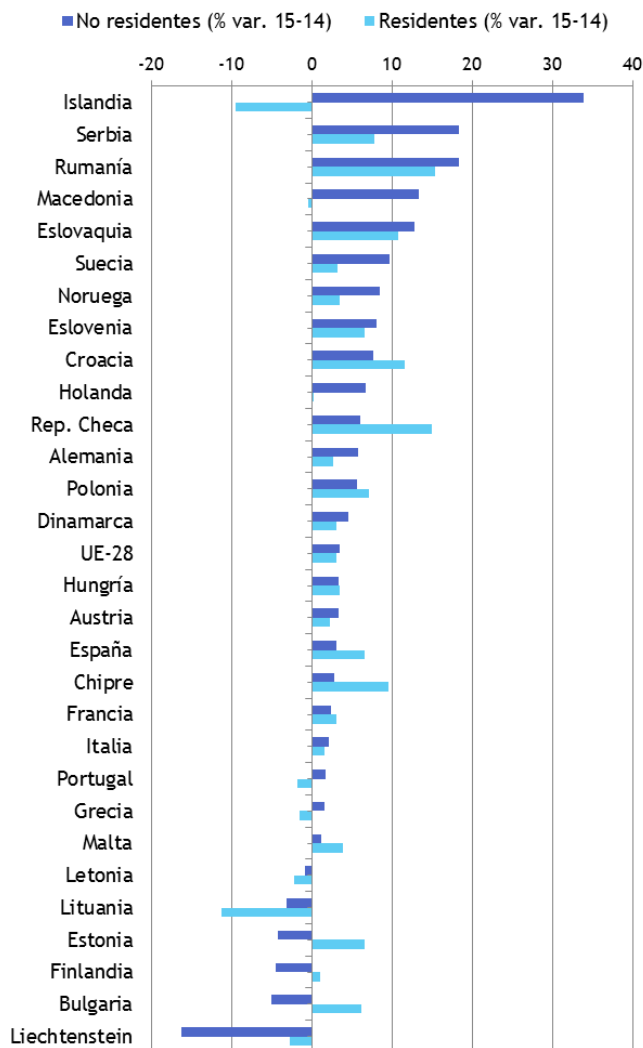
Ilustración 18 Mapa de noches pernoctadas (en millones) por residentes y no residentes en 2014  
Fuente: Eurostat

Como podemos observar, tanto en el mapa en la parte superior, como en la tabla a nuestra derecha, existen destinos que son claramente preferidos por los turistas como destino vacacional. España es el país que cuenta con más áreas geográficas predilectas dentro de la UE-28, donde destacan con hegemonía las islas Canarias, debido a sus temperaturas benignas durante todo el año gracias a encontrarse muy cerca del trópico, así como a sus exóticos paisaje volcánicos. Cabe destacar también, la gran importancia que tiene el turismo de no residentes en la costa de Dalmacia (Croacia), islas Baleares y las anteriormente citadas islas Canarias. Destacan en Italia las regiones del Véneto y la Toscana, por lo que vemos que NH se encuentra bien posicionado dentro de los destinados turísticos más visitados dentro de Europa.

	Total de pernoctaciones (millones)	% de no residentes sobre el total
1 Canarias (ES)	94,3	88,1
2 Île de France (FR)	77,7	57,7
3 Cataluña (ES)	72,7	66,3
4 Jadranska Hrvatska (HR)	63,3	93,5
5 Illes Balears (ES)	63,0	91,2
6 Veneto (IT)	61,9	66,8
7 Andalucía (ES)	57,3	50,8
8 Provence-Alpes-Côte d'Azur (FR)	53,7	34,7
9 Rhône-Alpes (FR)	47,3	28,5
10 Inner London (UK)	44,8	81,4
11 Toscana (IT)	43,2	53,7
12 Comunidad Valenciana (ES)	40,3	48,8

Ilustración 19 Número de noches pernoctadas (en millones) por residentes y no residentes en 2014 Fuente: Eurostat

### 2.2.1. Nuevas tendencias en destinos turísticos.



No podemos obviar que, frente a los destinos turísticos tradicionales, existen nuevos centros de atención para los turistas, ya sea por la inversión que dichos países han hecho en dar a conocer el turismo en su nación, por el desconocimiento y poca masificación del turismo en dichas áreas (buscado de la novedad y exclusividad), o bien sea por los precios asequibles que ofrecen los destinos. Así pues, vemos que Islandia, Serbia y Rumanía se han colocado en el podio de honor en lo que respecta a la variación porcentual en turistas no residentes si comparamos los datos de 2015 con los obtenidos por dichos países en el año anterior. Islandia en particular ha sido un dominador claro en este indicador en cuestión, debido a que cumple los requisitos citados anteriormente; ha invertido en promocionar su país que está lleno de parajes atractivos, tales como acantilados, lagos de aguas termales o paisajes volcánicos; además, es un destino turístico relativamente desconocido para el viajante.

Ilustración 20 Porcentaje de cambio en pernoctaciones de 2015 con respecto a 2014 Fuente: Eurostat (online data code: tour\_occ\_nim)

Islandia ha experimentado como la participación del turismo en su PIB ha aumentado en un 55% desde 2009 a 2013 de acuerdo con el islandsbanki, motivo por el que el Gobierno islandés se ha visto obligado a acometer las inversiones necesarias en infraestructuras. Según Ragnheidur Elin Arnadottir, ministra de turismo de Islandia, “esto es muy impactante y no podemos darnos el lujo de no ser eficientes”. En la imagen que adyacente al texto se muestra uno de los resort hoteleros con aguas termales de nueva creación en Islandia.



### 2.3. Estructura del sector.

#### 2.3.1. Capacidad hotelera.

Estado	Nº total de establecimientos hoteleros y similares	< 25 habitaciones (%)	De 25 a 99 habitaciones (%)	De 100 a 249 habitaciones (%)	> 250 habitaciones (%)	Noches pernoctadas por residentes y no residentes (millones)
España	19.563	61,71	25,99	8,93	3,38	404
Francia	17.336	:	:	:	:	402
Italia	33.290	55,09	40,63	4,29	0,00	378
Alemania	33.997	70,02	24,95	4,33	0,71	367
Reino Unido	40.272	:	:	:	:	304
Austria	12.839	:	:	:	:	110
Holanda	3.561	:	:	:	:	100
Grecia	10.123	52,44	39,76	5,89	1,91	95
Polonia	3.646	51,65	40,76	6,58	1,01	67
Croacia	909	41,14	30,58	19,91	8,36	66
Portugal	2.331	:	:	:	:	55
Suecia	2.033	41,52	40,68	15,25	2,56	52

: = no disponible

Ilustración 21 Hoteles y alojamientos similares por tamaño (2014) Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat (online data code: tour\_cap\_nats)

La tabla en la parte superior refleja claramente dos de las variables más críticas y que todo empresario hotelero debe de tener presente, como son el número de competidores que voy a tener y la clientela que el emplazamiento elegido es capaz de atraer. Como podemos observar, España es el líder en pernoctaciones, y el resto de países en donde NH tiene mayor presencia se encuentran dentro de las diez primeras plazas del ranking. Sorprende que España, cuente con menor número de establecimientos que Italia, Alemania o Reino Unido. Este hecho puede ser explicado para Alemania por tener una mayor superficie que el estado español. Por su parte, el turismo de negocios genera menos noches a los hoteles que el turismo vacacional, por lo que Reino Unido genera esa disonancia entre “noches” y “número de establecimientos”.

En la siguiente ilustración, se nos muestra el tamaño que tiene la estructura hotelera en España, Italia y Alemania, de donde podemos deducir que, en el país teutón predomina, en términos relativos, el hotel pequeño, siendo éste el que cuenta con menos de 25 habitaciones. Si acumulamos los dos primeros tramos, obtenemos que Italia, es el país con mayor porcentaje de hoteles entre 0 y 99 habitaciones respecto a su capacidad hotelera total, dejando a España en liderato en los grandes hoteles y macro complejos, sobre todo presentes en el litoral español y sus islas.

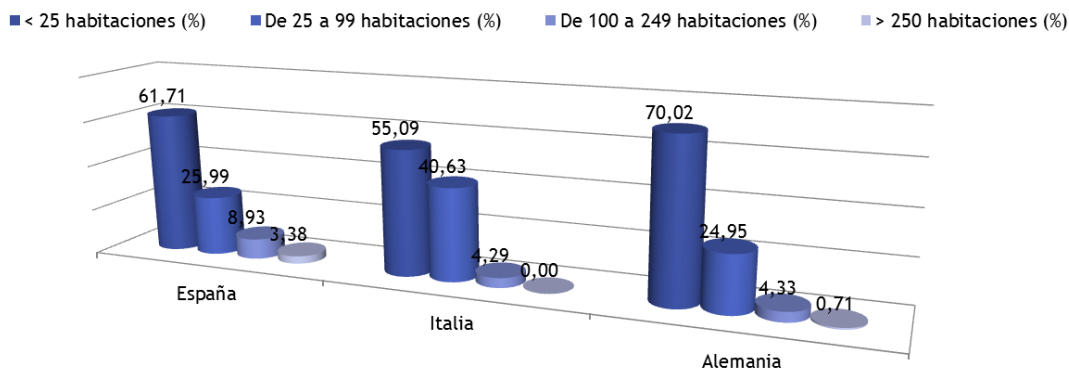


Ilustración 22 Distribución del tamaño de los establecimiento hoteleros en España, Italia y Alemania (2014) Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat (online data code: tour\_cap\_nats)

Ligando con el párrafo anterior, en el siguiente cuadro bajo estas líneas, podemos apreciar el gran atractivo que ofrece la costa española, concentrando casi un 80% de las pernoctas realizadas por residentes y no residentes, solo superado por países en donde su litoral es mayor en relación a la superficie total del país, como Grecia, Croacia o Portugal. En lo referente a la densidad de población, no se aprecian grandes diferencias entre los países donde NH opera de una manera predominante; sobre todo si atendemos a los países con los valores extremos: Reino Unido en zona densamente poblada (51,6%) y Austria en zonas escasamente pobladas (66,91%).

Estado	Noches pernoctadas por residentes y no residentes (.000)	Zona costera (%)	Zona no costera (%)	Zona densamente poblada (%)	Zona intermedia (%)	Zona escasamente poblada (%)
España	403.963	78,70	21,30	31,89	38,28	29,83
Francia	402.315	34,08	65,92	38,28	23,39	38,33
Italia	378.176	53,54	46,46	27,35	37,37	35,29
Alemania	366.527	17,57	82,43	37,36	29,90	32,56
Reino Unido	310.136	46,22	53,78	51,10	24,50	24,40
Austria	110.441	0,00	100,00	17,78	15,31	66,91
Holanda	99.752	30,82	69,18	29,56	37,00	33,45
Grecia	95.810	95,35	4,65	13,55	29,16	57,29
Polonia	66.580	24,97	75,03	33,71	33,90	32,40
Croacia	66.125	94,24	5,76	4,32	29,11	66,57
Portugal	54.979	87,00	13,00	43,39	42,70	13,91
Suecia	52.280	61,64	38,36	37,96	23,85	38,19
Rep. Checa	42.947	0,00	100,00	45,91	16,71	37,37
Bélgica	31.448	21,03	78,97	42,12	38,50	19,38
Dinamarca	29.647	91,16	8,84	32,50	11,64	55,86

Ilustración 23 Participación en noches pernoctadas en alojamientos turísticos por tipo de localización en 2014 Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat (online data code: tour\_occ\_ninatc, tour\_occ\_ninatd)

## 2.3.2. Generación de empleo.

Estado	Todos los sectores de actividad	Sector de la hostelería	Sector alojamiento turístico	% personas empleadas (Sector hostelería/Total sectores)
Alemania	38.210	1.433	375	3,7503%
Bélgica	4.380	151	n/a	3,4475%
España	20.356	1.451	337	7,1281%
Francia	25.642	875	256	3,4124%
Holanda	8.464	359	72	4,2415%
Italia	23.222	1.154	238	4,9694%
Reino Unido	28.411	1.247	n/a	4,3891%

Ilustración 24 Encuesta de población activo en la Unión Europea (2007). N° de personas empleadas en miles Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat (Tourist employment file)

Tal y como podemos desprender de la tabla arriba, y respaldando lo expuesto en el abstracto del este trabajo, vemos la gran importancia que tiene el sector turístico en la economía española en términos de población empleada en dicho sector sobre el total de la población empleada. Se ha añadido también a Francia y al Reino Unido para tener a otros países de referencia por tamaño e importancia de su economía en general, así como de su sector turístico en particular, con el fin de poder enmarcar y comparar mejor a las áreas geográficas y países donde NH Hoteles recibe ingresos con mayor porcentaje dentro del global de sus cuentas.

Nótese que los datos expuestos son de 2007, pero si atendemos a los estudios de INE elaborados dentro de la EPA del primer trimestre de 2016, “el sector turístico contaba con 2.744.806 trabajadores en activo, un 7,2% más que en el mismo periodo del año anterior. Esto se tradujo en 184.604 personas adicionales en activo [...] Los ocupados vinculados a las actividades turísticas han experimentado un aumento interanual del 9,7%, que supone una variación absoluta interanual de 205.446 empleados más, hasta alcanzar 2.320.640 trabajadores, esta cifra es la más alta en un primer trimestre de toda la serie histórica. Los ocupados en el sector turístico supusieron el 12% del empleo total en la economía española”. Volviendo al estudio de Eurostat para el 2007, el porcentaje de población empleada en el sector de la hostelería con respecto al total de la población empleada, que para España era del 7,12% aprox., provocaba que el estado español se situase segundo en este ranking dentro de la Unión Europea de los 28, solo superado por Malta, con un 8,3%.

## 2.4. Comportamiento del sector.

### 2.4.1. Noches y ocupación.

Tal y como se puede observar en la tabla a la derecha, tan solo uno de los países en los que NH genera la mayor parte de sus ingresos ha obtenido un porcentaje de ocupación de camas superior al de la media de la UE-28 en el periodo de enero a septiembre de 2015, y este es España. A primera vista, y si atendemos a datos aportados en el punto anterior denominado capacidad hotelera, quizás pueda existir una sobredimensionamiento de la oferta hotelera en Alemania e Italia, si hacemos el conglomerado entre capacidad instalada y ocupación.

No obstante, tanto España, como Alemania, Italia y Holanda han visto incrementado su porcentaje de ocupación en el periodo que abarca de enero a septiembre de 2015 en comparación al mismo intervalo en 2014.

Estado	2015 (%)	Diferencia 2014 (puntos %)
Chipre	70,12	3,54
Malta	67,93	1,31
Croacia	62,19	1,74
España	60,82	2,38
Grecia	54,61	3,89
Francia	49,43	1,15
<b>UE-28</b>	<b>48,16</b>	<b>1,52</b>
Dinamarca	47,65	2,00
Eslovenia	47,46	2,39
Holanda	46,65	1,34
Portugal	45,42	0,07
Austria	45,31	0,40
Estonia	44,83	-0,83
Italia	44,64	1,77
Suecia	44,29	3,41
Alemania	43,73	1,26

Ilustración 25 Ocupación neta de camas en hoteles y similares de enero a septiembre de 2015 y variación con respecto al mismo periodo en 2014 Fuente: Eurostat (online data code: tour\_occ\_mnor, tour\_occ\_nim)

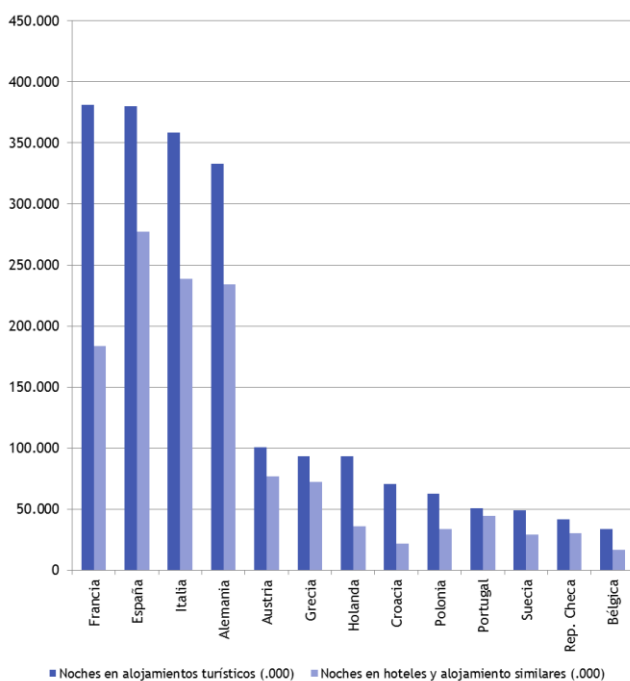


Ilustración 26 Número de noches pernoctadas en alojamientos turísticos (Enero a octubre 2015) Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat

El gráfico a la izquierda muestra las pernoctas realizadas (en miles) para el intervalo que comprende de enero a septiembre de 2015, según se hayan realizado en alojamientos turísticos en su conjunto (barra azul oscuro) o en hoteles (barra azul claro). La diferencia entre ambas barras, son las noches que los turistas han optado por pernoctar en apartamento turísticos registrados, aparta-hoteles o campings, todos ellos productos sustitutivos de los hoteles. Destaca Francia, donde casi el 50% de las noches pernoctadas se han realizado en este segundo bloque de establecimientos turísticos.



### 2.4.2. Comportamiento turístico de los residentes y no residentes.

Para concluir este análisis coyuntural del sector hotelero, se antoja como muy relevante analizar de dónde provienen los flujos de turistas, así como saber qué grado de dependencia existente, en su caso, de ciertos países de origen de visitantes para los mercados nacionales sobre los cuales se ha elaborado el análisis coyuntural. Dicho esto, España se presenta como un país que recibe la mayor parte de los ingresos del turismo exterior, dado que tan solo el 35,73% de las pernoctas

Estado	Noches pernoctadas (.000)	Residentes (%)	No residentes de otros países UE-28 (%)	No residentes del resto del mundo (%)
España	403.963	35,73	53,32	10,95
Francia	402.315	67,46	22,60	9,93
Italia	378.176	50,59	34,25	15,17
Alemania	366.527	79,59	12,26	8,15
Reino Unido	310.136	63,88	17,15	18,98
Austria	110.441	29,28	58,35	12,36
Holanda	99.752	65,49	27,74	6,77
Grecia	95.810	18,21	57,75	24,04
Polonia	66.580	80,49	13,83	5,68
Croacia	66.125	7,64	81,28	11,07
Portugal	54.979	35,19	53,08	11,73
Suecia	52.280	76,55	11,42	12,04
Rep. Checa	42.947	48,52	30,26	21,22
Bélgica	31.448	47,50	42,71	9,79

Ilustración 27 Noches pernoctadas en alojamientos turísticos según origen del huésped en 2014 Fuente: Eurostat (online data codes: tour\_dem\_tttot and tour\_dem\_ttq)

en 2014 provinieron de turistas de residentes. No obstante, cabe decir, como ya se han mencionado anteriormente, que los españoles se han visto obligados a reducir el turismo más allá de las fronteras españolas debido a los efectos de la crisis. En el caso contrario se encuentran Holanda y Alemania, que cuentan con un mayor peso del turismo interior sobre el total de sus pernoctas.

