



Universidad de Valladolid
Facultad de Ciencias
Económicas y Empresariales

Trabajo de Fin de Grado
Grado en Administración y Dirección
de Empresas

Valoración de Meliá Hotels
International

Presentado por:
Pablo Sáenz Tejedor

Tutelado por:
Mohd Hussein Issa-Jrab

Valladolid, 18 de Mayo de 2018

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN.....	6
2. MELIÁ HOTELS INTERNATIONAL	8
2.1 Historia de la compañía	8
2.2 Cartera de Marcas	9
2.3 Modelo de explotación hotelera	10
3. ANÁLISIS DE LA COMPETENCIA	12
4. ANALISIS DAFO	15
4.1 Fortalezas	15
4.2 Debilidades	16
4.3 Oportunidades	16
4.4 Amenazas	17
5. ANÁLISIS ECONÓMICO FINANCIERO	19
5.1 Cuenta de Resultados	19
5.1.1 Ingresos Operativos	20
5.1.2 Ingresos y Gastos financieros (2015 – 2016)	20
5.2 Balance	23
5.3 Ratios de solvencia y liquidez	25
5.4 Estado de flujos de efectivo	27
6. VALORACIÓN DE EMPRESAS	29
6.1 Concepto	29
6.2 Precio y valor de una empresa. Diferencia.....	29
6.3 Por qué llevar a cabo la valoración de una empresa.....	29
6.4 Cuándo valorar una empresa.....	30
7. MÉTODOS DE VALORACIÓN	32
7.1 Método a través de la cuenta de pérdidas y ganancias.....	32
7.2 Múltiplo del PER (Price Earning Ratio).....	32
7.3 Método de los dividendos.....	33
7.4 Método a través del balance de situación	33
7.5 Valor contable	33
7.6 Valor contable ajustado.....	34
7.7 Valor sustancial	34
7.8 Valor de liquidación.....	34
7.9 Método a través del descuento de flujos de caja	35
8. VALORACIÓN DE MELIÁ HOTELS INTERNATIONAL	36
8.1 Cálculo de la tasa de descuento	36

8.1.1	Peso del Patrimonio Neto y la Deuda	36
8.1.2	Coste de los recursos propios (Re)	37
8.1.3	Coste de la deuda (Rd).....	38
8.1.4	Impuesto	38
8.1.5	Cálculo del WACC.....	38
8.2	Flujos de caja futuros.....	39
8.3	Tasa de crecimiento.	39
8.4	Valoración	41
9.	CONCLUSIONES.....	43
10.	REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS:	44

ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS

Tabla 2.1 Cartera de marcas de Meliá Hotels International.....	9
Tabla 4.1 Análisis Dafo.....	17
Tabla 5.1 Cuenta de pérdidas y Ganancias de Meliá Hotels International.....	18
Tabla 5.2 Ingresos Operativos de Meliá Hotels International.....	19
Tabla 5.3 Ingresos y Gastos financieros de Meliá Hotels International.....	20
Tabla 5.4 Variaciones de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias.....	21
Tabla 5.5 Balance de Meliá Hotels International.....	22
Tabla 5.6 Ratios de Solvencia y Liquidez de Meliá Hotels International.....	25
Tabla 5.7 Estado de flujos de efectivo de Meliá Hotels International.....	26
Tabla 8.1 Capital y Deuda de Meliá Hotels International.....	35
Tabla 8.2 Cálculo de los Recursos Propios.....	37
Tabla 8.4 Flujos de caja de Meliá Hotels International (2014-2017).....	38
Tabla 8.5 Variaciones.....	39
Tabla 8.6 RevPAR de Meliá Hotels International.....	39
Tabla 8.7 Crecimiento y Periodos.....	40
Tabla 8.7 Flujos futuros de Meliá Hotels International.....	40
Tabla 8.8 Descuento de flujos futuros de Meliá Hotels International.....	40
Tabla 8.3 Cálculo del WACC.....	37
Ecuación 7.1.....	32
Ecuación 7.2.....	33
Ecuación 8.1.....	35
Ecuación 8.2.....	36
Ecuación 8.3.....	37
Ecuación 8.4.....	38
Gráfico 5.1 Variación en la Cuenta de Resultados.....	21
Gráfico 5.2 Estructura patrimonial de Meliá Hotels International.....	23

RESUMEN

En este trabajo, se va a presentar una valoración de una empresa. Esta es Meliá Hotels International. Para ello se lleva a cabo un análisis del entorno en el que actúa la compañía, contemplando sus características internas y externas, y las de sus competidores principales.

Para completar la valoración se han estudiado los diferentes métodos que existen y se consideran más efectivos; eligiéndose finalmente el método de descuento de flujos de caja. Este es el más apropiado, mostrando una mayor información y exactitud a la hora de valorar una empresa.

Palabras clave: Meliá Hotels International, valoración, descuento de flujos de caja.

In this project, an evaluation of a company will be presented. This company is Meliá Hotels International. To this end, an analysis is carried out of the environment in which the company operates, contemplating its internal and external characteristics, and those of its main competitors.

To complete the evaluation, the different methods that exist and have been considered more effective have been studied; The method of discounting cash flows was finally chosen. This method is the most appropriate because it shows more important information at the time of valuing a company.

Key words: Meliá Hotels International, valuation, discount of cash flows.

Clasificación JEL: G12, M21, M41.

1. INTRODUCCIÓN

El trabajo de fin de grado que se muestra tiene como objetivo valorar la compañía Meliá Hotels Internacional. Para ello se van a estudiar los diferentes métodos de valoración que se pueden llevar a cabo y se va a seleccionar el que se considera más apropiado; el método de descuento de flujos de caja.

La razón por la que he decidido analizar esta firma es por la gran importancia que tiene esta en la economía española. El turismo es nuestra principal fuente de ingresos, y Meliá Hotels International es uno de los más claros ejemplos de potencial económico de este sector y de gran empresa con mucha proyección de futuro. Me llamó principalmente la atención la gran expansión que ha experimentado desde su fundación; siendo una empresa importante a nivel internacional.

En cuanto a la metodología que se ha empleado para la redacción del trabajo, se ha extraído la información principalmente de las cuentas anuales e informes que ha emitido la empresa para los últimos años. Estos han sido diversos dossiers publicados en la web de la compañía y muestran un reflejo claro de la situación actual de esta.

También se han consultado otras fuentes de carácter económico como por ejemplo la Bolsa de Madrid.

El trabajo se ha estructurado en ocho apartados, realizando un análisis completo y exhaustivo de la empresa.

En el primero se contempla la estructura de la empresa, exponiendo su historia, las marcas que ostenta dentro de su propia marca, y como desarrolla su actividad a través de los diferentes modelos de explotación.

En segundo lugar se investigará todo lo referente la competencia para poder saber en el panorama competitivo en el que actúa la compañía, comparándose con las principales firmas que pugnan en este mercado.

En el tercer apartado se recogerá la información interna y externa de la empresa mediante la realización de un análisis DAFO; así se podrán conocer sus debilidades, fortalezas, amenazas y oportunidades.