Observando los datos un poco más al detalle, podemos ver en la tabla bajo estas líneas, que España depende en gran medida Reino Unido y Alemania, que supusieron casi la mitad del turismo exterior receptivo en 2014. Holanda también tiene cierta dependencia de Alemania por su proximidad geográfica, siendo éste el estado de los analizados que menos dependencia tiene de ningún país en términos de turismo receptivo. Sorprende el relativo escaso impacto que tiene el turismo francés en el sector turístico de Italia y España.

Estado	1er. País de origen	%	2do. País de origen	%	3er. País de origen	%
España	Reino Unido	26,69	Alemania	22,54	Francia	8,38
Italia	Alemania	28,16	USA	6,44	Francia	6,36
Alemania	Holanda	14,65	Suiza	7,73	Reino Unido	6,87
Holanda	Alemania	39,94	Bélgica	13,69	Reino Unido	10,68
Bélgica	Holanda	25,95	Francia	14,58	Reino Unido	11,86
Luxemburgo	Holanda	28,64	Bélgica	18,75	Alemania	12,52

Ilustración 28 Ranking de noches pernoctadas en alojamientos turísticos según origen del huésped en 2014 Fuente: Eurostat (online data codes: tour\_dem\_tttot and tour\_dem\_ttq)

## 2.5. Coyuntura del sector hotelero. Conclusiones y DAFO para NH Hotel Group.

Una vez recabada y analizada la información, podemos concluir este punto del trabajo con la obtención de conclusiones acerca del sector hotelero en España, Holanda, Italia y Alemania. El gráfico que podemos ver a continuación nos muestra de manera visual las ventajas relativas que tienen los citados países con respecto a las variables de ocupación hotelera, noches pernoctadas y ADR.

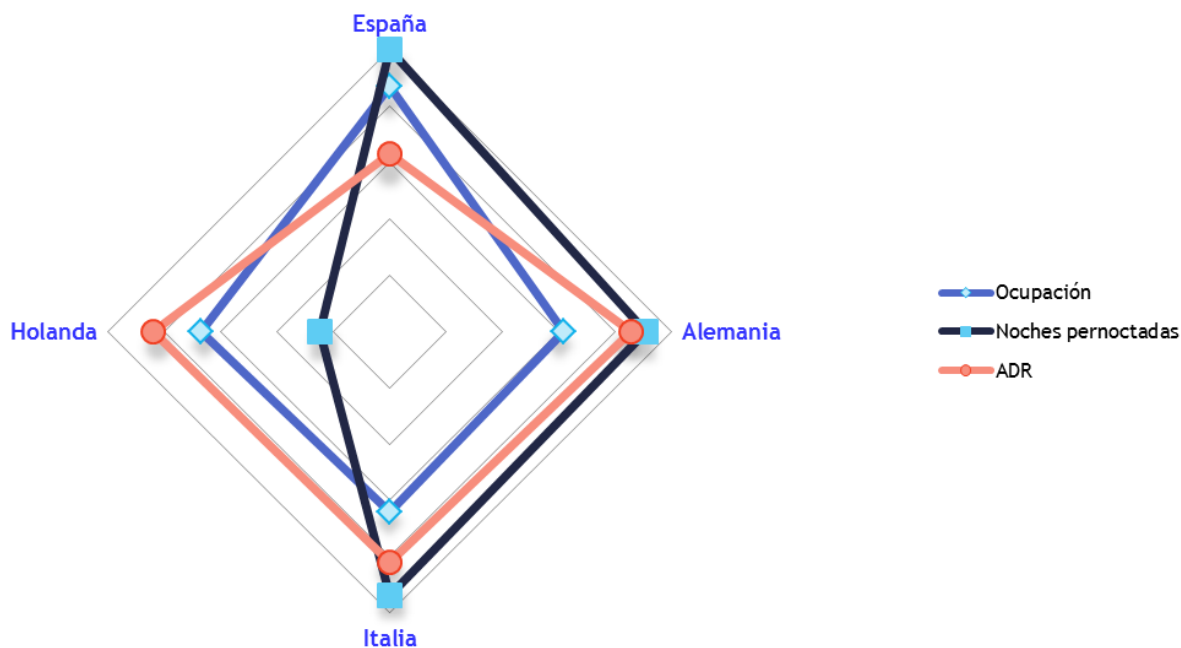


Ilustración 29. Ventajas competitivas relativas del sector hotelero en España, Holanda, Italia y Alemania Fuente: Elaboración propia

Del gráfico podemos desprender que Holanda tiene una cierta desventaja como destino turístico al observar la variable de número de noches pernoctadas, teniendo siempre en cuenta que habría que ponderar la citada variable por la superficie del país, que es sustancialmente menor que la de los otros tres países a estudio. Para compensar este hecho, el ADR que se puede cargar a los clientes es mayor, por lo que se obtiene un mayor margen por habitación. Se debería analizar también el salario medio y los costes en suministros comparativos entre los cuatro países para poder aseverar con rotundidad que verdaderamente se obtendría un mayor margen por habitación.

España se presenta como el país más atractivo entre los cuatro que aparecen en este comparativo de ventajas competitivas, dado que tiene una excelente valoración en porcentaje de ocupación y noches pernoctadas, con un ADR muy bajo, lo que lo convierte en especialmente atractivo para los clientes con motivo de visita vacacional o de estancia de varias noches por viaje de negocios. Además, el turismo en la zona del norte de África, ha sufrido severamente el impacto del terrorismo islámico, desviando flujo turístico hacia el territorio español.

En este punto del trabajo, disponemos de una cantidad de información holgadamente abultada como para elaborar un análisis DAFO para la cadena NH, tal y como se muestra a continuación.



### 3. Valoración de empresas. Aspectos técnicos y metodología.

Luego de haber realizado un estudio de la situación coyuntural del sector en el cual realiza su actividad la compañía NH, este punto, tratará de aportar una visión teórica acerca de la valoración de empresas en general, con pequeños matices a tener en cuenta dentro de la idiosincrasia del sector hotelero que aportará mayor valor al posterior estudio.

Para Pablo Fernández (Fernández, 2008), profesor de IESE Business School, y uno de los gurús de las finanzas corporativas junto con Aswath Damodaran, la valoración de empresas, es “un ejercicio de sentido común que requiere unos pocos conocimientos técnicos y mejora con la experiencia”. Para Fernández, a la hora de valorar una empresa, nunca debemos de olvidar responder a tres preguntas clave: ¿qué estamos haciendo?, ¿por qué estamos haciendo la valoración siguiendo una determinada metodología?, y finalmente, ¿para quién estamos haciendo la valoración? En caso de separarnos de la senda marcada por estas respuestas, o de olvidarnos cuestionar todas o algunas de las preguntas, estaremos incurriendo en errores a la hora de valorar la empresa y descubriremos que, hemos estado carentes de sentido común, conocimientos, o de ambos.

Pablo Fernández clasifica los métodos de valoración de empresas en seis grupos:

- Balance
  - Valor contable
  - Valor contable ajustado
  - Valor de liquidación
  - Valor sustancial
  - Activo neto real
  
- Cuenta de resultados
  - Múltiplos (PER; EV/EBITDA, etc.)
  
- Mixtos (Goodwill)
  - Clásico
  - Unión de expertos contables europeos
  - Renta abreviada
  - Otros
  
- Descuento de flujos
  - Free cash-flow
  - Dividendos
  - Otros.

- Creación de valor
  - EVA
  - Beneficio económico
  - Cash value added.
  - Cash flow return on investment (CFROI)
  
- Opciones
  - Black and Scholes
  - Opción de invertir
  - Ampliar el proyecto
  - Aplazamiento de la inversión
  - Otros

En este estudio se realizará de manera práctica una valoración por descuento de flujos, denominada como “la conceptualmente correcta” por Fernández para valorar empresas con expectativas de continuidad en su actividad. Por ende, en este apartado, se va a realizar énfasis en el citado grupo de métodos de valoración de empresas.

Es preciso decir acerca de la valoración de una empresa será diferente para un comprador que para un vendedor, y dentro estos dos grupos, también será diferente el valor asignado dependiendo de diversos factores. Podemos ver algunos ejemplos de los mismos bajo estas líneas.

Vendedor	Comprador
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Motivación de la venta: cese de actividad, desinversión para recibir liquidez, desinversión estratégica, inviabilidad financiera o económica para continuar la actividad, etc.</li> <li>▪ ¿voy a ceder cuota de mercado a un competidor o potencial competidor?</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ ¿me permitirá entrar en un nuevo mercado?</li> <li>▪ ¿me permitirá tener sinergias con mi negocio actual?</li> <li>▪ ¿voy a poder aprovechar todo el know-how y tecnología de la empresa adquirida?</li> </ul>

En cuanto a la motivación de la valoración empresarial, Pablo Fernández cita los siguientes como los principales motivos para la misma:

- Operaciones de compra venta: fija un precio techo para el comprador y un suelo para el vendedor.
- Valoración de empresas cotizadas en Bolsa: permite al inversor saber qué valores incorporar (infravalorados) o vender en su cartera de activos (sobrevalorados). Así mismo, permite elaborar comparables para valorar empresas similares.
- Salidas a Bolsa: estimar y justificar el precio de la oferta al público.
- Herencias y testamentos.
- Sistemas de remuneración variable basados en la generación de valor.
- Identificar y jerarquizar los *drivers* que generan valor a la empresa.
- Adoptar decisiones estratégicas.
- Planificación estratégica.
- Procesos de arbitraje y pleitos.

### 3.1. El sistema de descuento de flujos.

Los métodos fundados en el descuento de flujos están basados en realizar proyecciones de flujos de caja del negocio, calcular su valor residual, y descontar estas cifras de flujos de caja al momento presente siguiendo la siguiente expresión:

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

Siendo  $CF_i$  = flujo de fondos generado por la empresa en el periodo “i”;  $K$  = tasa de descuento;  $VR_n$  = valor residual en el año “n”  $\rightarrow VR_n = CF_n \cdot (1+g) / (K - g)$ ; siendo  $g$  = tasa de crecimiento constante de los flujos de caja estimados para el año “n”.

Nótese que al final de las proyecciones, obtenemos el denominado valor residual, dado que consideramos que la empresa va a continuar en funcionamiento. En caso contrario, el valor a calcular sería el valor de liquidación.

#### 3.1.1. El flujo libre para la compañía y para el accionista.

En este punto, podemos apreciar y entender cómo llegar al flujo libre para la compañía (free cash-flow to the firm o FCFF), así como al flujo libre para el accionista (FCFE), a partir de la cuenta de resultados de una manera muy genérica, pero a la vez, clara.

Cuenta de resultados	FCFF	FCFE
(+) Ingresos por ventas	EBIT*(1-t)	Beneficio neto
(-) Coste de las ventas	(+) Amortizaciones y dep.	(+) Amortizaciones y dep.
<b>Margen bruto</b>	(-) Capex	(-) Capex
(-) Costes generales (OPEX)	(+/-) Variación en NOF	(+/-) Variación en NOF
<b>EBITDA</b>	<b>FCFF</b>	(+/-) Variación en deuda
(-) Amortizaciones y dep.		<b>FCFE</b>
<b>EBIT</b>		
(+/-) Intereses		
<b>EBT</b>		
(-) ISS (EBT*t)		
<b>Beneficio neto</b>		

A modo explicativo, vamos a realizar las siguientes reseñas sobre algunos de los anteriores términos:

- **OPEX:** término que deriva del anglosajón operating expenditures. Hace referencia a aquellos costes que están estrechamente vinculados a la actividad de la empresa y que son necesarios para el desarrollo de la actividad económica de la compañía.
- **EBITDA:** es el beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones. Conceptualmente, se puede asemejar a un beneficio neto operativo, dado que solo tiene en cuenta los ingresos, así como los costes variables o fijos para la obtención de los mismos, pero dejando aparte el gasto por obsolescencia del activo y eventuales deterioros (Amortizaciones y depreciaciones).
- **EBIT:** es el beneficio antes de intereses e impuestos y el punto de partida para calcular el FCFF, dado que no tiene en cuenta los intereses ni la deducción de los mismos en el impuesto de sociedades (ISS). Nótese que, precisamente, multiplicamos el EBIT por el gravamen (t) para ver el efecto impositivo que el resto de los valores (ingresos y gastos de la cuenta de resultados) tienen dentro de la cascada de resultado que permite llegar al FCFF. En una situación que consideramos normal para una empresa de un sector no financiero y endeudada, es decir, que tenga un resultado financiero negativo (ingresos por intereses < gastos por intereses); entonces  $(EBIT \cdot t) > (EBT \cdot t)$ . No obstante, en el modelo de este trabajo, se parte desde el beneficio neto.
- **EBT:** es el beneficio justo antes de sustraerle los impuestos generados en el impuesto de sociedades.
- **Amortizaciones y dep.:** las amortizaciones y depreciaciones deben de ser sumadas dado que son un gasto que no supone salida real de efectivo.
- **CAPEX:** término que deriva del inglés capital expenditures. Refiere a la inversión en activo no corriente necesario para reemplazar el activo obsoleto, para ampliar capacidad, para imprimir una mejora tecnológica, etc. Se debe de restar (o sumar si se trata de una desinversión), dado que al ser un activo, no aparece en la cuenta de pérdidas y ganancias pero sí conlleva una salida de efectivo (entrada si desinvertimos), dado que debemos de pagar a nuestros proveedores de inmovilizado.
- **Variación en deuda:** debemos tener en cuenta los pagos del principal de la deuda, es decir, disminuciones del pasivo, que no se reflejan en la cuenta de resultados pero sí son una salida de efectivo; así como la asunción de nuevas deudas, es decir, aumentos de pasivo que no se reflejan en PyG y sí conllevan una entrada de efectivo.

- **Variación en NOF:** conceptualmente, las variaciones en las necesidades operativas de fondos (NOF), surgen del float financiero derivado del diferencial en el tiempo que existe entre la realización de pagos a nuestros proveedores y los cobros a nuestros clientes, así como de la rotación que tengan nuestros inventarios. Otra aproximación conceptual al término NOF sería definirlos como la inversión necesaria en activo corriente para que la actividad empresarial se desarrolle sin problemas de tesorería. No obstante, hemos de advertir que lo que realmente necesitamos para calcular los flujos de caja, son la variación en NOF, de tal modo que si el saldo en NOF en el periodo “t+1” es superior al del periodo “t”, debemos de reflejar la cifra en negativo, dado que es una inversión en activo corriente. Por el contrario, si el saldo NOF en el periodo “t+1” es inferior al del periodo anterior, el ajuste deberá ser positivo.

Las NOF se calculan mediante la siguiente expresión:

$$\text{NOF} = \text{Saldo medio de existencias} + \text{Saldo medio de cuentas a cobrar} \\ - \text{Saldo medio de cuentas a pagar}$$

Así pues, unas NOF negativas serán beneficiosas para la empresa, dado que significan que la empresa paga a sus proveedores en un plazo superior al que recibe pagos de sus clientes y tienen una rotación alta de stocks en inventario. En la citada situación, se dice que la empresa se financia de manera espontánea con sus proveedores.

### 3.2. Errores habituales a la hora de realizar una valoración de empresas.

---

A menudo, a la hora de realizar una valoración de empresas, los profesionales a cargo de ello incurren de una manera recurrente en ciertos errores que han sido recogidos por expertos en la materia de finanzas corporativas, tanto en libros, como el de Brealey (London Business School), Myers (Sloan School of Management), y Allen (Wharton); o el elaborado por De Pablo (UNED) y Ferruz (Universidad de Zaragoza); como en artículos publicados en revistas especializadas, como es el caso del profesor de IE Business School, López Lubián.

De este modo, el objetivo de este punto es dar luz a aquellas sugerencias, técnicas y consejos que se nos muestran en los anteriormente citados textos y ligar los aspectos que podemos enmarcar como más generalistas y cualitativos, con aquellos otros errores que son susceptibles de cometerse desde un punto de vista más específico y cuantitativo a la hora de elaborar la valoración de una empresa.



### 3.2.1. Errores en la valoración de empresas desde una perspectiva generalista.

---

Como ya hemos adelantado en el párrafo introductorio del punto, en este sub-apartado vamos a dar luz a las cuatro trampas que, para López Lubián (López Lubián, 2001), son en las que con mayor asiduidad se incurre a la hora de realizar el proceso de valoración de una empresa.

- **Valorar empresas no se circunscribe solo a aspectos técnicos:** todo proceso de valoración se fundamenta en hipótesis con las que realizar las proyecciones de flujos de caja, y las mismas deben de estar basadas en fundamentos razonables desde una perspectiva económica, social, económica, etc. En otras palabras, debemos realizar, como apuntaba Pablo Fernández, una valoración basándonos en nuestros conocimientos técnicos y usando el sentido común.
- **Debemos contrastar la calidad de la información introducida en el modelo:** es obvio que debemos de contrastar la información con la cual se alimenta el modelo y no dejarnos llevar por expectativas cortoplacistas, dado que “la creación de valor económico sostenible no es una tarea compatible con comportamientos compulsivos orientados exclusivamente al corto plazo”. Así mismo López Lubián nos advierte sobre ciertas estratagemas contables que no reflejan una realidad empresarial fidedigna, tales como “reconocer como beneficio plusvalías que se obtienen en la gestión de los fondos de pensiones para los empleados, que pueden convertirse en pérdidas ante un cambio en el mercado”.
- **No entender el contexto en el que se realiza la valoración:** de manera análoga a como lo hace Pablo Fernández, y tal y como hemos apuntado al inicio del apartado, es de crucial importancia preguntarse para qué, para quién y en qué circunstancias realizamos la valoración. Resulta especialmente interesante la siguiente reflexión de López Lubián: “una valoración correctamente realizada permite identificar los elementos subjetivos empleados para emitir esa opinión, y, en el caso de desacuerdo, establecer un diálogo razonable sobre temas concretos”.
- **Actualizar información y realizar seguimiento:** es evidente decir, a estas alturas del documento, que la valoración de una empresa a través de un sistema de descuento de flujos está basada en las predicciones que hagamos sobre el futuro y no en la realidad. Para López Lubián, “la mejor manera de prever el futuro es hacer que se cumpla. Lo que equivale a decir que el proceso de valoración para un gestor no acaba con el análisis de la decisión a tomar. Antes al contrario, es donde empieza”. Por tanto, se exhorta a los responsables de realizar la valoración a realizar un seguimiento y actualización de los fundamentos en los que están basadas sus hipótesis, así como de la realidad económica.

### 3.2.2. Errores en la valoración de empresas desde una perspectiva técnica.

---

En este otro sub-apartado, como ya se ha mencionado anteriormente, se pretende extraer y aglutinar los errores que más comúnmente son cometidos desde un aspecto técnico, tomando como guía conceptual los libros de Brealey, Myers y Allen (Brealey, Myers, Allen, 2010), así como el elaborado por De Pablo y Ferruz (De Pablo y Ferruz, 2007).

#### 3.2.2.1. Amortizaciones.

Como es bien sabido y se ha citado anteriormente, las amortizaciones son un gasto que no supone una salida real de efectivo en la tesorería de la empresa. Dejando a un lado el concepto puramente contable ligado a la obsolescencia técnica y a la vida útil de activo, podemos decir que, las amortizaciones, son un instrumento para que nuestra inversión en activo no corriente tenga un impacto paulatino en la cuenta de pérdidas y ganancias, y por ende, la entidad pueda deducirse esa inversión acometida del impuesto de sociedades. Una vez enmarcado el concepto, procedemos a exponer dos puntos de gran relevancia en las amortizaciones:

- **La cifra de amortización debe ser consistente con nuestra cifra de CAPEX:** parece obvio decir que la cifra de amortizaciones que estimemos en nuestras proyecciones deben guardar relación con la inversión en CAPEX estimada, pero este aspecto queda no tan claro a la hora de calcular el valor residual (VR) a partir del último flujo de caja proyectado, dado que este debe reflejar un flujo que sea sostenible para proyectarlo a perpetuidad. Es decir, debemos de ver el tipo de negocio y el sector en el que nos encontramos a la hora de hacer nuestras estimaciones, si es un sector en madurez o en crecimiento, o la necesidad de renovación de activos que se requiere para competir. En términos muy generales, y haciendo una llamada a la prudencia en las estimaciones, se aconseja que el último periodo proyectado tenga una inversión en CAPEX que cubra la dotación a la amortización estimada para el mismo periodo.
- **Criterio de amortización:** debemos de ser conscientes, a la hora de hacer la valoración, de la forma en la que la empresa amortiza sus activos, así como la forma en la que vamos a proyectar dichas amortizaciones. Tomad como alternativa un sistema de amortización acelerada puede ser ventajoso (y engañoso), dado que al aplicar amortizaciones mayores en los primeros periodos proyectados, reducimos nuestra base imponible a pagar del impuesto de sociedades, aumentando el cash-flow, por ende, el valor de la empresa.

### 3.2.2.2. Coste de capital promedio ponderado.

El coste de capital promedio ponderado (CCPP o más comúnmente conocido por su acrónimo anglosajón WACC), es un parámetro que genera controversia a la hora de estimar un valor de la empresa final. El WACC viene definido por la siguiente expresión:

$$WACC = w_e * k_e + (1 - t) * w_d * k_d$$

Siendo:

- $K_e$  = la remuneración exigida por el accionista (coste de la financiación con recursos propios).
- $W_e$  = capitalización del mercado entre el sumatorio de la capitalización del mercado más la deuda neta empresarial.
- $K_d$  = coste de la financiación ajena.
- $t$  = tipo de gravamen en el impuesto sobre beneficios de la compañía.
- $W_d$  = deuda neta empresarial entre el sumatorio de la capitalización del mercado más la deuda neta de la empresa.

En especial, se destacan los siguientes puntos llamados a ser tomados en consideración para llegar a un dato de valoración coherente y consistente:

#### Grado de apalancamiento de la empresa y coste de la deuda:

Debemos de ser cautelosos, en el sentido de que se debe de tomar en consideración si el parámetro  $W_d$  se va a mantener constante a lo largo del periodo proyectado o va a sufrir modificaciones. De manera análoga a como apuntamos a la hora de definir en concepto CAPEX en el punto 3.1.1., se debe de tener en cuenta el grado de madurez de la empresa, del sector, así como de las necesidades de inversión para ser competitivos o lograr los objetivos estratégicos de la empresa.

Por norma general, las empresas tienen a tener un endeudamiento por dos motivos:

- Es más barato en términos de rendimiento financiero al exigido por los accionistas ( $k_e$ ).
- Ofrecen un incentivo fiscal al poder deducirse las empresas los intereses de la deuda.

No obstante, volvemos a insistir en que debemos de ser cautelosos a la hora de hacer nuestras proyecciones de balance, especialmente a la hora de proyectar el último periodo explícito y suponer que la empresa va a poder mantener, o en otras palabras, si va a poder asumir un nivel de endeudamiento alto a perpetuidad.

Del mismo modo, también hemos de observar y estimar si  $K_d$  se va a mantener constante a lo largo del periodo proyectado, dado que la empresa puede estar financiada en varios mercados y en distintas divisas, lo que puede generar grandes fluctuaciones en el citado parámetro. Se debe prestar atención a la volatilidad de los tipos de cambio y si la empresa tiene o no instrumentos de cobertura para protegerse ante variaciones en los tipos de interés y tipo de cambio, así como homogenizar magnitudes para obtener un  $K_d$  fidedigno y operable. Finalmente, se debe prestar atención a cómo pueden impactar, en los tipos de interés a los que se financia la empresa, las decisiones tomadas por los Bancos Centrales que rigen la política monetaria en aquellos mercados en los que la empresa está endeudada y sus efectos en las respectivas ETTI (estructura temporal de los tipos de interés).

#### Remuneración exigida por el accionista:

Así como hemos visto que es de especial relevancia observar si el coste de la deuda y grado de apalancamiento van a mantenerse constantes a lo largo del periodo proyectado, también lo es saber discriminar los diferentes riesgos que va a asumir el accionista en los diferentes mercados y proyectos que va a emprender la compañía, dado que rentabilidad exigida y riesgo están estrechamente y positivamente relacionados. Ejemplificando para el sector hotelero, puede resultar interesante abrir/adquirir un hotel/cadena en países que están en boga como destino turístico y cuentan con unos costes operativos bajos gracias a la mano de obra barata, tales como Vietnam, Camboya o la isla de Zanzíbar entre otros, pero el accionista va a mirar otros factores, como el riesgo político o de regulación del sector, entre otros. Estos flujos de caja deberían ser discriminados, y otorgarles un mayor  $K_e$  en comparación a los hoteles situados en países con un sector hotelero consolidado, y con clima político y regulatorio estable.

En resumen, para estimar un valor empresarial correcto, debemos tener en cuenta estos aspectos a la hora de calcular el WACC, utilizado como tasa de descuento de los flujos de caja estimados y, si existe una gran volatilidad a lo largo del periodo de proyección, deberemos de descontar los citados flujos de caja a diferente tasa y/o segmentar flujos de caja que provengan de mercados con diferentes características financieras en términos de riesgo de la inversión y coste de endeudamiento.

#### **3.2.2.3. *Proyecciones de flujos de caja.***

Las proyecciones de flujos de caja deben ser consistentes y sostenibles en el tiempo. Este hecho es de especial relevancia sobre todo en lo referente al último periodo que va a tener ser proyectado a perpetuidad y por ende, va a tener un impacto notable en la valoración de la empresa. Es por ello preciso, que las proyecciones de los flujos de caja reflejen de la forma más fehaciente posible todos los análisis que previamente se hayan hecho de la empresa en particular, y del sector y los países en los que la compañía opera en general.

#### *3.2.2.4. Efecto de la inflación.*

Según De Pablo y Ferruz, la inflación, es un elemento perjudicial para aquellas inversiones en las que no podemos adaptar las rentas percibidas al ritmo al que se deterioran por el efecto inflacionista. Así mismo, imprime un efecto favorable sobre la financiación ajena, dado que se devuelven rentas que tienen un menor poder adquisitivo en comparación al periodo en el cual las percibieron.

#### *3.2.2.5. Necesidades operativas de fondos (NOF).*

Esta primera visión de la relevancia de las NOF es más relevante desde una perspectiva de M&A, que desde una aproximación de la valoración de la empresa para un inversor que solo está interesado en adquirir un paquete de acciones. En un sector que puede llegar a ser muy estacional, especialmente en destinos puramente vacacionales, debemos atender al momento en el que se va a hacer operativa el cambio de manos de la compañía ante una eventual adquisición, dado que puede existir una diferencia sustanciosa entre las NOF iniciales necesarias entre adquirir operativamente una cadena hotelera o un hotel al principio de la temporada alta, al final, o durante temporada baja. Estas NOF deben ser ponderadas y tomadas en cuenta en el precio de adquisición finalmente acordado.

También hemos de ver el impacto que van a tener estas NOF (la variación entre periodos en concreto) en el último periodo proyectado, dado que va a redundar en el valor proyectado a perpetuidad, y por ende, un efecto en el dato de valoración empresarial. Es por ello que se recomienda estabilizar este efecto para que su impacto no sea más significativo que el que debería en el valor de empresarial obtenido finalmente.

Para concluir, como hemos podido observar en este apartado, existen multitud de variables que puede afectar al dato de valor patrimonial de la empresa, que es el output final que obtendremos al concluir el estudio y modelizarlo en hoja de cálculo Excel. La dificultad de tener en cuenta todos estos aspectos y el grado de subjetividad que podemos introducir en el modelo, hacen que sea sensato elaborar un análisis de sensibilidad con el objeto de establecer un marco de fluctuación que refleje tal variabilidad en los parámetros anteriormente expuestos, así como el grado subjetividad que ha podido contaminar el estudio y distorsionar el dato final.

### 3.3. Valoración de empresas hoteleras.

Como se menciona al inicio de este apartado, la idiosincrasia del sector hotelero hace que sea necesario poner el valor ciertas variables y aspectos que nos permitan tener un valor que refleje con mayor fidelidad el valor de una compañía hotelera.

Según Santandreu y Casanovas (Santandreu y Casanovas, 2011), el valor de una empresa hotelera se puede desagregar según los siguientes elementos visibles en el diagrama que tenemos a continuación. Todas estas variables influyen y han de ser tomadas en cuenta a la hora de valorar una empresa hotelera, pero su estudio, como veremos sigüientemente, tratar de estimar un modelo de regresión lineal entre ciertos elementos del cash-flow tomados como variables independientes, y el valor del patrimonio neto empresarial.

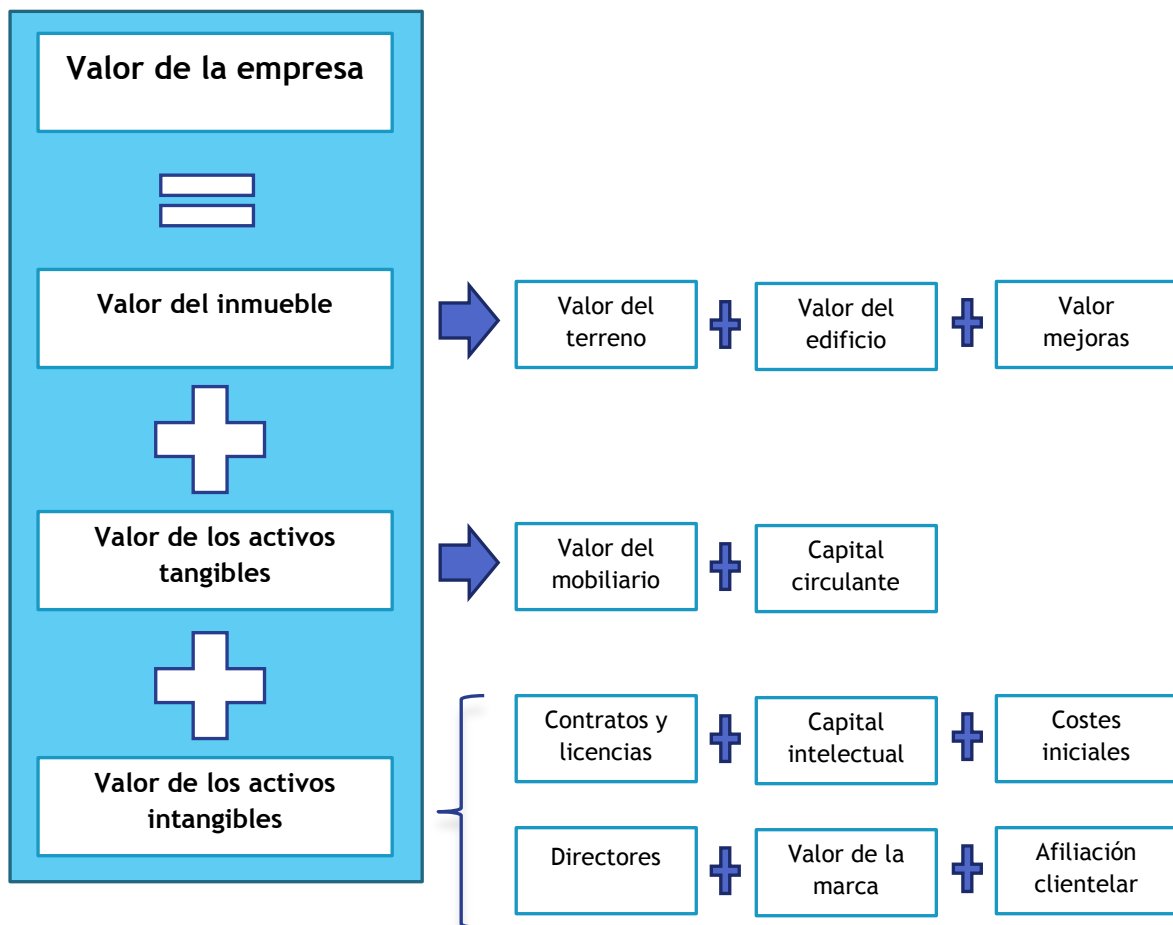


Ilustración 30 Diagrama de elementos que influyen en la valoración de una empresa hotelera Fuente: Elaboración propia a partir de (Santandreu y Casanovas, 2011)

Con el objeto de saber cuáles son los indicadores o variables que mejor permiten estimar el valor de una empresa hotelera, expondremos en las siguientes líneas, las deducciones patentes en el anteriormente citado estudio elaborado por Santandreu y Casanovas, en el cual se pretende estudiar la correlación existente entre, EBITDA, EBIT, beneficio neto, cash-flow para el accionista y RevPar (*Revenue per available room*), con los recursos propios de la compañía hotelera. En el mencionado estudio, se extrajeron las cifras de las citadas variables independientes de las memorias de 2006 a 2010 de seis empresas hoteleras: NH Hoteles, Orient-Express Hotels, Choice Hotels International Inc., Accor, Meliá y Marriot. Los resultados del estudio fueron los siguientes:

	Ventas	EBITDA	EBIT	Beneficio neto	CF Accionista
<b>Pearson</b>	0,93**	0,90**	0,89**	0,33	0,12
<b>R<sup>2</sup></b>	87,24%	80,51%	78,56%	11,12%	1,50%

Como podemos desprender de la tabla sobre estas líneas, las variables significativas y que podemos tomar, a priori, como inductores o drivers de los recursos propios en empresas hoteleras son las ventas, el EBITDA y el EBIT, siendo no significativas el beneficio neto y el CF para el accionista. No obstante, es de suma importancia advertir que los puntos en el diagrama de dispersión en torno a la recta de regresión se tornan más dispersos a medida que aumenta el valor de la variable independiente o explicativa. Sirva como ejemplo la imagen que se muestra a continuación del diagrama de dispersión que muestra EBIT frente a patrimonio neto.

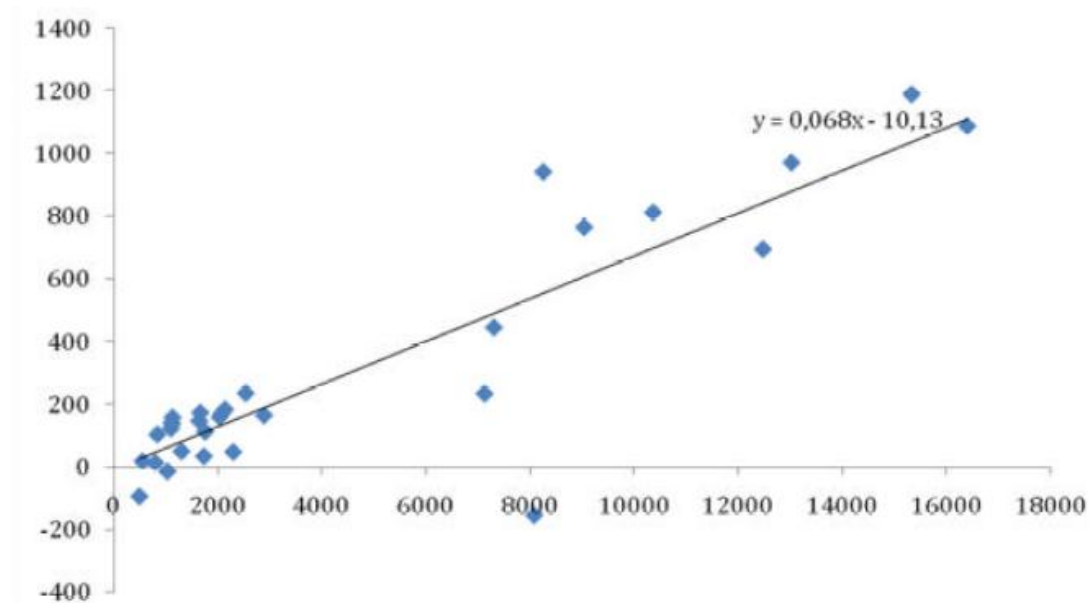


Ilustración 31 Diagrama de dispersión EBIT - FFPP Fuente: (Santandreu y Casanovas, 2011)

Por ello, Santandreu y Casanovas, dividieron la muestra en hoteles en dos grupos. Uno con un patrimonio neto inferior a 3.000 millones, y otro con patrimonio neto igual o superior a dicha cifra.

Así pues, la correlación y  $R^2$ , para las variables que resultaron significativas, dentro el grupo con capitalización inferior a 3.000 millones es:

	Ventas	EBITDA	EBIT
Pearson	-0,25	0,39	0,63**
$R^2$	6,07%	15,21%	39,60%

Mientras que para el grupo con capitalización superior a 3.000 millones es:

	Ventas	EBITDA	EBIT
Pearson	0,61	0,34	0,72*
$R^2$	37,25%	11,47%	52,48%

De este modo, del estudio de Santandreu y Casanovas, se deriva que el principal driver del valor del patrimonio neto empresarial de una empresa hotelera es el EBIT y que puede ser estimado a través de la siguiente recta de regresión simple.

$$y = 0,0682x - 10,132$$

$$\text{Valor patrimonio neto} = 14,6627566 * \text{EBIT} - 10,132(\text{millones})$$



### 3.3.1. Indicadores del desempeño operacional específicos del sector hotelero.

Dentro de los *key performance indicators* más utilizados en el sector de la hostelería, vamos a destacar los siguientes:

Indicador	Descripción
<b>RevPar</b>	(Ingresos por alojamiento/nº de habitaciones disponibles) - hace referencia a los ingresos obtenidos por habitación disponible.
<b>GopPar</b>	(Margen bruto por alojamiento/nº de habitaciones disponibles) - nos da una visión más precisa de la rentabilidad por habitación al incluir los costes.
<b>RevPag</b>	(Ingresos/nº de clientes disponibles por segmento) - se muestra como un indicador clave a la hora de realizar una segmentación del tipo de cliente y medir la eficiencia de las técnicas de upselling y cross-selling.
<b>GopPag</b>	(Margen bruto/nº de clientes disponibles) - análogo al anterior, pero tiene en cuenta los costes incurridos para generar esos ingresos.

### 3.3.2. Indicadores del desempeño del negocio virtual

En la actualidad, no solo es interesante medir tu rentabilidad operativa en el hotel. Las empresas hoteleras deben de mostrarse altamente preocupadas por medir la *performance* de sus páginas web, así como asegurar la alta usabilidad y facilidades de consumo para el cliente que contrata a través de Internet.