Para el cuarto apartado se representará la situación económica y financiera. Para ello se utilizará el balance, cuenta de resultados y el estado de flujos de efectivo. A través de ellos se podrá comprobar su estructura patrimonial y estudiar los ratios de solvencia y liquidez para así observar el comportamiento de la empresa.

Los dos epígrafes siguientes versarán sobre la teoría de valoración de empresas en cuanto a concepto y los diferentes métodos que existen para llevarla a cabo.

En el séptimo se procederá a la valoración de Meliá Hotels International y en el último apartado se establecerán las conclusiones obtenidas sobre dicha valoración y sobre la empresa en general.

2. MELIÁ HOTELS INTERNATIONAL

2.1 Historia de la compañía

Meliá Hotels International, es un grupo hotelero que tiene su domicilio social en España, concretamente en Palma de Mallorca. Su principal actividad se desempeña en la industria hotelera.

Su origen tiene lugar en el año 1956, cuando se abrió el primer hotel en Palma de Mallorca con el nombre de *Hotel Altair*; fundado por D. Gabriel Escarrer Juliá.

Primeramente se expande por las Islas Baleares y más tarde por los principales lugares de acumulación turística en toda España. En 1984 adquiere 32 asentamientos hoteleros procedentes de una cadena de hoteles, llegando a ser el grupo de mayores dimensiones de toda España en dicho sector.

La primera vez que esta compañía salió de España tuvo lugar en 1985, cuando abre un hotel en Isla de Bali, en Indonesia. Dos años después se hará con el poder de la cadena hotelera Meliá, adquiriendo una nueva denominación del grupo, Sol Meliá.

Algunos años después, en la década de los 90, se expandirá al continente americano; concretamente al Caribe, donde en 1995 concibió su nueva marca *Paradisus Resorts*, que estaría ubicada en el segmento de lujo. Al año siguiente, se consolidaría como la primera firma hotelera en salir a bolsa en Europa.

Llegando al final de la década de los 90, la compañía compró la cadena TRYP Hoteles, de procedencia española, y nueve hoteles en París; empezando de esta manera sus andaduras por el continente europeo.

Entrado ya en el nuevo siglo, creó el *Club de Vacaciones* en 2004 y en los años 2006 y 2008 respectivamente, las marcas *ME by Meliá* y *Gran Meliá*. Entre estos dos años, en 2007 adquirió INNSIDE, una firma hotelera alemana.

En 2011, la firma española sustituyó su marca corporativa por la que posee hoy en día: Meliá Hotels International. En este mismo año surgirá la partición de Asia-Pacífico y se alía con dos importantes compañías del continente asiático: Jin Jiang Hotels y Greenland Group.

Hoy en día, la compañía posee más de 300 hoteles repartidos en 38 países en diferentes continentes; estando presente en Europa, Caribe, Australia, África, China, Oriente Medio, América del Sur y América del Norte.

2.2 Cartera de Marcas

El *portfolio* de la firma está formado por siete marcas diferentes, las cuales están clasificadas en dos tipos de segmento, el *Premium* y el *Upper Scale*, basándose en el tipo de hotel y en su exclusividad. Los primeros son los de mayor calidad y lujo, mientras que los segundos son también de gran calidad pero sin llegar al nivel del segmento *Premium*.

El segmento de alta categoría está formado por 30 hoteles, con un total de 9.865 habitaciones. Estos complejos trabajan bajo las marcas de *Paradisus Resorts*, *Gran Meliá Hotels & Resorts* y *ME by Meliá*.

En el siguiente nivel se encuentran las marcas *Meliá Hotels & Resorts*, *INNSIDE by Meliá*, *Tryp By Wyndham* y *Sol Hotels & Restorts*. Este segmento está formado por 285 hoteles, con un total de 70.892 habitaciones.

Este último segmento está formado por la mayoría de los hoteles de la compañía, puesto que son los de mayor demanda. El segmento *Premium* ocupa el 12% del total de las habitaciones de la firma; siendo el 88% restante el porcentaje de habitaciones del segmento *Upper Scale*.

Tabla 2.1 Cartera de marcas de Meliá Hotels International

Segmento	Marca	Nº de hoteles	Nº de habitaciones
Premium	Gran Meliá Hotels & Resorts	13	3.570
	ME by Meliá	7	1.227
	Paradisus Resorts	10	5.068
Upper Scale	Meliá Hotels & Resorts	112	33.254
	INNSIDE by Meliá	20	3.654
	Tryp By Wyndham	83	13.272
	Sol Hotels & Resorts	70	20.712
Total		315	80.757

Fuente: Informe anual Meliá Hotels International y elaboración propia.

2.3 Modelo de explotación hotelera

Meliá Hotels International no solo utiliza como modelo de explotación hotelera el régimen de propiedad, sino que lleva a cabo también diferentes formas de contratación. Estos son los regímenes que utiliza:

- Propiedad: son los establecimientos que son propiedad de la compañía.
- Alquiler: la firma arrenda unos determinados establecimientos a cambio de una renta que pagará al dueño de los inmuebles. Tiene el poder de explotación pero no es propietario.
- Gestión: los hoteles que no son propiedad suya pero llevan a cabo la actividad de gestionarlos a cambio de un pago que realizará el propietario del hotel.
- Franquicia: en este caso el propietario del hotel es un tercero que también lleva a cabo la actividad de explotación, sin embargo, lo hace durante un determinado espacio de tiempo a través de alguna de las marcas de Meliá. Esto conlleva el pago de una regalía a Meliá.

En los últimos años, Meliá Hotels International, ha desarrollado una estrategia de menor inversión de capital para convertirse en una firma gestora. Ha ido disminuyendo los hoteles en los que opera en propiedad para llevar a cabo una actividad mayormente basada en operar a través del alquiler, la franquicia y la gestión.

3. ANÁLISIS DE LA COMPETENCIA

Para elaborar este análisis de los competidores de Meliá Hotels International, se han puesto en contexto otras firmas hoteleras que la compañía menciona en sus documentos financieros a modo de comparación.

A parte de esto, se ha podido observar que estas compañías guardan bastante parecido con Meliá Hotels International, en cuanto al modelo de explotación hotelera mencionado en el apartado anterior.

- **NH Hotel Group:** esta compañía nació en 1978 bajo el nombre del hotel Ciudad de Pamplona. En 1980 empezaría a expandirse por toda la Península y en 1994 poseería más de 50 hoteles en toda España. Llegando a los años 2000 comenzó su proceso de internacionalización lanzándose a Latinoamérica primero y a Europa después. Poco después entrará en el *IBEX35* y adquirirá la firma hotelera Krasnapolsky (Holanda) y posteriormente Astron Hotels (Alemania). A día de hoy, cuenta con cerca de 400 establecimientos y 60.00 habitaciones, estando presente en Europa, África y América. Su sede social se encuentra en Madrid (España).
- **Accor Hotels Group:** esta compañía se fundó en 1967 en Lille (Francia). Esta firma posee casi 4.000 hoteles y 515.000 habitaciones, distribuidos por 92 países. Está principalmente operando en Europa, pero también tiene hoteles por Oriente Medio, Asia y América.
- **Marriott International INC.:** esta firma procedente de Estados Unidos se fundó en 1927. Tiene en su haber más de 4.200 hoteles distribuidos por 79 países en todos los continentes. Donde opera mayormente es en el continente americano donde tiene más de 3.500 hoteles.
- **Hyatt Hotels Corporation:** sus inicios datan de 1957, cuando Jay Pritzker, su fundador, compró el motel Hyatt House en las proximidades del aeropuerto de Los Ángeles. Tiene su sede en Chicago,, Illinois (EEUU). En los años siguientes a su fundación se creará la firma que

posteriormente se transformará en sociedad anónima con el nombre de Hyatt Corporation. Actualmente cuenta con más de 640 hoteles y 165.000 habitaciones; estando presente en 52 países de todo el mundo.

- InterContinental Hotels Group: esta firma británica se fundó en 1988 cuando una cervecera se hizo con la cadena hotelera Houliday Inns International. Desde este momento, esta empresa crecerá notablemente lanzando diferentes marcas y adquiriendo tres compañías de hoteles en la década de los 90. Hacia el año 2003 dejará de ser una marca de cervezas procediendo a su venta. Este cambio de rumbo supuso la eliminación del negocio cervecero para convertirse en InterContinental Hotels Group. Cuenta con más de 5.000 hoteles y más de 740.000 habitaciones alrededor de todo el globo.
- Starwood Hotels & Resorts Worldwide Inc.: comenzó en el año 1991 en Chicago (EEUU). Hacia 1994 participará en más de 30 hoteles, adquiriendo, años más tarde, Westin Hotels & Resorts y ITT Sheraton Corporation. Actualmente cuenta con unos 1.300 hoteles en diferentes regímenes de explotación.
- Millenium & Cophthorne Hotels plc.: esta firma hotelera tiene su sede en Londres (Reino Unido). Se fundó en 1989 siendo una filial de la compañía asiática Hong Leong Group. Hoy en día opera en Europa, Australia, Asia y Norte América con cerca de 130 hoteles y 35.000 habitaciones.
- Choice Hotels International Inc.: sus inicios tuvieron lugar en 1939, cuando en Florida se pusieron de acuerdo siete propietarios de diferentes moteles para crear un grupo cooperativo. Poco tiempo después se formaría el grupo Quality Courts United Inc, que a partir de los años 1960 pasaría a convertirse en una compañía hotelera. En 1972 sufrió un cambio de nombre por Quality Inn International para evidenciar su ascendente presencia en todo el mundo, llegando a ser a finales de 1980 la tercera firma hotelera con mayor número de habitaciones. En la actualidad cuenta

con cerca de 6.500 hoteles y 508.000 habitaciones repartidos en 35 países.

- Wyndham Worldwide Corporation: la compañía nace en 2006 con motivo de una escisión de Cendant Corp, llegando a convertirse en una firma hotelera independiente. Tiene su sede en New Jersey (EEUU) siendo la empresa hotelera con un mayor número de hoteles en el mundo; con más de 7.800. Está presente en 72 países y posee más de 678.000 habitaciones. La mayoría de estos en Norte América.

4. ANALISIS DAFO

En este apartado se ha llevado a cabo un análisis tanto de la situación interna como de la externa de Meliá Hotels International, teniendo en consideración los apartados anteriores.

En cuanto a la situación interna, se trata de elaborar un autoanálisis de la compañía, es decir, hay que analizar distintos matices como los canales de distribución, la situación financiera de la empresa o la comercialización del producto. Por otro lado, la situación externa se analiza con aspectos como la coyuntura social, económica y política.

Tras realizar este estudio de la coyuntura externa e interna de la firma, podremos detectar los puntos débiles y fuertes de esta, y también las amenazas y oportunidades que brinda el entorno en que lleva a cabo su actividad.

4.1 Fortalezas

Después de analizar internamente la firma, se han detectado que las fortalezas son muy heterogéneas.

En primer lugar, la firma tiene en su haber una cartera de operaciones muy variada geográficamente hablando. Esto es debido a que la firma está presente en muchos lugares distintos; hecho que permite solventar el impacto de algunos de los riesgos económicos y/o políticos.

En segundo lugar, esta diversificación en el modelo de explotación hotelera, facilita la reducción, en gran medida, la estacionalidad de la demanda turística, puesto que tiene asegurados unos mínimos ingresos en forma de regalía a lo largo del año.

Además, la firma cuenta con sus propios canales de distribución para lograr que al cliente le llegue su oferta hotelera de manera directa, lo que implica que no haya terceros intermediarios. Esto supone un gran ahorro en el coste, tanto para Meliá Hotels International, como para el cliente; ya que se evitan las comisiones que suelen imponer las agencias de viajes. Esto, aparte de lo anterior, tiene una consecuencia positiva en cuanto a la fidelidad al ofrecer una prestación comercial personalizada.

En último lugar, el 51 % del capital social de la compañía se encuentra en manos del fundador; lo que quiere decir que el accionariado es bastante

estable, reduciéndose las posibilidades de que algún competidor pueda llevar a cabo una OPA (oferta pública de adquisición) sobre la firma.

4.2 Debilidades

En relación a las debilidades que se han encontrado en la compañía, son más bien de aspecto económico.

En primer lugar, la firma oferta una baja rentabilidad de los recursos propios (ROE). Esto implica que ante la tesitura de querer llevar a cabo una ampliación de capital para atraer inversores, podría complicarse. También, y en contexto con el sector, la rentabilidad de las inversiones es inferior, pudiendo disminuir su atractivo a la hora de que un tercero invirtiera en la compañía.

Por otro lado, comparando esta firma con las de su competencia, sus niveles de solvencia y liquidez a corto plazo son menores. En el futuro esta situación podría conducir a la empresa a graves problemas de carácter financiero en el caso de que se frenara la generación de efectivo suficiente o si no pudiera refinanciar deuda.

4.3 Oportunidades

Respecto a las oportunidades, sobresale la alta demanda que la compañía experimenta tanto nacional como internacionalmente; con la perspectiva de que esta demanda continúe aumentando en los próximos años. Esto es debido a que España está consolidada como un destino turístico seguro, frente a otros competidores como por ejemplo África. También gracias a la mejora de la relación entre EEUU y Cuba, la firma experimentará un gran crecimiento de su demanda en esta isla.

Luego, con las apreciaciones del dólar con respecto al euro producen un aumento en la facturación derivada del continente americano.

Por último, podría reducirse el volumen de la deuda de la empresa ante los bajos tipos de interés de los mercados de capitales; pudiendo producirse también una mayor amortización de los préstamos, disminuyendo el apalancamiento financiero de la firma.

4.4 Amenazas

En cuanto a las amenazas, son muy diversas.

La estacionalidad del sector turístico es una, aunque sea un aspecto natural e imposible de evitar en el sector en el que opera Meliá Hotels International. No obstante, la firma ha logrado reducir bastante su efecto debido al modelo de explotación hotelera que utiliza.

Dado a que en el sector en que opera la empresa hay muchos competidores que adoptan el mismo modelo de explotación hotelera y las mismas estrategias, tiene el riesgo de perder cuota de mercado o el puesto de líder en algunos de los segmentos de consumidores o situaciones geográficas. Sin embargo, como viene haciendo a lo largo de su historia, puede reducir este riesgo mediante acuerdos con sus competidores.