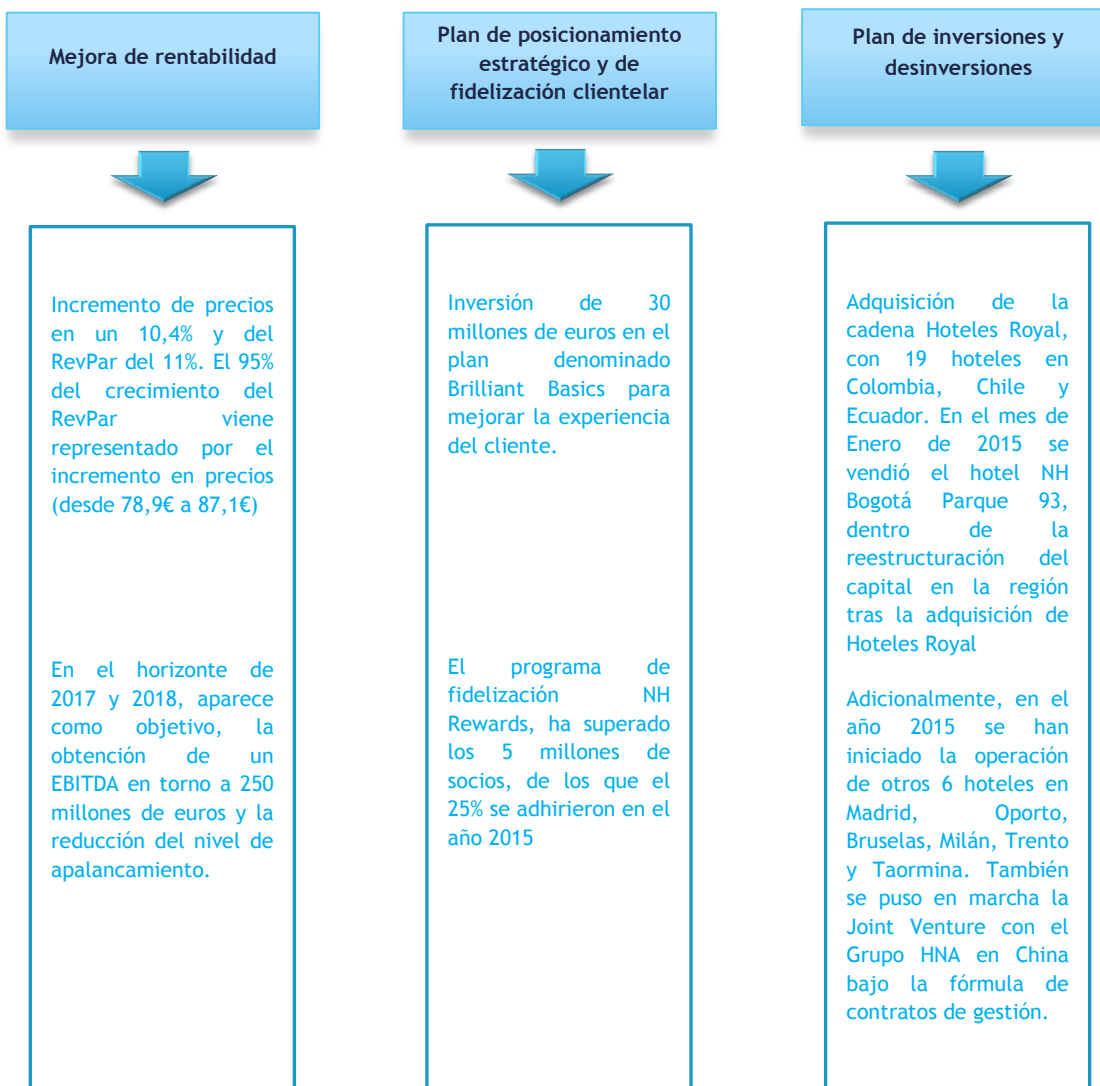
Indicador	Descripción
<b>Tasa de rebote</b>	Mide el número de usuarios que han accedido al sitio web sin interactuar con ningún elemento de la web.
<b>Páginas vistas</b>	Nos dice cuántas páginas dentro de nuestra web ha visto el usuarios antes de abandonar la web.
<b>Click-trought</b>	Número de clicks que ha recibido una elemento de nuestra web por visita.
<b>Tráfico por canal</b>	Nos aporta información acerca de dónde provienen las visitas de los usuarios (buscador, anuncio publicado en otra página, visita directa, etc.)
<b>Estancia media</b>	Tiempo promedio que un usuario se encuentra conectado a nuestra web en cada visita.

## 4. Valoración de la compañía NH Hotel Group.

Una vez sentados los pilares teóricos acerca de la valoración empresarial, y teniendo una visión del sector hotelero en los países que mayor impacto tienen en la cuenta de resultados de NH, se procede a valorar la compañía en este apartado. Para ello, se han obtenido las cuentas anuales consolidadas de los periodos 2009 a 2015 disponibles en la web de NH Hoteles, dentro de la sección de información para inversores, así como en la web de la CNMV. Las mismas van a ser objeto de análisis y servir como base de las proyecciones.

### 4.1. Plan estratégico de NH Hotel Group.

Según podemos observar en las cuentas anuales consolidadas e informe de gestión de 2015, en su anexo denominado “Evolución de los negocios y situación del grupo”, el presente y futuro del NH Hotel Group se antoja halagüeño a la par que esperanzador, según destacamos en los siguientes puntos destacados a continuación:



#### 4.1.1. Dossier de prensa. Actualidad referente a NH Hotel Group.

---

A la hora de realizar un seguimiento del sector, de los planes estratégicos de la compañía, así como de las noticias de rabiosa actualidad sobre la empresa en su conjunto; resulta tarea imprescindible realizar un seguimiento de las noticias de prensa que aparecen sobre la empresa de la que se desea realizar una valoración, en nuestro caso, NH Hotel Group SA.

##### Evaluación de la agencia Fitch de NH Hotel Group.

---



*“El programa de renovación y reposicionamiento tiene una buena y está reforzando y diversificando el modelo de negocio. La agencia de medición de riesgos Fitch ha confirmado la calificación crediticia de NH Hotel Group en B- (bono basura), aunque ha mejorado su perspectiva de estable a positiva, ha indicado hoy en un comunicado.” - Publicado en Expansión a 20 de abril de 2016.*

##### Planes de expansión de NH en China en asociación con HNA Hotel Group.

---



*“NH Hotel Group ha anunciado el lanzamiento de la sociedad conjunta con el grupo HNA Hospitality Group en China y las marcas con las que operarán en este país. ‘Nuo Han’, el nombre elegido para representar a NH en el país, simboliza la promesa de responder a las expectativas de los consumidores y de ofrecerles un futuro brillante. La cadena ha dado a conocer su plan de desarrollo a cinco años con el que espera alcanzar entre 120 y 150 hoteles en 2020, los dos primeros en Sanya y Haikou, en la provincia de Hainan, que abrirán antes de final de año.” - Publicado en Hosteltur el 31 de marzo de 2016.*

##### Intesa Sanpaolo vende su cartera de acciones de NH Hotel Group.

---



*“UBS ha colocado el 7,6% del capital de NH Hotel Group, por mandato de Intesa Sanpaolo y Private Equity International, entre inversores cualificados por un importe total en efectivo de 113,80 millones de euros. La venta de este paquete equivalente a 26,77 millones de acciones del grupo hotelero se ha realizado a un precio de 4,25 euros por título, según ha informado este viernes la entidad a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).” - Publicado en Expansión el 23 de enero de 2016.*

##### Banco Santander desinvierte el total de su participación en NH.

---



*“Banco Santander ha vendido su participación del 8,56% en NH Hotel Group, representativa de 30 millones de títulos, por un importe de 153 millones de euros, lo que supone un descuento del 1,35% con respecto al precio de cierre de hoy. La venta del paquete accionario que ostentaba la entidad bancaria se ha realizado a un precio de venta de 5,10 euros por título, según ha informado Fidentiis a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), tras finalizar el proceso de colocación acelerada.” - Publicado en Hosteltur el 20 de mayo de 2015.*

## 4.2. Análisis de estados financieros.

En el presente punto vamos a analizar los aspectos más llamativos que se han encontrado en las memorias de NH Hotel Group dentro del periodo analizado. El siguiente cuadro muestra los datos reales del balance de situación agregados por masas patrimoniales desde 2009 a 2015. Se ha realizado un análisis de solvencia, liquidez y rentabilidad para obtener una visión de la salud económico-financiera de la empresa.

Miles de euros	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>BALANCE DE SITUACIÓN - NH Hotel Group S.A.</b>							
Inmovilizado intangible	244.502	236.333	227.543	193.906	169.837	172.765	238.075
Fondo de comercio	121.134	120.408	119.968	101.814	97.221	93.923	118.793
Otros intangibles	123.368	115.925	107.575	92.092	72.616	78.842	119.282
Inmovilizado material e inversiones inmobiliarias	2.391.764	2.207.171	2.115.587	1.875.588	1.715.937	1.606.360	1.724.166
Inversiones financieras a l/p	229.562	247.043	185.136	180.608	195.778	183.380	177.454
Otros activos no corrientes	106.571	121.154	136.264	211.880	199.281	168.943	182.079
<b>Activo no corriente</b>	<b>2.972.399</b>	<b>2.811.701</b>	<b>2.664.530</b>	<b>2.461.982</b>	<b>2.280.833</b>	<b>2.131.448</b>	<b>2.321.774</b>
Existencias	126.037	118.973	116.228	106.005	79.635	8.226	9.508
Cuentas a cobrar	187.614	203.173	194.223	186.919	180.050	205.801	242.384
Inversiones financieras a c/p	14.217	94	0	14.850	0	2.787	2.190
Otros activos corrientes	16.218	13.839	11.365	14.134	12.987	112.634	57.332
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	221.585	173.117	91.143	41.445	133.869	200.103	77.699
<b>Activo corriente</b>	<b>565.671</b>	<b>509.196</b>	<b>412.959</b>	<b>363.353</b>	<b>406.541</b>	<b>529.551</b>	<b>389.113</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>3.538.070</b>	<b>3.320.897</b>	<b>3.077.489</b>	<b>2.825.335</b>	<b>2.687.374</b>	<b>2.660.999</b>	<b>2.710.887</b>
Capital Social	493.235	493.235	493.235	493.235	616.544	700.544	700.544
Reservas	872.340	779.210	735.400	736.890	542.825	536.727	527.317
Otros fondos propios	25.349	96.372	115.162	-230.292	-1.359	-100.603	-101.777
<b>Patrimonio Neto</b>	<b>1.390.924</b>	<b>1.368.817</b>	<b>1.343.797</b>	<b>999.833</b>	<b>1.158.010</b>	<b>1.136.668</b>	<b>1.126.084</b>
Deuda financiera a l/p	942.833	664.213	226.488	181.789	781.286	735.708	810.413
Otros pasivos no corrientes	491.191	394.605	364.817	351.670	303.825	325.144	344.591
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>1.434.024</b>	<b>1.058.818</b>	<b>591.305</b>	<b>533.459</b>	<b>1.085.111</b>	<b>1.060.852</b>	<b>1.155.004</b>
Deuda financiera a c/p	394.809	508.364	831.538	857.632	102.133	75.484	80.152
Otros pasivos corrientes	82.355	158.018	75.171	173.679	102.360	156.568	98.604
Cuentas a pagar	235.958	226.880	235.678	260.732	239.760	231.427	251.043
<b>Pasivo corriente</b>	<b>713.122</b>	<b>893.262</b>	<b>1.142.387</b>	<b>1.292.043</b>	<b>444.253</b>	<b>463.479</b>	<b>429.799</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>3.538.070</b>	<b>3.320.897</b>	<b>3.077.489</b>	<b>2.825.335</b>	<b>2.687.374</b>	<b>2.660.999</b>	<b>2.710.887</b>

Ilustración 32 Balance de situación agregado por masas patrimoniales de NH Hotel Group en miles de euros (2009 - 2015) Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de NH Hotel Group.

A primera vista, podemos apreciar en el balance de situación compacto que:

- La composición de balance otorga un gran peso al inmovilizado material, como es de esperar en el balance de la cuenta de una cadena hotelera.
- El incremento en las cuentas a cobrar ha sido mayor que el incremento en las cuentas a pagar, lo que genera un efecto negativo en NOF. Es decir, las NOF incrementan, otorgando un efecto negativo en el float financiero.
- Decremento en la cifra de patrimonio neto debido a la absorción de pérdidas.
- Reestructuración de deuda en 2013 (ver detalle de la misma en punto 4.3.2.2.).

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Ratios de liquidez y solvencia - NH Hotel Group S.A.</b>							
Ratio de liquidez (Activo corriente/Pasivo corriente)	0,8x	0,6x	0,4x	0,3x	0,9x	1,1x	0,9x
Test ácido (Activo corriente - Existencias/Pasivo corriente)	0,6x	0,4x	0,3x	0,2x	0,7x	1,1x	0,9x
Liquidez inmediata (Tesorería/Pasivo corriente)	0,3x	0,2x	0,1x	0,0x	0,3x	0,4x	0,2x
Ratio de solvencia (Activo total/Exigible total)	1,6x	1,7x	1,8x	1,5x	1,8x	1,7x	1,7x
Auto-financiación (Patrimonio Neto/Activo Total)	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x
Endeudamiento (Exigible/Patrimonio Neto)	1,5x	1,4x	1,3x	1,8x	1,3x	1,3x	1,4x
Cobertura (Recursos permanentes/Activo no corriente)	1,0x	0,9x	0,7x	0,6x	1,0x	1,0x	1,0x

Ilustración 33 Análisis de liquidez y solvencia Fuente: Elaboración propia a partir de cuentas anuales de NH.

Los ratios de liquidez muestran problemas en los periodos de 2009 a 2012, siendo 2013 el momento en el cual se reestructura gran parte de la deuda. Se observan también problemas en el ratio de cobertura para los periodos 2011 y 2012, donde el ratio está alejado de la unidad. Estos pobres resultados en los ratios de cobertura también quedan solventados al reestructurar financieramente la empresa y pasar magnitudes del exigible a corto plazo (pasivo corriente) al exigible a largo plazo (pasivo no corriente).

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ratios de rentabilidad - NH Hotel Group S.A.							
ROS (Bº Neto/Ingresos por ventas)	-0,09x	-0,04x	0,01x	-0,26x	-0,03x	-0,03x	0,00x
ROA	-0,02x	0,01x	0,02x	-0,11x	0,01x	0,01x	0,03x
EBIT/Ingresos por ventas (margen)	-0,07x	0,02x	0,05x	-0,23x	0,03x	0,03x	0,05x
Ingresos por ventas/Activo (rotación)	0,34x	0,39x	0,46x	0,45x	0,47x	0,47x	0,51x
ROIC	-0,04x	0,01x	0,03x	-0,15x	0,02x	0,02x	0,04x
ROE	-0,06x	0,02x	0,06x	-0,30x	0,03x	0,03x	0,06x
EBIT/Ingresos por ventas (margen)	-0,07x	0,02x	0,05x	-0,23x	0,03x	0,03x	0,05x
Ingresos por ventas/Activo (rotación)	0,34x	0,39x	0,46x	0,45x	0,47x	0,47x	0,51x
Activo/Patrimonio Neto	2,54x	2,43x	2,29x	2,83x	2,32x	2,34x	2,41x

#### Ilustración 34 Análisis de rentabilidad Fuente: Elaboración propia a partir de cuentas anuales de NH.

Con respecto a los ratios de rentabilidad visibles en la tabla encima de este párrafo, mencionar que este periodo de 7 ejercicios contables reales a estudio, han estado marcados por rentabilidades negativas en general. Tan solo se han visto mejorados por un incremento paulatino en la rotación (ingresos sobre ventas, dividido entre el total del activo).

En lo referente a la cuenta de resultados, y centrándonos en el EBITDA (ver cuadro a continuación), dado que la citada magnitud financiera podría asemejarse a un cash-flow de las actividades operativas en los negocios del grupo NH, obtenemos la sensación de que el periodo que comprende de 2009 a 2014 ha sido una travesía amarga en términos financieros y que ha requerido de ajustes para remontar la situación, destacando los siguientes aspectos:

- La cifra total de ingresos está desvirtuada de 2009 a 2011 por el impacto de los montantes que refieren a “Otros ingresos de explotación” (derivados en su mayoría de ingresos por subvenciones), así como los importes en el capítulo denominado como “Otros ingresos” (que proviene por beneficios reconocidos por la enajenación de inmovilizada material, es decir, desinversión en venta de activo fijo material).
- La reducción en ingresos del periodo 2012 a 2014, ha sido de menor repercusión dentro del EBITDA, gracias a los ajustes relativos a la reducción de costes operativos.
- Si medimos un grado de apalancamiento operativo con respecto a EBITDA, medido como la variación interanual porcentual del EBITDA dividido entre la variación interanual porcentual de los ingresos, obtenemos que el grado de apalancamiento operativo es alto, dado que para NH, y en promedio para el periodo, es del 111,84%. Esto es debido a su estructura de costes operativos, donde tiene un mayor peso los costes fijos (personal y suministros), que los costes variables.

Miles de euros	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>CUENTA DE RESULTADOS - NH Hotel Group S.A.</b>							
Ingresos por ventas	1.209.750	1.281.940	1.346.006	1.286.033	1.260.492	1.246.955	1.376.634
Crecimiento		5,97%	5,00%	-4,46%	-1,99%	-1,07%	10,40%
Otros ingresos de explotación	5.185	16.714	23.849	1.753	1.830	3.299	1.207
Crecimiento		222,35%	42,69%	-92,65%	4,39%	80,27%	-63,41%
Otros ingresos	-326	2.142	33.905	-2.357	2.119	-1.005	-843
Crecimiento		757,06%	1482,87%	-106,95%	189,90%	-147,43%	16,12%
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>1.214.609</b>	<b>1.300.796</b>	<b>1.403.760</b>	<b>1.285.429</b>	<b>1.264.441</b>	<b>1.249.249</b>	<b>1.376.998</b>
Crecimiento		7,10%	7,92%	-8,43%	-1,63%	-1,20%	10,23%
Aprovisionamientos	-91.329	-83.559	-78.078	-79.854	-72.944	-67.321	-67.589
Crecimiento		-8,51%	-6,56%	2,27%	-8,65%	-7,71%	0,40%
% sobre Ingresos por ventas	7,55%	6,52%	5,80%	6,21%	5,79%	5,40%	4,91%
Gastos de personal	-425.071	-425.757	-441.452	-433.714	-396.061	-373.793	-398.148
Crecimiento		0,16%	3,69%	-1,75%	-8,68%	-5,62%	6,52%
% sobre Ingresos por ventas	35,14%	33,21%	32,80%	33,72%	31,42%	29,98%	28,92%
Otros gastos de explotación	-617.880	-656.402	-698.862	-755.008	-714.503	-705.296	-768.075
Crecimiento		6,23%	6,47%	8,03%	-5,36%	-1,29%	8,90%
% sobre Ingresos por ventas	51,08%	51,20%	51,92%	58,71%	56,68%	56,56%	55,79%
<b>EBITDA</b>	<b>80.329</b>	<b>135.078</b>	<b>185.368</b>	<b>16.853</b>	<b>80.933</b>	<b>102.839</b>	<b>143.186</b>
Crecimiento		68,16%	37,23%	-90,91%	380,23%	27,07%	39,23%
% sobre Ingresos por ventas	6,64%	10,54%	13,77%	1,31%	6,42%	8,25%	10,40%

Ilustración 35 Composición del EBITDA de NH (2009 - 2015) Fuente: Elaboración propia a partir de cuentas anuales de NH.

Otro aspecto relevante y que ha llamado la atención en las cuentas de la compañía a la hora de realizar el estudio, ha sido la gran volatilidad e impacto en el resultado de las diferencias netas de cambio por divisa, siendo los principales países fuera de la zona euro donde NH tiene inversiones México, Argentina, Colombia, Chile, Ecuador, República Dominicana, Venezuela, Panamá y Estados Unidos.