Otras amenazas importantes son las enfermedades y las plagas en determinados países, lo cual tendría una repercusión negativa en la demanda de los hoteles situados en estos países.

También una amenaza a tener en cuenta es el terrorismo. Los atentados hacen que se debilite el turismo en las zonas que se producen. Un claro ejemplo de ello es París, que a día de hoy sigue recuperándose.

Por último, hay que señalar que hay factores como la inestabilidad política o pobreza que afectan en gran medida a la compañía en determinados países.

Tabla 4.1 Análisis Dafo

FORTALEZAS	DEBILIDADES
<ul style="list-style-type: none"> • Cartera de operativa geográfica variada. • Variedad en el modelo de explotación hotelera. • Utilización de canales de distribución directos. • Grupo de accionistas estabilizado. 	<ul style="list-style-type: none"> • Bajo ROE. • Solvencia y liquidez bajas a c/p. • Inversiones poco rentables.
OPORTUNIDADES	AMENAZAS
<ul style="list-style-type: none"> • Aumento de la demanda turística. • Numerosos pactos con la competencia. • Apreciación dólar – euro. • Bajos tipos de interés en mercados de capitales. 	<ul style="list-style-type: none"> • Estacionalidad del sector turístico. • Gran número de competidores. • Plagas o enfermedades en determinados países. • Terrorismo, pobreza, poca estabilidad económica o política.

Elaboración propia

5. ANÁLISIS ECONÓMICO FINANCIERO

En este apartado trataremos de analizar los diferentes estados financieros de la compañía, empezando por la Cuenta de Resultados, después el Balance de Situación y por último el Estado de Flujos de Efectivo. Además, al final del análisis de estos tres estados contables, también analizaremos algunos ratios de la empresa para poder ver su salud financiera.

Este análisis tiene como misión el estudio de los últimos años para poder conocer la condición económico-financiera de la firma; para posteriormente conseguir hacer una valoración adecuada de la compañía.

5.1 Cuenta de Resultados

Tabla 5.1 Cuenta de pérdidas y Ganancias de Meliá Hotels International

Cuenta de Pérdidas y Ganancias de Meliá Hotels International			
Miles de €			
	2015	2016	2017
Ingresos Operativos	1.738.207	1.801.962	1.885.166
Consumos	-214.823	-222.783	-215.232
Gastos de personal	-463.321	-489.707	-502.699
Otros gastos	-623.253	-640.167	678.714
EBITDAR	436.810	449.305	488.521
Arrendamientos	-143.733	-163.727	-178.268
EBITDA	293.078	285.578	310.252
Amortizaciones y deterioros	-129.130	-111.452	-124.305
Diferencia negativa de consolidación		1.621	
EBIT/ Resultado de explotación	163.948	175.746	185.948
Resultado cambiario	10.409	4.676	-11.536
Financiación bancaria	-70.708	-42.121	-29.987
Otros resultados financieros	1.756	7.701	8.409
Resultado financiero	-58.542	-29.743	-33.114
Resultado de entidades valoradas por el método de la participación	-3.787	1.585	23.214
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	101.619	147.588	176.048
Impuesto sobre las ganancias	-61.103	-44.640	-42.599
RESULTADO CONSOLIDADO	40.515	102.948	133.448

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Meliá Hotels International

En esta cuenta se puede observar que aumentan progresivamente los ingresos, así como el resultado de explotación cada año es mejor; sin embargo el resultado final de la cuenta de Pérdidas y ganancias muestra una gran diferencia entre el año 2015 y 2016.

Para explicar detalladamente esto se hará un desglose de la cuenta, con el objetivo de analizar detalladamente estas diferencias significativas.

5.1.1 Ingresos Operativos

Tabla 5.2 Ingresos Operativos de Meliá Hotels International

Ingresos Operativos			
Miles de €	2015	2016	2017
Venta de habitaciones	846.485	931.394	985.465
Ventas de comida y bebida	457.486	469.543	484.721
Ingresos inmobiliarios	70.007	17.946	8.799
Venta unidades club vacacional	99.648	78.454	76.005
Ingresos otros negocios	87.316	93.830	107.796
Honorarios gestión hotelera	48.482	57.153	52.099
Otros ingresos	128.784	153.643	170.281
TOTAL	1.738.207	1.801.962	1.885.166

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Meliá Hotels International

Como se puede ver en la tabla, las ventas de habitaciones son el principal ingreso operativo, creciendo a razón de un 8% de media anual estos tres últimos años. Los ingresos por ventas de comida y bebida crecen al 3% de media por año.

El buen rumbo de las ventas totales de la compañía se explican gracias a lo anteriormente comentado; la favorable evolución en hospedaje y restauración de sus hoteles, tanto en propiedad como en alquiler, siendo esta parte casi el 80% del total de los ingresos.

5.1.2 Ingresos y Gastos financieros (2015 – 2016)

Tabla 5.3 Ingresos y Gastos financieros de Meliá Hotels International

Ingresos y Gastos Financieros		
Miles de €		
	2015	2016
Diferencias positivas de cambio	137.240	70.331
Ingresos por dividendos	84	104
Ingresos por intereses	7.735	7.317
Resultado enajenación activos financieros	228	6.618
TOTAL INGRESOS FINANCIEROS	145.287	84.369
Diferencias negativas de cambio	-126.830	-65.655
Gastos por intereses	-66.440	-42.201
Otros gastos financieros	-9.985	-671
Dotación provisión insolvencias créditos	238	-5.475
Variación razonable instrumentos financieros	-812	-110
TOTAL GASTOS FINANCIEROS	-203.829	-114.112
RESULTADO FINANCIERO	-58.542	-29.743

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Meliá Hotels International

En este apartado es dónde observamos una mayor diferencia entre un año y el siguiente. Las causas son las siguientes:

Las diferencias de cambio que han tenido lugar en el ejercicio de 2016 son debidas principalmente a que hubo una apreciación del dólar con respecto al euro en una cuantía del 4%. Sin embargo, si nos fijamos en el año 2015, esta variación fue más acusada, puesto que en este periodo fue del 10%.

A esto hay que sumar que la libra se apreció con respecto al euro, ocasionando resultados negativos en referencia a los activos monetarios que posee la firma en esta moneda.

En conjunto general se llega a la conclusión que durante estos 3 últimos años, la firma Meliá Hotels International ha experimentado un crecimiento notorio.

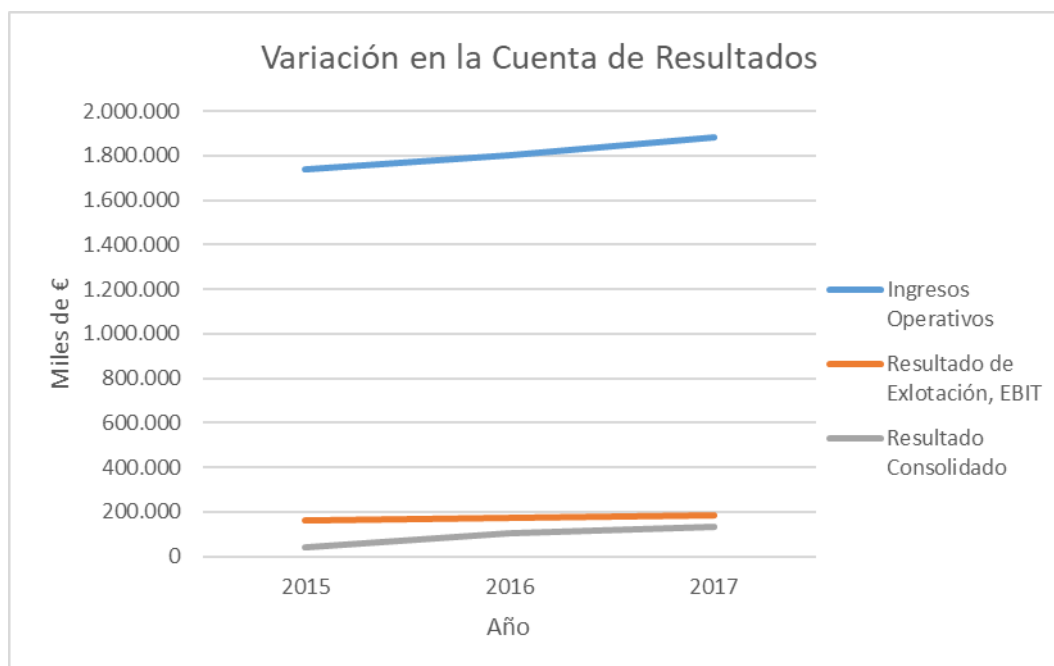
Como se puede ver en las siguientes tablas de variaciones y en el gráfico, los ingresos, el resultado de explotación y el resultado consolidado han ido creciendo anualmente.

Tabla 5.4 Variaciones de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias

Variación de los ingresos	
2015 - 2016	2016 - 2017
4%	5%
Variación del Resultado de Explotación, EBIT	
2015 - 2016	2016 - 2017
-3%	9%
Variación del Resultado Consolidado	
2015 - 2016	2016 - 2017
154%	30%

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Meliá Hotels International

Gráfico 5.1 Variación en la Cuenta de Resultados



Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Meliá Hotels International

5.2 Balance

Tabla 5.5 Balance de Meliá Hotels International

Balance Meliá Hotels International			
Miles de €	2015	2016	2017
ACTIVO NO CORRIENTE			
Fondo de comercio	61.036	60.769	60.714
Otros activos intangibles	97.725	109.314	102.194
Inmovilizado material	1.578.997	1.693.393	1.649.615
Inversiones inmobiliarias	139.091	141.136	135.900
Inversiones valoradas por el método de la participación	179.381	190.101	229.644
Otros activos financieros no corrientes	231.270	209.908	173.550
Activos por impuestos diferidos	132.186	135.941	122.334
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	2.419.685	2.540.562	2.473.950
ACTIVO CORRIENTE			
Existencias	81.460	63.954	53.255
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	254.488	275.269	258.071
Activos por impuestos sobre las ganancias corrientes	28.560	29.614	54.961
Otros activos financieros corrientes	30.218	47.297	48.684
Efectivo y otros medios líquidos equivalentes	348.617	366.775	331.885
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	743.344	782.907	746.857
TOTAL ACTIVO	3.163.029	3.323.470	3.220.807
PATRIMONIO			
Capital suscrito	39.811	45.940	45.940
Prima de emisión	877.318	1.121.070	1.120.303
Reservas	296.796	342.606	392.882
Acciones propias	-39.863	-14.256	-15.023
Ganancias acumuladas	301.380	327.444	366.181
Otros instrumentos de patrimonio	108.730	0	-541.106
diferencias de conversión	-353.765	-400.725	-1.704
Otros ajustes por cambio de valor	-2.779	-2.465	128.728
Resultado del ejercicio atribuido a la sociedad dominante	35.975	100.693	1.496.201
PATRIMONIO NETO ATRIBUIDO A LA SOCIEDAD DOMINANTE	1.263.602	1.520.307	26.556
Participaciones no dominantes	50.947	43.307	26.556
TOTAL PATRIMONIO NETO	1.314.549	1.563.613	1.522.757
PASIVOS NO CORRIENTES			
Obligaciones y otros valores negociables	223.129	47.799	
Deudas con entidades de crédito	494.859	570.929	644.515
Otros pasivos financieros no corrientes	16.378	13.754	9.414
Subvenciones de capital y otros ingresos diferidos	29.134	28.603	25.567
Provisiones	49.469	35.577	44.808
Pasivos por impuestos diferidos	161.715	184.689	167.107
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	974.684	881.352	891.410
PASIVOS CORRIENTES			
Obligaciones y otros valores negociables	115.012	39.495	71.610
Deudas con entidades de crédito	284.412	251.007	209.482
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	397.344	459.662	443.275
Pasivos por impuestos sobre las ganancias corrientes	26.075	33.233	17.496
Otros pasivos financieros corrientes	50.953	95.107	64.778
TOTAL PASIVO CORRIENTE	873.796	878.505	806.640
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	3.163.029	3.323.470	3.220.807

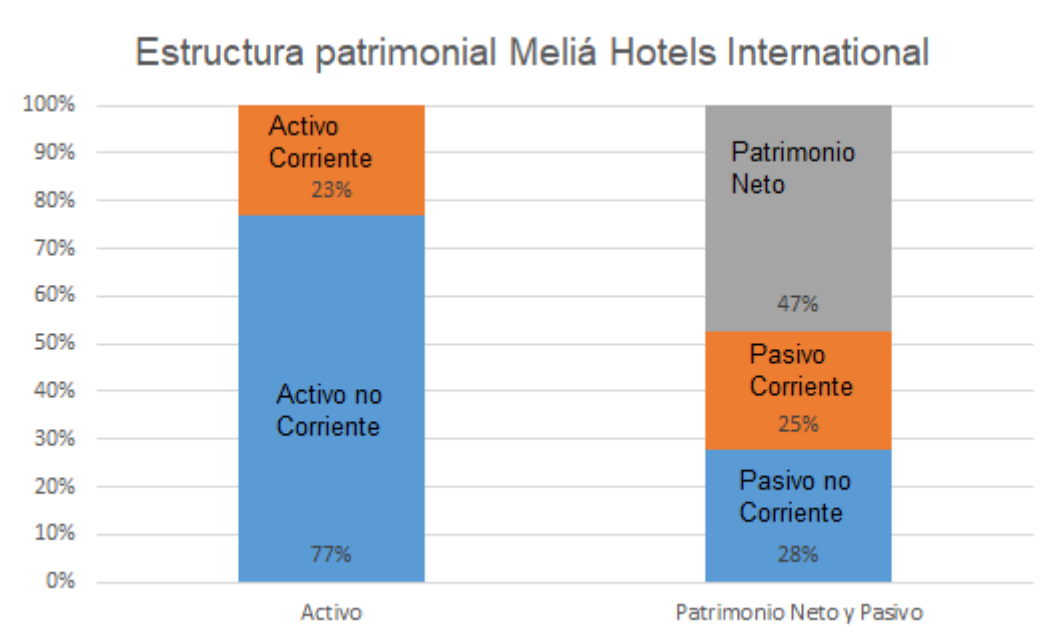
Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Meliá Hotels International

A la hora de analizar un balance, lo que se persigue es conocer la estructura patrimonial de una empresa. Para ello hay que estudiar la relación entre las inversiones que lleva a cabo y de donde procede la financiación para que estas sean posibles.