Miles de euros	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Diferencias netas de cambio	-357	-21.941	12	-7.469	-7.762	38	2.135
Crecimiento		-6045,94%	100,05%	-62341,67%	-3,92%	100,49%	5518,42%
% sobre Ingresos por ventas	0,03%	1,71%	0,00%	0,58%	0,62%	0,00%	0,16%

Ilustración 36 Evolución de la partida Diferencias Netas de Cambio (2009-2015) Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales.

Miles de euros	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ingresos por intereses	8.786	3.859	4.464	2.901	1.958	2.521	3.092
Crecimiento		-56,08%	15,68%	-35,01%	-32,51%	28,75%	22,65%
% sobre Ingresos por ventas	0,73%	0,30%	0,33%	0,23%	0,16%	0,20%	0,22%
Otros ingresos financieros	984	1.252	1.256	878	2.218	4.847	2.062
Crecimiento		27,24%	0,32%	-30,10%	152,62%	118,53%	-57,46%
% sobre Ingresos por ventas	0,08%	0,10%	0,09%	0,07%	0,18%	0,39%	0,15%
Gastos por intereses	-48.180	-50.882	-57.954	-70.460	-55.356	-53.488	-53.927
Crecimiento		5,61%	13,90%	21,58%	-21,44%	-3,37%	0,82%
% sobre Ingresos por ventas	3,98%	3,97%	4,31%	5,48%	4,39%	4,29%	3,92%
Otros gastos financieros	-9.518	-11.020	-10.692	-14.559	-22.182	-15.341	-19.788
Crecimiento		15,78%	-2,98%	36,17%	52,36%	-30,84%	28,99%
% sobre Ingresos por ventas	0,79%	0,86%	0,79%	1,13%	1,76%	1,23%	1,44%
<b>RESULTADO FINANCIERO</b>	<b>-47.928</b>	<b>-56.791</b>	<b>-62.926</b>	<b>-81.240</b>	<b>-73.362</b>	<b>-61.461</b>	<b>-68.561</b>
Crecimiento		-18,49%	-10,80%	-29,10%	9,70%	16,22%	-11,55%
% sobre Ingresos por ventas	3,96%	4,43%	4,68%	6,32%	5,82%	4,93%	4,98%

Ilustración 37 Evolución del resultado financiero de NH (2009 - 2015) Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales

### 4.3. Estimación de parámetros.

---

Este punto pretende dar una explicación acerca del razonamiento seguido a la hora de utilizar los valores que han sido asignados para el cálculo del coste promedio ponderado, así como conocer las fuentes que han sido consultadas para la obtención de los mismos.

#### 4.3.1. Crecimiento a perpetuidad (g).

---

Para estimar el crecimiento a perpetuidad, se ha tomado el dato de la página web del profesor Damodaran (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>), que toma los datos de una muestra de 122 compañías del sector de hoteles y apuestas para Europa.

	ROE	RR	g	Muestra
Sector hoteles y apuestas (Europa)	5,81%	15,40%	0,89%	122

Siendo:

- $g = \text{ROE} * \text{Ratio de retención de beneficios (RR)}$
- $\text{RR} = 1 - \text{Payout}$

No obstante, posteriormente en el sub-apartado de análisis de sensibilidad, podemos ver escenarios para analizar al valor patrimonial ejecutando variaciones en “WACC” y “g”.

#### 4.3.2. Coste de capital promedio ponderado.

---

El coste de capital promedio ponderado (CCPP o, más comúnmente conocido por su acrónimo anglosajón WACC), tal y como hemos visto en el punto 3.2.2.2 del documento, es un valor que genera controversia a la hora de su cálculo. Exponemos a continuación el cómo y el porqué de los datos utilizados en los parámetros que lo componen.

##### 4.3.2.1. Coste de la financiación con recursos propios (Ke).

El coste del accionista se ha calculado siguiendo la doctrina del modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model) promulgado por Markowitz y Sharpe, y que responde a la siguiente expresión:

$$K_e = R_f + \beta * [E(R_m) - R_f]$$

Siendo:

$K_e$  = remuneración exigida por el accionista.

$R_f$  = rentabilidad libre de riesgo. Representa dónde podría invertir el dinero el accionista de manera alternativa, asumiendo un menor riesgo y por ende, obteniendo una menor rentabilidad. Para nuestro caso, y dado que es una empresa que mayoritariamente se endeuda en euros y soporta el riesgo país de España, hemos optado por tomar como dato el rendimiento del bono del Reino de España a 10 años, que a 27/05/2016 era del 1,49% anual. No obstante, se hace necesario apuntar que las medidas de política monetaria del Banco Central Europeo, comandado por Mario Draghi, manteniendo los tipos de interés en mínimos históricos, así como las medidas denominadas Quantitative Easing, hacen que este parámetro se encuentre algo desvirtuado a la baja.

$E(R_m)$  = esperanza de la rentabilidad del mercado. Se ha tomado la rentabilidad semanal media logarítmica del IBEX Medium Cap del 03/01/2005 a 23/05/2016, del que se ha obtenido como valor un 0,0981% semanal (equivalente a un 5,2322% anual).

$B$  = es el parámetro Beta, que se define como el cociente entre la covarianza entre los rendimientos del activo (acción de NH) y del índice (IBEX Medium Cap). Las interpretaciones del parámetro Beta son las siguientes:

Valor de Beta	Movimientos	Agresivo/Defensivo	Crecimiento/Valor
>1	El activo variará en el mismo sentido y en mayor grado que el índice	Agresivo	Crecimiento
=1	El activo variará en el mismo sentido y en igual grado que el índice	El activo replica al índice	-
Entre 0 y 1	El activo variará en el mismo sentido y en menor grado que el índice	Defensivo	Valor
0	Activo e índice están incorrelados	-	-
Entre 0 y -1	El activo variará en sentido diferente y en menor grado que el índice	-	-
=-1	El activo variará en sentido diferente y en igual grado que el índice	El activo se mueve en contra del índice	-
<-1	El activo variará sentido diferente y en mayor grado que el índice	-	-

En la vida real, lo usual para la renta variable (acciones), es encontrarnos en las tres primeras situaciones. Para hallar covarianzas negativas con activos de renta variable, deberíamos de buscar en Letras del Tesoro, o en activos alternativos como inmuebles o metales preciosos.

Aun así, a pesar de ser negativa la covarianza, su grado sería bajo, haciendo casi imposible encontrar un activo que haga cobertura perfecta con otro de renta variable (correlación igual a -1) en un situación con datos reales.



A la hora de estimar el parámetro beta, se han tomado en cuenta tres alternativas:

- Estimación bajo las hipótesis del modelo CAPM.
- Consulta a la web del profesor Damodaran.
- Consulta a la web de Reuters.

#### Estimación de Beta bajo las hipótesis del modelo CAPM.

Para estimar el parámetro Beta por esta vía, se han obtenido de la Web Yahoo Finance los datos semanales de las cotizaciones semanales de la acción de NH y del índice IBEX Medium Cap del 03/01/2005 al 23/05/2016. A partir de estos datos fuentes, se han calculado los retornos logarítmicos, obteniéndose los datos que se muestran a continuación:

RENTABILIDADES			DISPERSIÓN		
	NH	IBEXMC		NH	IBEXMC
SEMANAL	0,0622%	0,0981%	VARIANZA	0,4499%	0,0690%
ANUAL	3,2860%	5,2322%	DESV. TÍP.	6,7076%	2,6263%

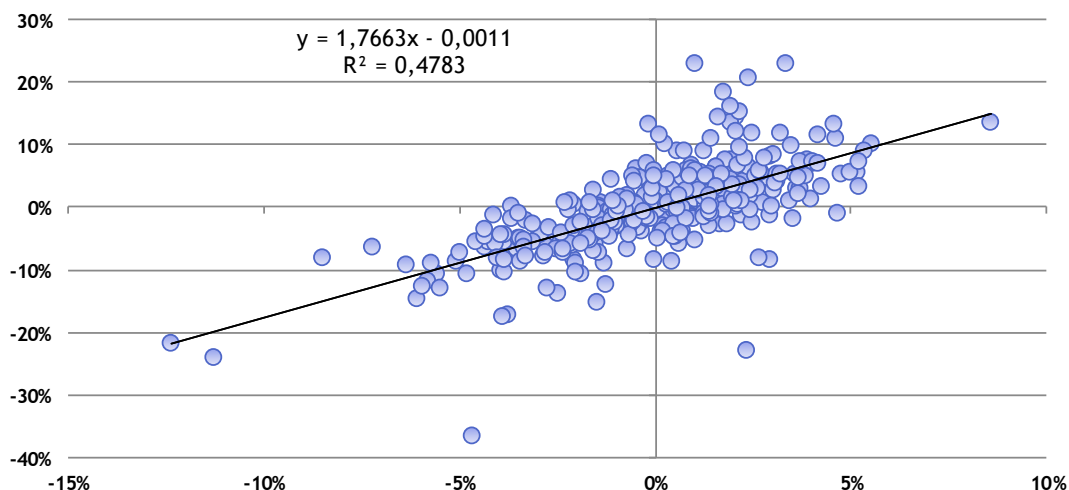
COVARIANZAS			CORRELACIÓN		
	NH	IBEXMC		NH	IBEXMC
NH	0,004487	0,001215	NH	1	0,691594
IBEXMC	0,001215	0,000688	IBEXMC	0,691594	1

	Beta (NH/IBEX MC)	R <sup>2</sup>
Beta (NH/IBEX MC)	1,76	
Máximo NH (precio)	5,84	
Mínimo NH (precio)	1,75	

	NH	IBEXMC
NH	1	0,478303
IBEXMC	0,478303	1



Atendiendo a los resultados, tanto del coeficiente de correlación como del  $R^2$ , nos dicen que NH se comporta de una manera muy similar al índice del que es componente. Atendiendo a la recta de regresión visible en el gráfico, el  $R^2$  nos dice que el 47,83% de la variación de los resultados pueden explicarse con ese modelo de regresión lineal. La Beta obtenida (1,76), denota que NH es un título agresivo.

Parámetro Beta según la web del profesor Damodaran.

El dato tomado de la página web del profesor Damodaran (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>), que como hemos visto, obtiene el resultado a través de una muestra de 122 compañías del sector de hoteles y apuestas para Europa, nos da una Beta (l) (apalancada), un ratio (D/E), un tipo de gravamen (Tax), con los que obtenemos una Beta (u) (desapalancada) aplicando la siguiente expresión:

$$\beta_u = \frac{\beta_l}{1 + \left[ (1 - t) * \frac{D}{E} \right]}$$

	BETA (l)	D/E	TAX	BETA (u)
Sector hoteles y apuestas (Europa)	0,99	46,32%	10,36%	0,6995

Una vez obtenida la Beta sin apalancar, la utilizamos para obtener una Beta apalancada con la estructura D/E y el gravamen de NH, obteniendo una Beta de 0,9411, muy diferente a la obtenida siguiendo la doctrina del CAPM.

BETA (u)	D/E	TAX	BETA (NH)
0,6995	46,05%	25,00%	0,9411

Parámetro Beta según Reuters.

Finalmente, la información de Thomson Reuters (extraída a 27/05/2016), otorga una Beta a NH de 1,35, más aproximada al valor obtenido a través del modelo CAPM

Se ha optado por tomar como valor de Beta de 1,76 (el más agresivo), como el valor más fidedigno para estimar la rentabilidad exigida por el accionista ( $K_e$ ), dado que NH Hoteles va a intentar expandirse en mercados de mayor riesgo político, cambio de divisa que en los que actualmente opera, así como el coste de la deuda, como veremos a continuación, puede estar desvirtuado para realizar un cálculo a perpetuidad debido a la época de bajos tipos de interés de la zona Euro que abaratan el coste de los recursos ajenos. Así pues, un  $K_e$  que toma un valor de 8,08% parece ser razonable para tener en cuenta las dos anteriores consideraciones.

#### 4.3.2.2. Coste de la financiación con recursos ajenos (Kd).

Para estimar un parámetro  $K_d$  coherente, se ha buscado la información en las memorias de NH, en concreto en la nota 30 (Exposición al riesgo), y en la nota 15 (Deudas por emisión de obligaciones y deudas con entidades de crédito). Así pues, conforme refleja la nota 30 de las cuentas anuales de 2015, a 31 de diciembre de 2015, el 59% de la deuda financiera está referenciada a tipos de interés fijos. Si a este hecho le añadimos la información que aparece en la nota 15 de la memoria, podemos estimar de forma fehaciente cuánto le cuesta a NH financiarse con recursos ajenos mediante los cálculos que se han elaborado en hoja de cálculo Excel y que exponemos seguidamente:

Unidades expresadas en miles de euros	2015	2015	2014	2014
Vencimientos	l/p	c/p	l/p	c/p
Obligaciones convertibles	233.251	0	228.156	0
Obligaciones senior garantizadas	250.000	0	250.000	0
Deudas por intereses	0	3.613	0	3.517
Gastos de formalización	-11.380	0	-14.175	0
<b>Préstamos sindicados</b>	<b>221.600</b>	<b>21.200</b>	<b>111.633</b>	<b>19.700</b>
<b>Préstamos hipotecarios</b>	<b>32.262</b>	<b>13.183</b>	<b>86.415</b>	<b>18.807</b>
<b>Préstamos patrimoniales</b>	<b>11.736</b>	<b>3.596</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Préstamos subordinados</b>	<b>75.000</b>	<b>0</b>	<b>75.000</b>	<b>0</b>
<b>Líneas de crédito</b>	<b>0</b>	<b>36.861</b>	<b>0</b>	<b>32.617</b>
<b>Gastos de formalización</b>	<b>-4.433</b>	<b>-1.060</b>	<b>-4.104</b>	<b>-1.365</b>
<b>Deudas por intereses</b>	<b>0</b>	<b>1.492</b>	<b>0</b>	<b>1.152</b>
<b>TOTALES</b>	<b>808.036</b>	<b>78.885</b>	<b>732.925</b>	<b>74.428</b>

[Gris] = Obligaciones y valores negociables / [Verde] = Deudas con entidades de crédito

Costes financieros obligaciones y valores neg.	Coste (%)	Ponderación	Emisión	Vencimiento
Obligaciones convertibles	4,00%	230.704	oct-13	oct-18
Obligaciones senior garantizadas	6,875%	250.000	oct-13	oct-19
<b>Promedio coste</b>	<b>5,495%</b>	<b>480.704</b>		
Costes financieros deudas con EECC	Coste (%) aprox.	Ponderación		
<b>Préstamos sindicados</b>	<b>2,50%</b>	<b>187.067</b>		
<b>Préstamos hipotecarios</b>	<b>2,65%</b>	<b>75.334</b>		
<b>Préstamos patrimoniales</b>	<b>2,50%</b>	<b>7.666</b>		
<b>Préstamos subordinados</b>	<b>1,25%</b>	<b>75.000</b>		
<b>Promedio coste</b>	<b>2,261%</b>	<b>345.066</b>		
<b>Kd</b>	<b>4,1437%</b>			

Así pues, y tomando la capitalización de NH a 31/12/2015 según Bolsas y Mercados Españoles, que eran 1.765.370 miles de euros, obtenemos el siguiente WACC de 6,5119%.

#### PARÁMETROS

g	0,89%	Rf	1,49%
% (D/E)	46,05%	E(Rm)	5,23%
Deuda Neta	812.866	Kd	4,14%
Gravamen	25%	Beta (u)	0,70
Cap (dec-15)	1.765.370		

<b>WACC</b>	<b>6,5119%</b>	
Wd	31,53%	
We	68,47%	D/E 46,05%
BETA (l)	1,76	
Ke	8,08%	

#### 4.4. Proyecciones de estados financieros.

En este punto se va a proceder a describir las pautas seguidas a la hora de proyectar las cifras en la cuenta de pérdidas y ganancias, así como en el balance de situación para los periodos que comprenden de 2016 a 2020. Las cifras en detalle se encuentran disponibles en el punto 4 del anexo - Proyecciones de los estados financieros.

##### Proyecciones de la cuenta de resultados. Composición del EBITDA.

La previsión para el sector turístico, según la OMT, es que “para 2016 es que el turismo internacional aumente entre un 3,5% y un 4,5%, y siga contribuyendo a la recuperación económica mundial”. Teniendo en cuenta la previsión de evolución de PIB que estima la Comisión Europea, en donde podemos observar perspectivas esperanzadoras de crecimiento de la economía para España, Italia, Alemania y Holanda, junto al análisis de la coyuntura del sector hotelero en los citados países que ya hemos expuesto, hacen que seamos positivos a la hora de estimar la evolución de los ingresos de la compañía. No obstante, teniendo en cuenta la estimación del último periodo del cual deriva la estimación del valor a perpetuidad, se ha intentado que el crecimiento de los ingresos converja hacia un dato sostenible y coherente a perpetuidad para el negocio.

Estado	(%) Variación interanual 2016	(%) Variación interanual 2017
<b>España</b>		
▪ PIB	2,6	2,5
▪ Consumo privado	3,0	2,3
<b>Alemania</b>		
▪ PIB	1,6	1,6
▪ Consumo privado	2,0	1,4
<b>Italia</b>		
▪ PIB	1,1	1,3
▪ Consumo privado	1,5	1,1
<b>Holanda</b>		
▪ PIB	1,7	2,0
▪ Consumo privado	1,6	1,9

Para los gastos de explotación, se ha obtenido un promedio de los mismos sobre la cifra de ventas de los ejercicios en el espectro de 2009 a 2015 y se ha intentado seguir el mismo patrón a lo largo del periodo estimado, teniendo en cuenta una ligera mejora de la eficiencia a la hora de aprovechar los recursos y ajustando la plantilla y resto de costes fijos, como ya se puede observar que la compañía NH viene desarrollando desde 2013.

Estos resultados desembocan en unas proyecciones de EBITDA que presentan un crecimiento razonable con relación a los planes de expansión de la compañía NH.

##### Proyecciones de la cuenta de resultados. Composición de EBIT.

Para la cifra de amortizaciones, y siguiendo el consejo que se ha apuntado en el punto 3.2.2., se ha adoptado una postura conservadora, y que las cifras estimadas para las nuevas dotaciones a la amortización, sean convergentes a las cifras estimadas de CAPEX; así como para la partida de depreciaciones, donde se ha optado por una proyección lineal conservadora. Finalmente, para el campo de la cuenta de pérdidas y ganancias denominado “Otros resultados”, se han estimado cifras para los 5 periodos que vayan convergiendo a cero.

#### Proyecciones de la cuenta de resultados. Composición de EBT y resultado neto.

Atendiendo al concepto de “ingresos por intereses”, las cifras son convergentes a una cifra promedio sobre el espectro real de 2009 a 2015, frente a las cifras de “Otros resultados financieros” que convergen a cero. En lo referente a “gastos financieros”, los mismos siguen una proporción que relaciona gastos financieros y deuda netas, con una progresión ligeramente creciente a la cifra actual otorgada para el parámetro  $K_d$ .

#### Proyecciones del balance de situación. CAPEX.

Como se ha apuntado en la composición de EBIT, dentro de lo referente al capítulo de amortizaciones, la cifra de CAPEX estimada y la nueva dotación a la amortización tienden a converger, adoptando una postura conservadora para la estimación de un valor a perpetuidad.

#### Proyecciones del balance de situación. Deuda neta financiera.

Se ha optado por dejar constante la cifra de deuda financiera a largo y corto plazo, siendo muy relevante apuntar que la cifra de deuda financiera neta va minorando de manera sistemática con el incremento de tesorería que deriva del ejercicio anterior estimado.

#### Proyecciones del balance de situación. NOF.

En este apartado, se han estimado los valores partiendo de las expresiones:

- Cifra de clientes a final de año = Ingresos ordinarios\*(días media de cobro/365)
- Cifra de proveedores a final de año = Gastos de explotación e inversiones\*(días medio de pago/365).

Siguiendo la tónica que marcan los periodos analizados de 2009 a 2015, y otorgando valores de cobro a clientes igual a 60 días, y de pago a proveedores de 73 días, logramos que la variación de las NOF para el cash-flow tenga un efecto positivo (entrada de tesorería) en las proyecciones. Los datos para los días de pago y cobro parecen ser coherentes con la realidad, quizás ligeramente elevados, dado que por ley debemos pagar a los proveedores de productos perecederos a 30 días y al resto a 60. En lo referente a clientes, podemos obtener ingresos pagados en cash por clientes, en diferido a 30 días en caso de eventos y banquetes, o a 60 días por comisiones de agencia. También hemos de apuntar que, otorgando valores próximos a los días promedio de pago y cobro, reducimos la incidencia que las variaciones en NOF tengan a la hora de estimar el valor a perpetuidad.

#### 4.5. Descuento de flujos y valoración.

Una vez expuestos los criterios que se han seguido a la hora de estimar los flujos de caja para los periodos que comprenden de 2016 a 2020, se está en disposición de mostrar los mismos, tal y como se hace seguidamente a estas líneas.

Flujos de caja	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Beneficio neto	-28.133	-659	19.199	36.660	49.420	56.247
Amortizaciones y depreciaciones	75.300	109.214	114.736	123.327	134.986	149.714
Resultado financiero	68.561	57.489	46.994	34.392	21.080	7.754
NOF (variación interanual)	-18.249	23.433	2.071	1.971	1.815	1.605
<i>Cuentas a cobrar generadas</i>	-251.892	-247.218	-267.220	-285.755	-302.278	-316.266
<i>Cuentas a cobrar liquidadas</i>	214.027	251.892	247.218	267.220	285.755	302.278
<i>Cuentas a pagar generadas</i>	251.043	269.802	291.875	312.381	330.719	346.312
<i>Cuentas a pagar liquidadas</i>	-231.427	-251.043	-269.802	-291.875	-312.381	-330.719
<b>Flujo de caja de operaciones</b>	<b>97.479</b>	<b>189.476</b>	<b>183.000</b>	<b>196.350</b>	<b>207.301</b>	<b>215.319</b>
Capex		-12.273	-27.614	-42.955	-58.295	-73.636
<b>Flujo de caja de inversión</b>		<b>-12.273</b>	<b>-27.614</b>	<b>-42.955</b>	<b>-58.295</b>	<b>-73.636</b>
Variación en deuda		0	0	0	0	0
Resultado financiero		-57.489	-46.994	-34.392	-21.080	-7.754
Dividendos pagados						
<b>Flujo de caja</b>		<b>119.715</b>	<b>108.393</b>	<b>119.003</b>	<b>127.926</b>	<b>133.928</b>

Flujos de caja descontados	0	1	2	3	4	5
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
		177.204	155.386	153.395	149.006	141.683
						2.544.867
		0,9389	0,8815	0,8276	0,7770	0,7295
		166.369,8	136.967,1	126.945,5	115.773,8	1.959.762,1

Valor de la empresa	2.505.818,2	WACC	6,5119%
Deuda financiera neta	812.866,0	Wd	31,53%
Valor patrimonial	1.692.952,2	We	68,47%
Nº de acciones (.000)	350.272	BETA (l)	1,76
Valor de la acción	4,8	Ke	8,08%

Una vez obtenidos los flujos de caja, y descontándolos al WACC que anteriormente hemos justificado, se obtiene un valor de la empresa de 2.505.818 miles de euros, al cual se le debe sustraer el valor de la deuda financiera neta a 31/12/2015, obteniéndose un valor por acción ligeramente superior al cual cotizaba a la fecha de finalización de este estudio, que son 4,53 euros por acción a fecha 27 de mayo de 2016. Nótese que los flujos de caja descontados se obtienen de la adicción de las partidas de flujo de caja de las operaciones más la partida de flujo de caja de inversión, dado que queremos obtener un cash-flow para la compañía (ver punto 3.1.1.). No obstante, dado el carácter subjetivo que puede tener la estimación del WACC y la aplicación del crecimiento a perpetuidad, nos vemos en la obligación de realizar, tal y como se hace a continuación, un análisis de sensibilidad que exponga cómo variaría la valoración de NH Hotel Group al variar el valor en estos dos parámetros.

## 4.5.1. Análisis de sensibilidad

## ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD DEL VALOR PATRIMONIAL

		WACC						
		5,75%	6,00%	6,25%	6,51%	6,75%	7,00%	7,25%
E	0,25%	1.802.340	1.691.175	1.589.252	1.491.186	1.408.871	1.328.675	1.254.190
	0,50%	1.900.427	1.779.891	1.669.813	1.564.291	1.476.013	1.390.264	1.310.849
	0,75%	2.008.324	1.877.056	1.757.697	1.643.739	1.548.750	1.456.781	1.371.866
	0,89%	2.073.594	1.935.621	1.810.493	1.691.317	1.592.193	1.496.407	1.408.130
	1,00%	2.127.577	1.983.938	1.853.951	1.730.395	1.627.811	1.528.840	1.437.764
	1,25%	2.260.081	2.102.070	1.959.830	1.825.285	1.714.060	1.607.165	1.509.154
	1,50%	2.408.174	2.233.329	2.076.855	1.929.641	1.808.524	1.692.611	1.586.751

## ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD DEL VALOR DE LA ACCIÓN

Cotización a 27/05/2016 (4,53€)

		WACC						
		5,75%	6,00%	6,25%	6,51%	6,75%	7,00%	7,25%
E	0,25%	5,15	4,83	4,54	4,26	4,02	3,79	3,58
	0,50%	5,43	5,08	4,77	4,47	4,21	3,97	3,74
	0,75%	5,73	5,36	5,02	4,69	4,42	4,16	3,92
	0,89%	5,92	5,53	5,17	4,83	4,55	4,27	4,02
	1,00%	6,07	5,66	5,29	4,94	4,65	4,36	4,10
	1,25%	6,45	6,00	5,60	5,21	4,89	4,59	4,31
	1,50%	6,88	6,38	5,93	5,51	5,16	4,83	4,53

## ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD (% DE VARIACIÓN CON RESPECTO A COTIZACIÓN)

4,51

		WACC						
		5,75%	6,00%	6,25%	6,51%	6,75%	7,00%	7,25%
E	0,25%	14,09%	7,05%	0,60%	-5,60%	-10,82%	-15,89%	-20,61%
	0,50%	20,30%	12,67%	5,70%	-0,98%	-6,57%	-11,99%	-17,02%
	0,75%	27,13%	18,82%	11,27%	4,05%	-1,96%	-7,78%	-13,16%
	0,89%	31,26%	22,53%	14,61%	7,06%	0,79%	-5,27%	-10,86%
	1,00%	34,68%	25,59%	17,36%	9,54%	3,04%	-3,22%	-8,99%
	1,25%	43,07%	33,07%	24,06%	15,54%	8,50%	1,74%	-4,47%
	1,50%	52,44%	41,37%	31,47%	22,15%	14,48%	7,15%	0,44%

## 5. Conclusiones.

El objetivo del trabajo era, como se definió en la parte introductoria, saber si la acción de NH, bajo ciertos supuestos que han sido tomados en cuenta en el trabajo, está sobre o infravalorada por los mercados. Una vez realizado todo el estudio, estamos capacitados, y en la obligación hacer una reflexión final acerca de cuáles pueden ser los motivos que provocan que los mercados otorguen al título de NH una valoración inferior a la que debería tener.

### Rating de la emisión deuda realizada en 2013.

Tal y como aparece en su página web, tanto Fitch como Standard&Poors evalúan a las obligaciones senior garantizadas con B-, es decir, “non-investment grade” o activos con riesgo alto de impago. La compañía emitió deuda en 2013, tal y como aparece en el punto 4.3.2.2., con el objeto de mitigar la dependencia del sector bancario a la hora de financiarse. La pobre calificación crediticia ha obligado a la compañía a retrasar una segunda emisión de deuda que tenía prevista para 2015. Además de generar un efecto disuasorio a inversores, el coste de la financiación por recursos ajenos se ve aumentada en relación a la que obtendría con una mejor valoración de las agencias de rating, y por ende, su WACC también aumenta, reduciendo el valor de la empresa.

### Cifra de resultados de años anteriores.

Otro aspecto que puede generar suspicacias a los inversores a la hora de decidirse a invertir en NH, son los pobres resultados obtenidos por la compañía en los últimos años, tal y como hemos visto a la hora de realizar el análisis de los estados financieros en el punto 4.2.

### Incertidumbre en ciertos escenarios donde la compañía opera y pretende operar.

Existe incertidumbre por riesgo en el tipo de cambio de divisa y de riesgo país en ciertas áreas geográficas en donde NH opera. Tal y como hemos visto a la hora de analizar los estados financieros, el riesgo de tipo de cambio de divisa viene dado por la alta volatilidad del tipo de cambio en ciertos países en donde NH cuenta con inversiones, así como existe incertidumbre en ciertos países con clima político inestable, como por ejemplo, Venezuela, en donde NH tiene 3 hoteles. Así mismo, los planes de expansión hacia el mercado asiático, encabezados por el asociacionismo con HNA, en donde la compañía NH no cuenta con el conocimiento del mercado y el know-how operativo en esos mercados, puede resultar un escollo para que nuevos inversores estén interesados en adquirir las acciones de NH. No obstante, asociarse con un socio local es una estrategia idónea para difuminar los efectos nocivos de penetración en nuevos mercados que hemos citado. Para concluir, como opinión, diríamos que las ventajas que ofrece NH al inversor por su reputación de marca, su cartera de hoteles, su “saber-hacer”, superan a las desventajas que en este punto hemos citado. Por ello decimos que, según estos razonamientos unidos al estudio que se ha elaborado en este documento, la acción de NH se encuentra infravalorada por los mercados.



## Bibliografía

- Bolsas y Mercados Españoles. (s.f.). *BME Renta Variable*. Recuperado el 27 de Mayo de 2016, de <http://www.bmerv.es/esp/asp/Portada/Portada.aspx>
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2010). Principios de finanzas corporativas. En R. A. Brealey, S. C. Myers, & F. Allen, *Principios de finanzas corporativas* (págs. 115-172). McGraw-Hill.
- Comisión Europea. (s.f.). *Espacio de asuntos económicos y financieros*. Recuperado el 26 de Abril de 2016, de [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/eu/forecasts/2016\\_spring\\_forecast\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/eu/forecasts/2016_spring_forecast_en.htm)
- De Pablo López, A., & Ferruz Agudo, L. (2007). Finanzas de empresa. En A. De Pablo López, & L. Ferruz Agudo, *Finanzas de empresa* (págs. 53-115). Centro de estudios Ramón Areces, S.A.
- Eurostat. (s.f.). Recuperado el 18 de Marzo de 2016, de <http://ec.europa.eu/eurostat>
- Fernández, P. (2008). Métodos de valoración de empresas. *IESE Business Review*.
- Hosteltur. (s.f.). Recuperado el 19 de Marzo de 2016, de <http://www.hosteltur.com/>
- López Lubián, F. J. (2001). Trampas en valoración de negocios. *Harvard Deusto Business Review*.
- Numbeo.com. (s.f.). Recuperado el 28 de Febrero de 2016, de <http://www.numbeo.com/travel-prices/>
- NY Stern University. (s.f.). *Damodaran On-line*. Recuperado el 27 de Mayo de 2016, de <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Santandreu i Gràcia, P., & Casanovas i Ramón, M. (2011). *Variables relevantes para el diseño de un modelo automático de valoración de cadenas hoteleras*. Barcelona: Universidad de Barcelona.
- Thomson Reuters. (s.f.). Recuperado el 27 de Mayo de 2016, de <http://www.reuters.com/>
- Yahoo Finance. (s.f.). Recuperado el 27 de Mayo de 2016, de <https://es.finance.yahoo.com/>

**Nota bibliografía:** Toda la información referente a estados financieros que aparece en este documento, ha sido obtenida de las memorias anuales de NH Hotel Group desde 2009 a 2015, disponibles en el siguiente enlace que la compañía pone a disposición de los inversores:

<http://corporate.nh-hotels.com/es/accionistas-e-inversores/informacion-eco-fin/infor>

## Tabla de ilustraciones

Ilustración 1 Principales accionistas de NH Fuente: Elaboración propia a partir de cuentas anuales de NH.....	8
Ilustración 2 Ranking de cadenas hoteleras españolas según capacidad Fuente: Hosteltur .....	9
Ilustración 3 Ranking de cadenas hoteleras de ámbito internacional (2015) Fuente: Hosteltur .....	9
Ilustración 4 Ranking de cadenas hoteleras españolas según volumen de facturación Fuente: Hosteltur..	9
Ilustración 5 Fuente: Página web de NH Hotel Group .....	10
Ilustración 6 Distribución geográfica de los hoteles de la cadena NH Fuente: Página web de NH Hotel Group.....	10
Ilustración 7 Reparto porcentual del resultado. Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de NH Hotel Group.....	11
Ilustración 8 Localización de los hoteles de la cadena NH. Fuente: Elaboración propia a partir de la página web de NH.....	11
Ilustración 9 Tendencia en las noches pernoctadas en UE-28 en alojamientos hoteleros (Año base 2005) Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat (online data code: tour_occ_ninat).....	12
Ilustración 10 Tendencia en las noches pernoctadas por no residentes en UE-28 en alojamientos hoteleros (Año base 2005) Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat (online data code: tour_occ_ninat) .....	13
Ilustración 11 Ingresos y pagos por turismo en la balanza de pagos de 2014 Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat (online data codes: bop_c6_q, bop_eu6_q and nama_10_gdp) .....	13
Ilustración 12 PIB per cápita en paridad de poder adquisitivo estandarizado en 2014 (100 = media UE-28) Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat .....	14
Ilustración 13 IPC armonizado e IPC armonizado para restaurantes y hoteles en 2014 Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat .....	14
Ilustración 14 Análisis de ADR Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Numbeo.com .....	15
Ilustración 15 Ciudades con ADR más elevado y más bajo Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Numbeo.com .....	16
Ilustración 16 Fuente: Numbeo.com .....	16
Ilustración 17 Ocupación y ADR en NH Hotel Group (2015vs2014) Fuente: Presentación de resultados de NH Hotel Group 2015 .....	17
Ilustración 18 Mapa de noches pernoctadas (en millones) por residentes y no residentes en 2014 Fuente: Eurostat .....	18
Ilustración 19 Número de noches pernoctadas (en millones) por residentes y no residentes en 2014 Fuente: Eurostat .....	18
Ilustración 20 Porcentaje de cambio en pernoctaciones de 2015 con respecto a 2014 Fuente: Eurostat (online data code: tour_occ_nim) .....	19
Ilustración 21 Hoteles y alojamientos similares por tamaño (2014) Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat (online data code: tour_cap_nats) .....	20
Ilustración 22 Distribución del tamaño de los establecimientos hoteleros en España, Italia y Alemania (2014) Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat (online data code: tour_cap_nats) .....	21
Ilustración 23 Participación en noches pernoctadas en alojamientos turísticos por tipo de localización en 2014 Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat (online data code: tour_occ_ninatc, tour_occ_ninatd).....	21
Ilustración 24 Encuesta de población activo en la Unión Europea (2007). Nº de personas empleadas en miles Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat (Tourist employment file) .....	22
Ilustración 25 Ocupación neta de camas en hoteles y similares de enero a septiembre de 2015 y variación con respecto al mismo periodo en 2014 Fuente: Eurostat (online data code: tour_occ_mnor, tour_occ_nim) .....	23
Ilustración 26 Número de noches pernoctadas en alojamientos turísticos (Enero a octubre 2015) Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat .....	23
Ilustración 27 Noches pernoctadas en alojamientos turísticos según origen del huésped en 2014 Fuente: Eurostat (online data codes: tour_dem_ttot and tour_dem_ttg) .....	24
Ilustración 28 Ranking de noches pernoctadas en alojamientos turísticos según origen del huésped en 2014 Fuente: Eurostat (online data codes: tour_dem_ttot and tour_dem_ttg).....	24

Ilustración 29. Ventajas competitivas relativas del sector hotelero en España, Holanda, Italia y Alemania Fuente: Elaboración propia.....	25
Ilustración 30 Diagrama de elementos que influyen en la valoración de una empresa hotelera Fuente: Elaboración propia a partir de (Santandreu y Casanovas, 2011) .....	37
Ilustración 31 Diagrama de dispersión EBIT - FFPP Fuente: (Santandreu y Casanovas, 2011) .....	38
Ilustración 32 Balance de situación agregado por masas patrimoniales de NH Hotel Group en miles de euros (2009 - 2015) Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de NH Hotel Group. ....	43
Ilustración 33 Análisis de liquidez y solvencia Fuente: Elaboración propia a partir de cuentas anuales de NH. ....	43
Ilustración 34 Análisis de rentabilidad Fuente: Elaboración propia a partir de cuentas anuales de NH. .	44
Ilustración 35 Composición del EBITDA de NH (2009 - 2015) Fuente: Elaboración propia a partir de cuentas anuales de NH. ....	45
Ilustración 36 Evolución de la partida Diferencias Netas de Cambio (2009-2015) Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales. ....	45
Ilustración 37 Evolución del resultado financiero de NH (2009 - 2015) Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales .....	45

**Anexo**

## 1. Variación en la cartera de hoteles de NH durante el ejercicio 2015.

Fuente: Presentación de resultados de 2015 de NH Hotel Group, S.A. (25/02/2016). CNMV.