Después de realizar el estudio podremos deducir si la compañía presenta un cierto equilibrio financiero o al revés en la relación mencionada en el anterior párrafo.

Con lo cual, si se quiere calcular esta relación, se debe tener en cuenta la proporción de los activos corriente y no corriente en comparación al activo total y al cómputo global de los pasivos.

Gráfico 5.2 Estructura patrimonial de Meliá Hotels International



Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Meliá Hotels International

Lo primero que podemos deducir del gráfico anterior es que la compañía emplea tres fuentes de financiación distintas: recursos ajenos de plazo mayor al anual (28%), que es el pasivo no corriente; recursos ajenos de plazo menor al año (25%), que es el pasivo corriente; y los recursos propios (47%), que es el patrimonio neto.

Y lo segundo, y más importante, que podemos observar es que no hay una justa correlación entre el nivel de exigibilidad de las fuentes financieras y la liquidez de las inversiones; puesto que hay una porción de las inversiones de largo plazo que se financian a través de las deudas de corto.

Con todo lo anterior podemos concluir que la empresa no se halla en una posición de equilibrio financiero.

5.3 Ratios de solvencia y liquidez

Después de conocer la estructura económico – financiera de la compañía, vamos a estudiar si la compañía tiene o no la capacidad suficiente para resolver sus compromisos de pago a la hora de efectuarlos.

Para ello, se han calculado un conjunto de ratios que nos dan una información más concreta sobre la solvencia y liquidez que tiene la firma. Con este fin, se van a utilizar tres ratios diferentes; el ratio de solvencia a corto plazo, el ratio de solvencia total o garantía y el ratio de liquidez inmediata. Los dos primeros de solvencia y el último de liquidez.

El primero establece cual es la competencia de la empresa a la hora de hacer frente las deudas que tienen vencimiento a corto plazo (periodo menor al año), mediante la comparación del activo corriente con el pasivo corriente.

El segundo ratio, tiene como objetivo calcular la capacidad íntegra que tiene la firma para hacer frente al total del pasivo, por lo tanto, al cómputo total de las deudas que ostenta, tanto las de largo plazo como las de corto.

El tercero, trata de medir la liquidez de la firma con el objetivo de conocer si la empresa tiene en su poder inversiones corrientes lo suficiente líquidas como para poder hacer frente a las deudas a corto plazo. Para ello se comparará los activos disponibles y realizables con el pasivo corriente. Para el cálculo de este hay que excluir las existencias, ya que los stocks tienen una liquidez más reducida puesto que no se sabe cuándo llegará el momento de su venta.

Tabla 5.6 Ratios de Solvencia y Liquidez de Meliá Hotels International

	Ratios			
	2015	2016	2017	Promedio
Ratio de solvencia a corto plazo	0,85	0,89	0,93	0,89
Ratio de solvencia total o garantía	1,71	1,89	1,90	1,83
Ratio de liquidez inmediata	0,76	0,82	0,86	0,81

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Meliá Hotels International

Después de observar la tabla se puede deducir que la solvencia total de la firma está asegurada, puesto que el ratio muestra un valor superior a la unidad en todos los años que se han analizado. Esto significa que Meliá Hotels International podrá hacer frente al pago de todas sus deudas en su finalización con los activos de los que dispone. Exactamente, tiene un valor medio de 1,83; lo que significa que por cada unidad monetaria que adeuda la compañía, tiene la garantía de 1,83 unidades monetarias para dar a sus acreedores. En otras palabras, podrá hacer frente a todas sus deudas ya que posee suficientes inversiones para ello.

En cambio, aunque en términos generales la compañía sea solvente, cabe la posibilidad de que en alguna circunstancia no pudiera hacer frente a sus deudas a corto plazo. La explicación de esto es que su ratio de solvencia a corto plazo es menor que 1; concretamente 0,89. Esto significa que cada unidad monetaria de sus deudas del pasivo corriente está apoyada por 0,89 unidades monetarias invertidas en activos corrientes. La interpretación de esto es que el total del pasivo corriente no estaría garantizado.

Todo lo anterior habría que completarlo comentando que la firma tiene una baja liquidez del activo corriente, ya que como marca el ratio de liquidez inmediata, la firma solo dispone de 0,81 unidades monetarias que han sido invertidas en activos líquidos con los que hacer frente a cada unidad monetaria de los pasivos corrientes.

5.4 Estado de flujos de efectivo

Después de haber analizado los ratios de solvencia y liquidez, se procederá a analizar los flujos de efectivo de la compañía, ya que estos ratios tienen algunas limitaciones, como por ejemplo, que son obtenidos en el momento concreto de cierre del ejercicio mediante el balance de situación, con lo cual están mostrando el panorama económico financiero en ese momento determinado. Esto quiere decir que se tiene constancia de esta solvencia o esta liquidez en un momento del año, despreciando el resto del ejercicio.

Por estos motivos, hay que perfeccionar este análisis con el del estado de flujos de efectivo, mediante el cual observaremos los cobros y pagos que generan las operaciones de la firma. Con esto veremos realmente cuál es su capacidad de pago.

Tabla 5.7 Estado de flujos de efectivo de Meliá Hotels International

Estado de flujos de efectivo de Meliá Hotels International			
Miles de €	2014	2015	2016
ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN			
Cobros de explotación	1.805.588	2.099.316	2.153.139
Pagos a proveedores y al personal por gastos de explotación	-1.597.258	-1.791.931	-1.841.456
Cobros / pagos por impuesto sobre beneficios	-20.223	-36.808	-54.594
FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN	188.108	207.577	257.089
ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN			
Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio:	-2.283	-2.413	-3.914
Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero	-187.148	-236.187	9.322
Pago por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio	-7.393	-6.882	-12.354
Otros flujos de efectivo de actividades de financiación	75.724	63.978	-36.550
FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN	-272.548	-309.460	-43.496
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN			
Pagos por inversiones:	-157.190	-185.799	-260.320
Cobros por inversiones	146.591	223.819	69.804
Otros flujos de efectivo de actividades de inversión	98	1.288	1.539
FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	-10.500	39.309	-188.977
Variación del tipo de cambio en el efectivo y equivalentes al efectivo	-99.665	10.914	-6.459
INCREMENTO / DISMINUCIÓN NETO EN EFECTIVO Y EQUIVALENTES	-99.665	11.340	18.157
Efectivo y equivalentes al inicio del periodo	436.942	337.277	348.617
EFECTIVO Y MEDIOS LÍQUIDOS EQUIVALENTES AL FINAL DEL PERIODO	337.277	348.617	366.775

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Meliá Hotels International

Como se puede contemplar en la tabla anterior, la actividad de la firma no es deficitaria debido a que en todos los años analizados ha producido suficientes entradas de dinero como para poder cubrir todos los pagos que tienen lugar en

dicha actividad. Como resultado, obtenemos que el flujo neto de efectivo de las actividades de explotación es siempre positivo.