Hoteles Firmados desde el 1 de enero al 31 de Diciembre del 2015

Ciudad/País	Contrato	# Habitaciones	Apertura
Bruselas / Bélgica	Renta	65	Marzo 2015
Taormina / Italia	Renta	63	Junio 2015
San Luis / Argentina	Gestión	78	2016
Graz / Austria	Renta	159	2017
Amsterdam / Holanda	Renta	650	2018
Milan / Italia	Renta	65	Q3 2015
Panama / Panama	Renta	83	Q4 2016
Iquique / Chile	Gestión	135	Q4 2017
Madrid / España	Gestión	207	Q3 2015
Roma / Italia	Renta	177	Q2 2016
San Luis Potosí / México	Gestión	110	Q2 2016
Mannheim / Alemania	Renta	220	Q4 2017
León / México	Gestión	151	H1 2017
Londres / UK	Gestión	190	H2 2018
Essen / Alemania	Renta	183	2017
Madrid / España	Renta	124	Q1 2016
		<b>2.660</b>	

Hoteles que salen del Grupo NH desde el 1 de enero al 31 de Diciembre 2015

Hoteles	Ciudad/País	Mes	Contrato	# Habitaciones
NH Bogotá 93	Bogotá, Colombia	Enero	Propiedad	137
NH Plettenberg Bay	Plettenberg, Sudafrica	Enero	Propiedad	44
NH Ciudad de Mataró	Mataró, España	Febrero	Renta	123
Hesperia Playas de Mallorca	Mallorca, España	Abril	Gestion	212
NH Victoria Palace	Madrid, España	Julio	Renta	78
NH Practico	Madrid, España	Agosto	Renta	40
NH Monterozas	Madrid, España	Septiembre	Renta	63
Radisson Concon	Concon, Chile	Noviembre	Renta	66
NH Lazaro Cardenas	Lazaro Cardenas, Mexico	Noviembre	Gestion	118
Hesperia Hermosilla	Madrid, España	Noviembre	Gestion	67
Donnafugata Golf Resort	Sicilia, Italia	Diciembre	Gestion	202
NH Puerta de Alcalá	Madrid, España	Diciembre	Renta	146
<b>Total Salidas</b>				<b>1.296</b>

Hoteles Abiertos desde el 1 de enero al 31 de Diciembre del 2015

Hoteles	Ciudad/País	Contrato	# Habitaciones
NH Carrefour de l'Europe	Bruselas, Bélgica	Renta	65
NH Collection Porto Batalha	Oporto, Portugal	Gestión	107
NH Antofagasta	Antofagasta, Chile	Propiedad	136
NH Collection Plaza Santiago	Santiago de Chile, Chile	Propiedad	159
NH Iquique	Iquique, Chile	Propiedad	78
NH Collection Bogotá Andino Royal	Bogotá, Colombia	Renta	70
NH Collection Bogotá Royal	Bogotá, Colombia	Renta	251
NH Collection Bogotá Hacienda Royal	Bogotá, Colombia	Renta	82
NH Collection Cartagena La Merced Royal	Cartagena, Colombia	Renta	9
NH Collection Medellín Royal	Medellín, Colombia	Renta	134
NH Collection Barranquilla Smartsuites Royal	Barranquilla, Colombia	Renta	118
NH Collection Bogotá Terra 100 Royal	Bogotá, Colombia	Renta	73
NH Collection Bogotá WTC Royal	Bogotá, Colombia	Renta	144
NH Cali Royal	Cali, Colombia	Renta	145
NH Bogotá Boheme Royal	Bogotá, Colombia	Renta	66
NH Bogotá Metrotel Royal	Bogotá, Colombia	Renta	336
NH Bogotá Pavillon Royal	Bogotá, Colombia	Renta	72
NH Bogotá Urban 26 Royal	Bogotá, Colombia	Renta	118
NH Bogotá Urban 93 Royal	Bogotá, Colombia	Renta	54
NH Cartagena Urban Royal	Cartagena, Colombia	Renta	28
NH Collection Quito Royal	Quito, Ecuador	Renta	112
NH Trento	Trento, Italia	Gestión	89
NH Collection Taormina	Taormina, Italia	Renta	63
NH Palazzo Moscova	Milán, Italia	Renta	65
Centro Formacion BBVA La Moraleja	Madrid, España	Gestión	207
<b>Total Nuevas Aperturas</b>			<b>2.781</b>

## 2. Balance de situación consolidado (2009 - 2015).

Balance de situación  
consolidado (miles de €)

	31/12/2009	%	31/12/2010	%	31/12/2011	%	31/12/2012	%	31/12/2013	%	31/12/2014	%	31/12/2015	%
<b>ACTIVO</b>														
Inmovilizado material	2.386.093	67,44%	2.199.307	66,23%	2.108.812	68,52%	1.869.183	66,16%	1.714.980	63,82%	1.606.360	60,37%	1.724.166	63,60%
Fondo de comercio	121.134	3,42%	120.408	3,63%	119.968	3,90%	101.814	3,60%	97.221	3,62%	93.923	3,53%	118.793	4,38%
Activos intangibles	123.368	3,49%	115.925	3,49%	107.575	3,50%	92.092	3,26%	72.616	2,70%	78.842	2,96%	119.282	4,40%
Inversiones inmobiliarias	5.671	0,16%	7.864	0,24%	6.775	0,22%	6.405	0,23%	957	0,04%	0	0,00%	0	0,00%
Inversiones valoradas por el método de participación	70.753	2,00%	69.992	2,11%	73.727	2,40%	70.239	2,49%	84.179	3,13%	17.816	0,67%	16.678	0,62%
Inversiones financieras no corrientes	158.809	4,49%	177.051	5,33%	111.409	3,62%	110.369	3,91%	111.599	4,15%	165.564	6,22%	160.776	5,93%
Préstamos y cuentas a cobrar no disponibles para negociación	147.649	4,17%	155.607	4,69%	98.903	3,21%	100.661	3,56%	103.867	3,86%	158.859	5,97%	154.071	5,68%
Otras inversiones financieras no corrientes	11.160	0,32%	21.444	0,65%	12.506	0,41%	9.708	0,34%	7.732	0,29%	6.705	0,25%	6.705	0,25%
Activos por impuestos diferidos	105.290	2,98%	119.574	3,60%	134.936	4,38%	211.184	7,47%	198.782	7,40%	157.858	5,93%	165.797	6,12%
Otros activos no corrientes	1.281	0,04%	1.580	0,05%	1.328	0,04%	696	0,02%	499	0,02%	11.085	0,42%	16.282	0,60%
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>2.972.399</b>	<b>84,01%</b>	<b>2.811.701</b>	<b>84,67%</b>	<b>2.664.530</b>	<b>86,58%</b>	<b>2.461.982</b>	<b>87,14%</b>	<b>2.280.833</b>	<b>84,87%</b>	<b>2.131.448</b>	<b>80,10%</b>	<b>2.321.774</b>	<b>85,65%</b>
Activos corrientes mantenidos para la venta		0,00%		0,00%		0,00%		0,00%		0,00%	95.193	3,58%	45.034	1,66%
Existencias	126.037	3,56%	118.973	3,58%	116.228	3,78%	106.005	3,75%	79.635	2,96%	8.226	0,31%	9.508	0,35%
Deudores comerciales	119.816	3,39%	127.394	3,84%	121.191	3,94%	117.943	4,17%	119.195	4,44%	136.012	5,11%	169.269	6,24%
Deudores no comerciales	67.798	1,92%	75.779	2,28%	73.032	2,37%	68.976	2,44%	60.855	2,26%	69.789	2,62%	73.115	2,70%
Administraciones públicas acreedoras	46.470	1,31%	47.408	1,43%	43.963	1,43%	37.980	1,34%	39.692	1,48%	35.123	1,32%	45.973	1,70%
Otros deudores no comerciales	21.328	0,60%	28.371	0,85%	29.069	0,94%	30.996	1,10%	21.163	0,79%	34.666	1,30%	27.142	1,00%
Inversiones financieras a corto plazo	14.217	0,40%	94	0,00%	0	0,00%	14.850	0,53%		0,00%	2.787	0,10%	2.190	0,08%
Tesorería y otros activos líquidos	221.585	6,26%	173.117	5,21%	91.143	2,96%	41.445	1,47%	133.869	4,98%	200.103	7,52%	77.699	2,87%
Otros activos corrientes	16.218	0,46%	13.839	0,42%	11.365	0,37%	14.134	0,50%	12.987	0,48%	17.441	0,66%	12.298	0,45%
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>565.671</b>	<b>15,99%</b>	<b>509.196</b>	<b>15,33%</b>	<b>412.959</b>	<b>13,42%</b>	<b>363.353</b>	<b>12,86%</b>	<b>406.541</b>	<b>15,13%</b>	<b>529.551</b>	<b>19,90%</b>	<b>389.113</b>	<b>14,35%</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>3.538.070</b>	<b>100,00%</b>	<b>3.320.897</b>	<b>100,00%</b>	<b>3.077.489</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.825.335</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.687.374</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.660.999</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.710.887</b>	<b>100,00%</b>

## Balance de situación consolidado (miles de €)

31/12/2009 % 31/12/2010 % 31/12/2011 % 31/12/2012 % 31/12/2013 % 31/12/2014 % 31/12/2015 %

### PATRIMONIO NETO

Capital social	493.235	13,94%	493.235	14,85%	493.235	16,03%	493.235	17,46%	616.544	22,94%	700.544	26,33%	700.544	25,84%
Reservas de la Sociedad Dominante	498.812	14,10%	510.434	15,37%	577.806	18,78%	576.505	20,40%	657.800	24,48%	624.570	23,47%	499.972	18,44%
Reservas en sociedades consolidadas por integración global	378.551	10,70%	278.950	8,40%	169.218	5,50%	168.024	5,95%	-115.318	-4,29%	-68.049	-2,56%	48.480	1,79%
Reservas en sociedades consolidadas por el método de la participación	-5.023	-0,14%	-10.174	-0,31%	-11.624	-0,38%	-7.639	-0,27%	343	0,01%	-19.794	-0,74%	-21.135	-0,78%
Otros instrumentos de patrimonio neto	-9.931	-0,28%	-6.577	-0,20%	-376	-0,01%	-5.690	-0,20%	27.230	1,01%	27.230	1,02%	27.230	1,00%
Diferencias de conversión	-75.774	-2,14%	-59.540	-1,79%	-83.429	-2,71%	-79.811	-2,82%	-103.657	-3,86%	-102.659	-3,86%	-130.347	-4,81%
Autocartera	-1.100	-0,03%	-370	-0,01%	-11.914	-0,39%	-11.590	-0,41%	-38.115	-1,42%	-38.805	-1,46%	-37.561	-1,39%
Beneficio/(Pérdida) consolidados del ejercicio	-97.100	-2,74%	-41.296	-1,24%	6.231	0,20%	-292.110	-10,34%	-39.818	-1,48%	-9.550	-0,36%	938	0,03%
<b>Patrimonio neto atribuible a accionistas de la Sociedad Dominante</b>	<b>1.181.670</b>	<b>33,40%</b>	<b>1.164.662</b>	<b>35,07%</b>	<b>1.139.147</b>	<b>37,02%</b>	<b>840.924</b>	<b>29,76%</b>	<b>1.005.009</b>	<b>37,40%</b>	<b>1.113.487</b>	<b>41,84%</b>	<b>1.088.121</b>	<b>40,14%</b>
Intereses minoritarios	209.254	5,91%	204.155	6,15%	204.650	6,65%	158.909	5,62%	153.001	5,69%	23.181	0,87%	37.963	1,40%
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>1.390.924</b>	<b>39,31%</b>	<b>1.368.817</b>	<b>41,22%</b>	<b>1.343.797</b>	<b>43,67%</b>	<b>999.833</b>	<b>35,39%</b>	<b>1.158.010</b>	<b>43,09%</b>	<b>1.136.668</b>	<b>42,72%</b>	<b>1.126.084</b>	<b>41,54%</b>

### PASIVO

Obligaciones y otros valores negociables		0,00%		0,00%		0,00%		0,00%	458.288	17,05%	463.982	17,44%	471.871	17,41%
Deudas con entidades de crédito	942.555	26,64%	663.793	19,99%	225.923	7,34%	180.501	6,39%	321.295	11,96%	268.944	10,11%	336.165	12,40%
Acreeedores por arrendamientos financieros	278	0,01%	420	0,01%	565	0,02%	1.288	0,05%	1.703	0,06%	2.782	0,10%	2.377	0,09%
Otros pasivos no corrientes	181.566	5,13%	97.344	2,93%	87.767	2,85%	60.455	2,14%	35.865	1,33%	88.484	3,33%	99.180	3,66%
Provisiones para riesgos y gastos	54.114	1,53%	40.106	1,21%	30.846	1,00%	57.276	2,03%	66.735	2,48%	56.930	2,14%	48.700	1,80%
Pasivos por impuestos diferidos	255.511	7,22%	257.155	7,74%	246.204	8,00%	233.939	8,28%	201.225	7,49%	179.730	6,75%	196.711	7,26%
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>1.434.024</b>	<b>40,53%</b>	<b>1.058.818</b>	<b>31,88%</b>	<b>591.305</b>	<b>19,21%</b>	<b>533.459</b>	<b>18,88%</b>	<b>1.085.111</b>	<b>40,38%</b>	<b>1.060.852</b>	<b>39,87%</b>	<b>1.155.004</b>	<b>42,61%</b>
Pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta		0,00%		0,00%		0,00%		0,00%			56.075	2,11%	0	0,00%
Obligaciones y otros valores negociables		0,00%		0,00%		0,00%		0,00%	3.661	0,14%	3.517	0,13%	3.613	0,13%
Deudas con entidades de crédito	394.003	11,14%	507.966	15,30%	831.122	27,01%	855.358	30,27%	96.044	3,57%	70.911	2,66%	75.272	2,78%
Acreeedores por arrendamientos financieros	806	0,02%	398	0,01%	416	0,01%	2.274	0,08%	2.428	0,09%	1.056	0,04%	1.267	0,05%
Acreeedores comerciales y otras cuentas por pagar	235.958	6,67%	226.880	6,83%	235.678	7,66%	260.732	9,23%	239.760	8,92%	231.427	8,70%	251.043	9,26%
Administraciones Públicas acreedoras	34.765	0,98%	30.633	0,92%	35.672	1,16%	43.116	1,53%	37.495	1,40%	40.094	1,51%	50.835	1,88%
Provisiones para riesgos y gastos	10.756	0,30%	5.129	0,15%	1.241	0,04%	53.458	1,89%	26.270	0,98%	14.835	0,56%	5.330	0,20%
Otros pasivos corrientes	36.834	1,04%	122.256	3,68%	38.258	1,24%	77.105	2,73%	38.595	1,44%	45.564	1,71%	42.439	1,57%
<b>Total pasivo corriente</b>	<b>713.122</b>	<b>20,16%</b>	<b>893.262</b>	<b>26,90%</b>	<b>1.142.387</b>	<b>37,12%</b>	<b>1.292.043</b>	<b>45,73%</b>	<b>444.253</b>	<b>16,53%</b>	<b>463.479</b>	<b>17,42%</b>	<b>429.799</b>	<b>15,85%</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>2.147.146</b>	<b>60,69%</b>	<b>1.952.080</b>	<b>58,78%</b>	<b>1.733.692</b>	<b>56,33%</b>	<b>1.825.502</b>	<b>64,61%</b>	<b>1.529.364</b>	<b>56,91%</b>	<b>1.524.331</b>	<b>57,28%</b>	<b>1.584.803</b>	<b>58,46%</b>
<b>TOTAL PASIVO + PATRIMONIO NETO</b>	<b>3.538.070</b>	<b>100,00%</b>	<b>3.320.897</b>	<b>100,00%</b>	<b>3.077.489</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.825.335</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.687.374</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.660.999</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.710.887</b>	<b>100,00%</b>

## 3. Cuenta de resultados consolidada (2009 - 2015).

Estados de resultado integral consolidado (miles de €)	2009	% s/vtas.	2010	% s/vtas.	2011	% s/vtas.	2012	% s/vtas.	2013	% s/vtas.	2014	% s/vtas.	2015	% s/vtas.
Importe neto de la cifra de negocios	1.209.750	100,00%	1.281.940	100,00%	1.346.006	100,00%	1.286.033	100,00%	1.260.492	100,00%	1.246.955	100,00%	1.376.634	100,00%
Alojamiento y habitaciones	744.260	61,52%	820.570	64,01%	870.216	64,65%	850.296	66,12%	839.417	66,59%	847.717	67,98%	954.081	69,31%
Restauración	327.540	27,08%	337.010	26,29%	337.327	25,06%	314.460	24,45%	304.642	24,17%	297.218	23,84%	310.391	22,55%
Salones y otros	82.620	6,83%	84.611	6,60%	78.012	5,80%	68.628	5,34%	65.744	5,22%	62.541	5,02%	69.639	5,06%
Alquileres y otros servicios	55.330	4,57%	39.749	3,10%	60.451	4,49%	52.649	4,09%	50.689	4,02%	39.479	3,17%	42.523	3,09%
Otros ingresos de explotación	5.185	0,43%	16.714	1,30%	23.849	1,77%	1.753	0,14%	1.830	0,15%	3.299	0,26%	1.207	0,09%
Subvenciones	237	0,02%	144	0,01%	126	0,01%	26	0,00%	156	0,01%	6	0,00%	11	0,00%
Otros ingresos de explotación	4.948	0,41%	16.570	1,29%	23.723	1,76%	1.727	0,13%	1.674	0,13%	3.293	0,26%	1.196	0,09%
Rtdo. de la enajenación de activos no corrientes	-326	0,03%	2.142	0,17%	33.905	2,52%	-2.357	0,18%	2.119	0,17%	-1.005	0,08%	-843	0,06%
Aprovisionamientos	-91.329	7,55%	-83.559	6,52%	-78.078	5,80%	-79.854	6,21%	-72.944	5,79%	-67.321	5,40%	-67.589	4,91%
Compras	-91.020	7,52%	-83.559	6,52%	-78.078	5,80%	-74.397	5,78%	-66.695	5,29%	-67.321	5,40%	-67.589	4,91%
Deterioro compras	-309	0,03%	0	0,00%	0	0,00%	-5.457	0,42%	-6.249	0,50%	0	0,00%	0	0,00%
Gastos de personal	-425.071	35,14%	-425.757	33,21%	-441.452	32,80%	-433.714	33,72%	-396.061	31,42%	-373.793	29,98%	-398.148	28,92%
Sueldo, salarios y asimilados	-304.867	25,20%	-296.739	23,15%	-300.926	22,36%	-291.845	22,69%	-303.088	24,05%	-282.173	22,63%	-299.033	21,72%
Cargas sociales	-72.744	6,01%	-71.167	5,55%	-72.572	5,39%	-72.445	5,63%	-72.168	5,73%	-69.764	5,59%	-74.341	5,40%
Indemnizaciones	-4.414	0,36%	-5.638	0,44%	-18.263	1,36%	-25.266	1,96%	-5.838	0,46%	-9.043	0,73%	-4.688	0,34%
Aportaciones a planes de pensiones	-9.347	0,77%	-8.487	0,66%	-7.486	0,56%	-9.313	0,72%	-5.224	0,41%	-3.460	0,28%	-8.645	0,63%
Otros gastos sociales	-33.699	2,79%	-43.726	3,41%	-42.205	3,14%	-34.845	2,71%	-9.743	0,77%	-9.353	0,75%	-11.441	0,83%
Dotación a la amortización	-124.810	10,32%	-123.683	9,65%	-119.887	8,91%	-111.351	8,66%	-106.359	8,44%	-98.516	7,90%	-106.159	7,71%
Pérdidas netas por deterioro de activos	-36.832	3,04%	-2.240	0,17%	-7.369	0,55%	-199.060	15,48%	31.382	2,49%	12.810	1,03%	30.859	2,24%
Otros gastos de explotación	-617.880	51,08%	-656.402	51,20%	-698.862	51,92%	-755.008	58,71%	-714.503	56,68%	-705.296	56,56%	-768.075	55,79%
Variación de la provisión de onerosos	0	0,00%	0	0,00%	8.167	0,61%	-57.546	4,47%	6.642	0,53%	14.721	1,18%	19.014	1,38%
Otros gastos de explotación	-617.880	51,08%	-656.402	51,20%	-707.029	52,53%	-697.462	54,23%	-721.145	57,21%	-720.017	57,74%	-787.089	57,17%