Cuando se analizan los flujos de efectivo de las actividades de inversión se puede contemplar que presentan signo negativo. Esto se produce porque las compras de nuevo inmovilizado son superiores a los cobros que tienen lugar por la venta de los antiguos. Solo en 2015 mostró signo positivo.

6. VALORACIÓN DE EMPRESAS

6.1 Concepto

Se puede definir la valoración de empresas como la forma de determinar el valor que tienen una empresa en términos económicos.

Claro está que no es un ejercicio sencillo y puede ser de mucha importancia en el caso de que nos estemos centrando en una empresa propia. De la misma o más importancia se tratará cuando se quiera valorar una empresa para posteriormente proceder a su adquisición. Para ello, necesitamos saber si nos supondrá beneficioso la compra de dicha empresa, por lo tanto es preciso conocer su precio.

6.2 Precio y valor de una empresa. Diferencia

Lo primero que cabe mencionar en este apartado es que un precio determinado no tiene por qué evidenciar el valor de una empresa.

Normalmente, cuando se oyen noticias relacionadas con la compra de alguna empresa o empresas, lo primero que nos llama la atención es la cifra concreta por la cual se ha llevado a cabo el acuerdo. Este se alcanza a través de un proceso negociador que vincula a las diferentes partes. Cuando se habla de estas cifras, se habla de precios.

Sin embargo, el valor que tiene la empresa adquirida no suele coincidir con su precio; ya que este tiende a ser superior. La explicación es que el valor como concepto es bastante más subjetivo que el precio.

Un ejemplo claro de esto fue la compra de Whatsapp por parte de Facebook, el cual pagó un precio muy superior al valor que tenía dicha empresa. La razón de ello fue que con esta compra, Facebook, aumentaba más su valor de lo que realmente valía Whatsapp.

6.3 Por qué llevar a cabo la valoración de una empresa

Cuando una persona lleva a cabo una cierta actividad empresarial, frecuentemente revisa y mide ciertos parámetros relevantes en la actividad que realiza para asegurarse de que es eficiente.

Muchas veces, para ello calcula los diversos costes de sus bienes y servicios con el objetivo de poder fijar los precios, la productividad de su plantilla, la incorporación o despido de un empleado, la posible rentabilidad que puede otorgar un proyecto para realizarlo o no...

En otras ocasiones, esta medición se ejecuta en función del cumplimiento de las distintas obligaciones legales; lo que viene a ser el cumplimiento y pago de los tributos. Entonces el empresario debe determinar sus ingresos computables por un lado, y por otro los gastos deducibles, para con el conjunto de ellos medir la cuantía del correspondiente beneficio fiscal.

Con todo lo anteriormente mencionado, se llega al término de que para llevar una correcta administración de la empresa, el empresario, debe evaluar con cierta periodicidad el valor de su empresa. Principalmente por dos motivos fundamentales. El primero es que gracias a esta evaluación poseerá una gran cantidad de información útil sobre su negocio; y el segundo es que tras una comprobación periódica del valor de su empresa podrá conocer si el rumbo tomado para gestionar esta sea acertado o no. Lógicamente, llevando una gestión óptima a lo largo de la vida de la empresa, aumentará su valor.

6.4 Cuándo valorar una empresa

Por un lado, si se plantea la venta de una empresa, bien solo una parte o totalmente; la cantidad por la cual se llevará a cabo la transacción (precio) vendría dado por el resultado de un proceso negociador entre el vendedor y el comprador. Obviamente, ambas partes deben atender, entre otros, a la valoración realizada a la parte que se vaya a vender o a la empresa completa.

Por otro lado, si se piensa en la propia empresa, ante el requisito de cosechar recursos propios con objeto de realizar una nueva inversión o para propiciar el crecimiento de la empresa; mientras se esté llevando a cabo la negociación, los inversores y el empresario tienen que conocer el valor que cada uno establece a la empresa estudiada.

En el supuesto de una transmisión por herencia, en la cual se realiza una distribución del patrimonio del empresario; para conseguir que el reparto de este

patrimonio se haga de manera igualitaria, antes se ha tenido que valorar la empresa.

En el caso de que se produzca una fusión entre dos o varias empresas, debe haber un acuerdo por el cual haya correlación entre las acciones que se van a entregar de cada empresa participante en la fusión y las recibidas en el momento posterior a la fusión. Para ello previamente se habrá tenido que llevar a cabo una valoración de cada empresa participante en la fusión.

La última hipótesis a tener en cuenta tiene que ver con el caso de la residencia fiscal en el supuesto de que el empresario posea empresas en España y fuera. Para que el Estado determine su residencia fiscal; a parte de su coyuntura vital, tendrá que exigir el valor de sus empresas.

7. MÉTODOS DE VALORACIÓN

Son diversos los métodos que existen a la hora de valorar una empresa. Cada uno tiene la característica propia que hace que el valor calculado para una misma empresa no sea el mismo. Existen muchos métodos; a través de la cuenta de pérdidas y ganancias, a través del balance, a través del descuento de flujos de caja, mediante el fondo de comercio, por opciones...

Aquí se van a estudiar tres de ellos.

7.1 Método a través de la cuenta de pérdidas y ganancias

A través de este método se establecen una serie de multiplicadores que vamos a llamar múltiplos. Estos no van a cambiar a lo largo de la valoración.

Este sistema tiene como objetivo poder comparar varias empresas que actúen en el mismo sector o sean parecidas, utilizando para ello un mismo factor para un parámetro determinado. En este sentido, se compara a las empresas que estén relacionadas en sus posibilidades de expansión y los riesgos asociados a esto, puesto que se va a llevar a cabo entre compañías del mismo sector.

En el momento en que se obtengan los diferentes valores de cada empresa que se va a equiparar, se procederá al establecimiento de una media comparativa a partir de la cual se podrá valorar la compañía.

Hay muchos múltiplos que se pueden utilizar (PER, Dividendos, Ventas, EBITDA...), véanse dos:

7.2 Múltiplo del PER (Price Earning Ratio)

Este multiplicador tiene como significado el beneficio que se podría obtener por parte de la compañía por la venta de sus acciones en el mercado, teniendo en cuenta la rentabilidad, riesgo y el crecimiento de esta. Se presume como un indicador útil para realizar una inversión.

El problema de llevar a cabo este método se encuentra en la posibilidad de encontrar diferencias en el valor conseguido por el PER.

Ecuación 7.1:

$$PER \text{ de la acción} = \frac{\text{Precio}}{\text{Beneficio por acción}}$$

7.3 Método de los dividendos

Los dividendos son lo que van a obtener los accionistas tras llevar a cabo una inversión. Para saber el valor que van a tener en el presente, tendrán que actualizar los dividendos que podrán cobrar en el futuro. Este método valora la empresa a partir de los rendimientos que da por sus dividendos.

Ecuación 7.2:

$$\text{Valor de la acción} = \frac{\text{Dividendo futuro}}{\text{Rentabilidad exigida por la acción} - g}$$

Siendo g la tasa de crecimiento de la acción en el tiempo.