## Estados de resultado integral consolidado (miles de €)

	2009	% s/vtas.	2010	% s/vtas.	2011	% s/vtas.	2012	% s/vtas.	2013	% s/vtas.	2014	% s/vtas.	2015	% s/vtas.
Rtdo. por enajenación de inversiones financieras	0	0,00%	17.825	1,39%	19.913	1,48%	-3.549	0,28%	40.851	3,24%	17.278	1,39%	4.828	0,35%
Rtdo. por entidades valoradas por el método de participación	-6.580	0,54%	-1.450	0,11%	-3.985	0,30%	-4.232	0,33%	-8.095	0,64%	-1.314	0,11%	-663	0,05%
Ingresos financieros	9.770	0,81%	5.111	0,40%	5.720	0,42%	3.779	0,29%	4.176	0,33%	7.368	0,59%	5.154	0,37%
Ingresos por dividendos		0,00%		0,00%		0,00%		0,00%	22	0,00%	935	0,07%	1.130	0,08%
Ingresos por valores negociables	759	0,06%	988	0,08%	818	0,06%	612	0,05%	1.539	0,12%	396	0,03%	525	0,04%
Ingresos por intereses	8.786	0,73%	3.859	0,30%	4.464	0,33%	2.901	0,23%	1.958	0,16%	2.521	0,20%	3.092	0,22%
Otros ingresos financieros	225	0,02%	264	0,02%	438	0,03%	266	0,02%	657	0,05%	3.516	0,28%	407	0,03%
Variación del valor razonable en instrumentos financieros	1.286	0,11%	649	0,05%	-6.825	0,51%	-1.548	0,12%	9.575	0,76%	2.016	0,16%	4.695	0,34%
Cartera de negociación y otros		0,00%		0,00%		0,00%		0,00%		0,00%		0,00%		0,00%
Gastos financieros	-57.698	4,77%	-61.902	4,83%	-68.646	5,10%	-85.019	6,61%	-77.538	6,15%	-68.829	5,52%	-73.715	5,35%
Gastos por intereses	-48.180	3,98%	-50.882	3,97%	-57.954	4,31%	-70.460	5,48%	-55.356	4,39%	-53.488	4,29%	-53.927	3,92%
Gastos financieros por medios de pagos	-9.499	0,79%	-11.020	0,86%	-10.409	0,77%	-10.634	0,83%	-10.585	0,84%	-10.354	0,83%	-11.610	0,84%
Cancelación de IF derivados del tipo de interés		0,00%		0,00%		0,00%		0,00%	-5.880	0,47%		0,00%		0,00%
Otros gastos financieros	-19	0,00%		0,00%	-283	0,02%	-3.925	0,31%	-1.698	0,13%	-1.531	0,12%	-5.569	0,40%
Efecto financieros de la actualización de provisiones		0,00%		0,00%		0,00%		0,00%	-4.019	0,32%	-3.456	0,28%	-2.609	0,19%
Diferencias netas de cambio	-357	0,03%	-21.941	1,71%	12	0,00%	-7.469	0,58%	-7.762	0,62%	38	0,00%	2.135	0,16%
Deterioro de inversiones financieras	-488	0,04%		0,00%		0,00%		0,00%		0,00%		0,00%		0,00%
B°/(Pª) antes de impuestos de las actividades continuadas	-135.380	11,19%	-52.553	4,10%	4.301	0,32%	-391.596	30,45%	-32.837	2,61%	-26.310	2,11%	10.320	0,75%
Impuesto de sociedades	20.270	1,68%	5.109	0,40%	6.200	0,46%	55.501	4,32%	-5.466	0,43%	-15.611	1,25%	-13.082	0,95%
B°/(Pª) de las actividades continuadas	-115.110	9,52%	-47.444	3,70%	10.501	0,78%	-336.095	26,13%	-38.303	3,04%	-41.921	3,36%	-2.762	0,20%
Resultado del ejercicio de operaciones interrumpidas	-20.066	1,66%	-18.772	1,46%	-25.272	1,88%	2.977	0,23%	-25.650	2,03%	31.509	2,53%	6.068	0,44%
Ingresos y gastos imputados directamente a patrimonio neto	-3.637	0,30%	-3.354	0,26%	6.201	0,46%	-5.314	0,41%	5.690	0,45%	-2.991	0,24%	-31.439	2,28%
B°/(Pª) atribuible	-138.813	11,47%	-69.570	5,43%	-8.570	0,64%	-338.432	26,32%	-58.263	4,62%	-13.403	1,07%	-28.133	2,04%

## 4. Proyecciones de los estados financieros (2016 - 2020).

	Real	Real	Real	Real	Real	Real	Real	Estimado	Estimado	Estimado	Estimado	Estimado
<b>CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Ingresos ordinarios	1.209.750	1.281.940	1.346.006	1.286.033	1.260.492	1.246.955	1.376.634	1.503.907	1.625.586	1.738.344	1.838.855	1.923.951
<i>Crecimiento</i>		5,97%	5,00%	-4,46%	-1,99%	-1,07%	10,40%	9,25%	8,09%	6,94%	5,78%	4,63%
Otros ingresos	4.859	18.856	57.754	-604	3.949	2.294	364	1.149	2.130	3.112	4.093	5.075
<i>Crecimiento</i>		288,06%	206,29%	-101,05%	-753,81%	-41,91%	-84,13%	215,68%	85,40%	46,06%	31,54%	23,98%
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>1.214.609</b>	<b>1.300.796</b>	<b>1.403.760</b>	<b>1.285.429</b>	<b>1.264.441</b>	<b>1.249.249</b>	<b>1.376.998</b>	<b>1.505.056</b>	<b>1.627.716</b>	<b>1.741.456</b>	<b>1.842.948</b>	<b>1.929.025</b>
<i>Crecimiento</i>		7,10%	7,92%	-8,43%	-1,63%	-1,20%	10,23%	9,30%	8,15%	6,99%	5,83%	4,67%
Aprovisionamientos	-91.329	-83.559	-78.078	-79.854	-72.944	-67.321	-67.589	-72.819	-77.609	-81.815	-85.300	-87.944
<i>Crecimiento</i>		-8,51%	-6,56%	2,27%	-8,65%	-7,71%	0,40%	7,74%	6,58%	5,42%	4,26%	3,10%
<i>(%) s/ingresos ordinarios</i>	7,55%	6,52%	5,80%	6,21%	5,79%	5,40%	4,91%	4,84%	4,77%	4,71%	4,64%	4,57%
Gastos de personal	-425.071	-425.757	-441.452	-433.714	-396.061	-373.793	-398.148	-440.101	-481.269	-520.597	-556.988	-589.343
<i>Crecimiento</i>		0,16%	3,69%	-1,75%	-8,68%	-5,62%	6,52%	10,54%	9,35%	8,17%	6,99%	5,81%
<i>(%) s/ingresos ordinarios</i>	35,14%	33,21%	32,80%	33,72%	31,42%	29,98%	28,92%	29,26%	29,61%	29,95%	30,29%	30,63%
Otros gastos de explotación	-617.880	-656.402	-698.862	-755.008	-714.503	-705.296	-768.075	-836.088	-900.495	-959.493	-1.011.306	-1.054.271
<i>Crecimiento</i>		6,23%	6,47%	8,03%	-5,36%	-1,29%	8,90%	8,86%	7,70%	6,55%	5,40%	4,25%
<i>(%) s/ingresos ordinarios</i>	51,08%	51,20%	51,92%	58,71%	56,68%	56,56%	55,79%	55,59%	55,40%	55,20%	55,00%	54,80%
<b>EBITDA</b>	<b>80.329</b>	<b>135.078</b>	<b>185.368</b>	<b>16.853</b>	<b>80.933</b>	<b>102.839</b>	<b>143.186</b>	<b>156.048</b>	<b>168.343</b>	<b>179.551</b>	<b>189.355</b>	<b>197.467</b>
<i>Crecimiento</i>		68,16%	37,23%	-90,91%	380,23%	27,07%	39,23%	8,98%	7,88%	6,66%	5,46%	4,28%
<i>(%) s/ingresos ordinarios</i>	6,64%	10,54%	13,77%	1,31%	6,42%	8,25%	10,40%	10,38%	10,36%	10,33%	10,30%	10,26%
Amortizaciones	-124.810	-123.683	-119.887	-111.351	-106.359	-98.516	-106.159	-106.159	-106.159	-106.159	-106.159	-106.159
<i>Crecimiento</i>		-0,90%	-3,07%	-7,12%	-4,48%	-7,37%	7,76%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Nueva amortización								-2.455	-7.977	-16.568	-28.227	-42.955
Depreciaciones	-36.832	-2.240	-7.369	-199.060	31.382	12.810	30.859	-600	-600	-600	-600	-600
<i>Crecimiento</i>		-93,92%	228,97%	2601,32%	-115,77%	-59,18%	140,90%	-101,94%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Otros resultados	-6.139	-4.917	9.115	-16.798	34.569	18.018	10.995	9.995	8.746	7.497	6.247	4.998
<i>Crecimiento</i>		-19,91%	-285,38%	-284,29%	-305,79%	-47,88%	-38,98%	-9,09%	-12,50%	-14,29%	-16,67%	-20,00%
<b>EBIT</b>	<b>-87.452</b>	<b>4.238</b>	<b>67.227</b>	<b>-310.356</b>	<b>40.525</b>	<b>35.151</b>	<b>78.881</b>	<b>56.830</b>	<b>62.353</b>	<b>63.720</b>	<b>60.616</b>	<b>52.751</b>
<i>Crecimiento</i>		-104,85%	1486,29%	-561,65%	-113,06%	-13,26%	124,41%	-27,96%	9,72%	2,19%	-4,87%	-12,97%
<i>(%) s/ingresos ordinarios</i>	7,23%	0,33%	4,99%	24,13%	3,22%	2,82%	5,73%	3,78%	3,84%	3,67%	3,30%	2,74%

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos por intereses	8.786	3.859	4.464	2.901	1.958	2.521	3.092	3.138	3.196	3.254	3.311	3.369
<i>Crecimiento</i>		-56,08%	15,68%	-35,01%	-32,51%	28,75%	22,65%	1,49%	1,84%	1,81%	1,77%	1,74%
Gastos por intereses	-48.180	-50.882	-57.954	-70.460	-55.356	-53.488	-53.927	-44.512	-36.089	-25.560	-14.320	-3.066
<i>Crecimiento</i>		5,61%	13,90%	21,58%	-21,44%	-3,37%	0,82%	-17,46%	-18,92%	-29,18%	-43,97%	-78,59%
Otros resultados financieros	-8.534	-9.768	-9.436	-13.681	-19.964	-10.494	-17.726	-16.115	-14.100	-12.086	-10.072	-8.057
<i>Crecimiento</i>		14,46%	-3,40%	44,99%	45,93%	-47,44%	68,92%	-9,09%	-12,50%	-14,29%	-16,67%	-20,00%
<b>EBT</b>	<b>-135.380</b>	<b>-52.553</b>	<b>4.301</b>	<b>-391.596</b>	<b>-32.837</b>	<b>-26.310</b>	<b>10.320</b>	<b>-659</b>	<b>15.359</b>	<b>29.328</b>	<b>39.536</b>	<b>44.997</b>
<i>Crecimiento</i>		-61,18%	-108,18%	-9204,77%	-91,61%	-19,88%	-139,22%	-106,38%	-2431,24%	90,95%	34,81%	13,81%
<i>(%) s/ingresos ordinarios</i>	11,19%	4,10%	0,32%	30,45%	2,61%	2,11%	0,75%	0,04%	0,94%	1,69%	2,15%	2,34%
Impuesto de sociedades	20.270	5.109	6.200	55.501	-5.466	-15.611	-13.082	0	3.840	7.332	9.884	11.249
Op. Interrumpidas y (...)	-23.703	-22.126	-19.071	-2.337	-19.960	28.518	-25.371					
<b>B°/Pª ATRIBUÍBLE</b>	<b>-138.813</b>	<b>-69.570</b>	<b>-8.570</b>	<b>-338.432</b>	<b>-58.263</b>	<b>-13.403</b>	<b>-28.133</b>	<b>-659</b>	<b>19.199</b>	<b>36.660</b>	<b>49.420</b>	<b>56.247</b>

INVERSIONES	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Inversiones								12.273	27.614	42.955	58.295	73.636
Desinversiones												
<b>Total</b>								<b>12.273</b>	<b>27.614</b>	<b>42.955</b>	<b>58.295</b>	<b>73.636</b>
<b>Total acumulado</b>								<b>12.273</b>	<b>39.886</b>	<b>82.841</b>	<b>141.136</b>	<b>214.773</b>
Plazo amortización (años)	5											
Amortización anual								2.455	7.977	16.568	28.227	42.955

Movimientos activo fijo	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Inicio de periodo								2.321.774	2.224.833	2.137.711	2.057.338	1.980.647
Aumentos								12.273	27.614	42.955	58.295	73.636
Disminuciones								-109.214	-114.736	-123.327	-134.986	-149.714
Final de periodo							2.321.774	2.224.833	2.137.711	2.057.338	1.980.647	1.904.570

<b>BALANCE DE SITUACIÓN</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Activo fijo	2.972.399	2.811.701	2.664.530	2.461.982	2.280.833	2.131.448	2.321.774	2.224.833	2.137.711	2.057.338	1.980.647	1.904.570
Activo corriente operativo	313.651	322.146	310.451	292.924	259.685	214.027	251.892	247.218	267.220	285.755	302.278	316.266
Activo corriente no operativo	30.435	13.933	11.365	28.984	12.987	115.421	59.522	59.522	59.522	59.522	59.522	59.522
Caja	221.585	173.117	91.143	41.445	133.869	200.103	77.699	197.414	305.807	424.810	552.735	686.664
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>3.538.070</b>	<b>3.320.897</b>	<b>3.077.489</b>	<b>2.825.335</b>	<b>2.687.374</b>	<b>2.660.999</b>	<b>2.710.887</b>	<b>2.728.987</b>	<b>2.770.259</b>	<b>2.827.425</b>	<b>2.895.182</b>	<b>2.967.021</b>
Patrimonio Neto	1.390.924	1.368.817	1.343.797	999.833	1.158.010	1.136.668	1.126.084	1.125.425	1.144.624	1.181.284	1.230.703	1.286.950
Deuda financiera a l/p	942.833	664.213	226.488	181.789	781.286	735.708	810.413	810.413	810.413	810.413	810.413	810.413
Otros pasivos no corrientes	491.191	394.605	364.817	351.670	303.825	325.144	344.591	344.591	344.591	344.591	344.591	344.591
Deuda financiera a c/p	394.809	508.364	831.538	857.632	102.133	75.484	80.152	80.152	80.152	80.152	80.152	80.152
Otros pasivos corrientes	82.355	158.018	75.171	173.679	102.360	156.568	98.604	98.604	98.604	98.604	98.604	98.604
Cuentas a pagar	235.958	226.880	235.678	260.732	239.760	231.427	251.043	269.802	291.875	312.381	330.719	346.312
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>3.538.070</b>	<b>3.320.897</b>	<b>3.077.489</b>	<b>2.825.335</b>	<b>2.687.374</b>	<b>2.660.999</b>	<b>2.710.887</b>	<b>2.728.987</b>	<b>2.770.259</b>	<b>2.827.425</b>	<b>2.895.182</b>	<b>2.967.021</b>
Nº de acciones (miles)							350.272					
Valor en libros por acción							3,215					
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Deuda financiera a l/p	942.833	664.213	226.488	181.789	781.286	735.708	810.413	810.413	810.413	810.413	810.413	810.413
Deuda financiera a c/p	394.809	508.364	831.538	857.632	102.133	75.484	80.152	80.152	80.152	80.152	80.152	80.152
Caja	221.585	173.117	91.143	41.445	133.869	200.103	77.699	197.414	305.807	424.810	552.735	686.664
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>1.116.057</b>	<b>999.460</b>	<b>966.883</b>	<b>997.976</b>	<b>749.550</b>	<b>611.089</b>	<b>812.866</b>	<b>693.151</b>	<b>584.758</b>	<b>465.755</b>	<b>337.830</b>	<b>203.901</b>
Gastos financieros	-48.180	-50.882	-57.954	-70.460	-55.356	-53.488	-53.927	-44.512	-36.089	-25.560	-14.320	-3.066
<b>(%) s/deuda financiera neta</b>	<b>4,32%</b>	<b>5,09%</b>	<b>5,99%</b>	<b>7,06%</b>	<b>7,39%</b>	<b>8,75%</b>	<b>6,63%</b>	<b>6,42%</b>	<b>6,17%</b>	<b>5,49%</b>	<b>4,24%</b>	<b>1,50%</b>

Movimientos en cuentas a cobrar	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Activo corriente operativo	313.651	322.146	310.451	292.924	259.685	214.027	251.892	247.218	267.220	285.755	302.278	316.266
Ingresos ordinarios	1.209.750	1.281.940	1.346.006	1.286.033	1.260.492	1.246.955	1.376.634	1.503.907	1.625.586	1.738.344	1.838.855	1.923.951
(%) s/ingresos ordinarios	25,93%	25,13%	23,06%	22,78%	20,60%	17,16%	18,30%	16,44%	16,44%	16,44%	16,44%	16,44%
Días medio de cobro	94,6	91,7	84,2	83,1	75,2	62,6	66,8	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0
<b>Movimientos en cuentas a pagar</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Cuentas a pagar	235.958	226.880	235.678	260.732	239.760	231.427	251.043	269.802	291.875	312.381	330.719	346.312
Gastos de explotación	1.134.280	1.165.718	1.218.392	1.268.576	1.183.508	1.146.410	1.233.812	1.349.008	1.459.373	1.561.905	1.653.593	1.731.558
Gastos por inversiones								0	0	0	0	0
(%) s/gastos	20,80%	19,46%	19,34%	20,55%	20,26%	20,19%	20,35%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
Días medio de pago	75,9	71,0	70,6	75,0	73,9	73,7	74,3	73,0	73,0	73,0	73,0	73,0
<b>Flujos de caja</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Beneficio neto	-138.813	-69.570	-8.570	-338.432	-58.263	-13.403	-28.133	-659	19.199	36.660	49.420	56.247
Amortizaciones y depreciaciones	161.642	125.923	127.256	310.411	74.977	85.706	75.300	109.214	114.736	123.327	134.986	149.714
Resultado financiero	47.928	56.791	62.926	81.240	73.362	61.461	68.561	57.489	46.994	34.392	21.080	7.754
NOF (variación interanual)	-77.693	-17.573	20.493	42.581	12.267	37.325	-18.249	23.433	2.071	1.971	1.815	1.605
<i>Cuentas a cobrar generadas</i>	-313.651	-322.146	-310.451	-292.924	-259.685	-214.027	-251.892	-247.218	-267.220	-285.755	-302.278	-316.266
<i>Cuentas a cobrar liquidadas</i>	0	313.651	322.146	310.451	292.924	259.685	214.027	251.892	247.218	267.220	285.755	302.278
<i>Cuentas a pagar generadas</i>	235.958	226.880	235.678	260.732	239.760	231.427	251.043	269.802	291.875	312.381	330.719	346.312
<i>Cuentas a pagar liquidadas</i>	0	-235.958	-226.880	-235.678	-260.732	-239.760	-231.427	-251.043	-269.802	-291.875	-312.381	-330.719
<b>Flujo de caja de operaciones</b>		<b>95.571</b>	<b>202.105</b>	<b>95.800</b>	<b>102.343</b>	<b>171.089</b>	<b>97.479</b>	<b>189.476</b>	<b>183.000</b>	<b>196.350</b>	<b>207.301</b>	<b>215.319</b>
Capex								-12.273	-27.614	-42.955	-58.295	-73.636
<b>Flujo de caja de inversión</b>								<b>-12.273</b>	<b>-27.614</b>	<b>-42.955</b>	<b>-58.295</b>	<b>-73.636</b>
Variación en deuda								0	0	0	0	0
Resultado financiero								-57.489	-46.994	-34.392	-21.080	-7.754
Dividendos pagados												
<b>Flujo de caja</b>								<b>119.715</b>	<b>108.393</b>	<b>119.003</b>	<b>127.926</b>	<b>133.928</b>