7.4 Método a través del balance de situación

Este método sirve para valorar una compañía a través del análisis de su balance, teniendo en cuenta el patrimonio de esta. El problema de esta valoración es que se hace de manera interna, es decir, no se tiene en cuenta a más empresas del mismo sector, ni el tiempo, ni otros diferentes factores externos que puedan incidir en la valoración de la firma.

Dentro de este sistema de valoración hay varios métodos; el valor contable, el valor contable ajustado, el valor sustancial y el valor de liquidación.

7.5 Valor contable

Cuando se habla de valor contable, se está haciendo referencia al valor que la empresa muestra en su balance de situación. Será el patrimonio neto el que muestre el valor de la compañía dando lugar a los fondos propios. Este valor también se puede obtener haciendo la resta entre el cómputo total del activo y el pasivo.

El valor obtenido de la valoración contará con la subjetividad de los múltiples criterios contables que se utilicen, así como la problemática de no revelar el posible crecimiento que pudiera experimentar la empresa.

7.6 Valor contable ajustado

En este método, se va a utilizar para la valoración todos componentes que forman el activo y el pasivo del balance de la empresa; pero a diferencia del método anterior, se utiliza su valor de mercado.

Los componentes del activo se valorarán por su valor operacional, a excepción de los inmovilizados y los activos financieros, que se valorarán después del correspondiente ajuste de impuestos por su valor de mercado, a causa de deterioros o plusvalías que se pudieran dar en ellos.

En lo referente a los pasivos, se van a valorar a través de su cotización en el momento actual, es decir, habrá que llevar a cabo un ajuste de los intereses posteriores a la valoración generados por sus respectivas deudas.

7.7 Valor sustancial

Este método consiste en analizar la empresa, de tal forma que se consiga saber cuánto habría que invertir, para desde cero, concebir una compañía idéntica a la que se ha analizado. Para ello, habría que tener en cuenta todos los elementos del balance salvo aquellos que no sean parte de la actividad normal de la empresa.

Hay que destacar que existen tres tipos de valor sustancial: el bruto, el neto y el bruto reducido.

7.8 Valor de liquidación

Como su nombre indica, este método se utilizará en el momento en que se lleve a cabo la extinción o liquidación de la compañía. El objetivo principal de este sistema es conseguir subsanar todas las deudas que se encuentren en el balance a través de la enajenación de todos los activos que posea la empresa a su valor de mercado; teniendo en cuenta todos los costes que conlleva esta liquidación.

7.9 Método a través del descuento de flujos de caja

Hoy en día el mejor método según los profesionales en la valoración de empresas, es el de descuento de los flujos de caja. La razón de esto es que a la hora de calcular el valor de sus componentes, se tiene en cuenta el valor intrínseco de cada uno; aportando gran precisión y rendimiento a los resultados que se obtienen.

Esto es de gran importancia, puesto que a la hora de que un inversor o una empresa se interesen en otra empresa, tendrá preferencia por un método de valoración más exacto.

Para llevar a cabo este cálculo hay que tener en cuenta los flujos de caja generados por los activos y pasivos de la compañía en un periodo temporal.

La preferencia por este método en comparación con los demás, es debido a que los mercados son ineficientes, por lo tanto existen fallos a la hora de llevar a cabo una valoración. Para evitar estos errores, se tendrán en cuenta en forma de tasa que se utilizará a la hora de calcular la valoración de la compañía.

A parte de esto, también se utilizará una tasa de descuento que proveerá a la valoración de una mayor exactitud de los flujos analizados en diferentes periodos temporales.

8. VALORACIÓN DE MELIÁ HOTELS INTERNATIONAL

8.1 Cálculo de la tasa de descuento

Debido a que los flujos de caja que se van a estimar son flujos de carácter monetario bruto; ya que es una cantidad efectiva de la que se va a disponer para retribuir a los accionistas y acreedores, la tasa de actualización que se va a emplear tiene que agrupar la rentabilidad de ambos.

Para cumplir lo mencionado en el párrafo anterior, se va a utilizar como tasa de descuento el WACC (Weighted Average Cost of Capital):

Ecuación 8.1:

$$WACC = \frac{E}{E + D} \times R_e + \frac{D}{E + D} \times R_d \times (1 - t)$$

Donde:

E = Patrimonio neto o recursos propios (equity)

D = Deuda financiera (debt)

R_e = Coste del capital

R_d = Coste de la deuda

t = Tipo impositivo

8.1.1 Peso del Patrimonio Neto y la Deuda

Tabla 8.1 Capital y Deuda de Meliá Hotels International

Capital y Deuda de Meliá hotels International	
Miles de €	
	2017
Patrimonio neto	1.522.757
Deuda	999.800
E + D	2.522.557
E/(E+D)	0,603656131
D/(E+D)	0,396343869

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Meliá Hotels International

Esta es la ponderación que tienen la deuda y el patrimonio neto en el último año.

8.1.2 Coste de los recursos propios (Re)

Para calcular este apartado, se va a utilizar la fórmula del CAPM (Capital Asset Pricing Model). Este sirve para medir la mínima rentabilidad que los inversores reclaman a la empresa tras la inversión realizada en ella, es decir, la productividad de las acciones que tienen de la compañía.

Para ello se va a utilizar la siguiente fórmula:

Ecuación 8.2:

$$R_e = R_f + \beta_i \times [E(R_m) - R_f]$$

Dónde:

Rf = Tipo de interés del activo libre de riesgo

β = Coeficiente del riesgo de la acción

E(Rm) = Rentabilidad esperada del mercado

El interés del activo libre de riesgo de Meliá Hotels International, a día 27/04/2018 es de 1,24%. Se ha seleccionado este tipo de interés del mercado de bonos español, ya que la compañía es española y cotiza en el IBEX-35.

Para obtener la beta, se ha tenido en cuenta las principales fuentes económicas de información (Bolsa de Madrid, Google Finance...). Se obtiene que la beta es 0.76.

Al ser menor que 1, se interpreta que el activo tiene menor riesgo sistemático que el mercado, con lo cual es menos volátil que la propensión general.

En cuanto a la rentabilidad esperada del mercado, al no poderse calcular por la falta de conocimiento de las expectativas de la rentabilidad futura, se han

obtenido los datos de los últimos 20 años en cuanto a la variación de la rentabilidad del mercado del sector hotelero , que es un 14,15%.

Procedemos al cálculo:

Tabla 8.2 Cálculo de los Recursos Propios

Re	
Rf	1,24%
β	0,76
E(Rm)	14,15%

Fuente: *Elaboración propia*

Ecuación 8.3:

$$R_e = 0,0124 + 0,76 \times [0,1415 - 0,0124] = 0,1105$$

Por lo tanto, la rentabilidad mínima exigida por un inversor sobre las acciones de Meliá Hotels International es del 11,05%.

8.1.3 Coste de la deuda (Rd)

Para llevar a cabo la cuantificación de este apartado, se va a tener en cuenta la última emisión de bonos de deuda de la compañía. De la información financiera obtenida de la compañía se sabe que el último cupón fue del 4,5%.

8.1.4 Impuesto

Para el establecimiento de la cantidad impositiva afecta a esta compañía, tomaremos como referencia el impuesto de sociedades que existe en España. Se va a utilizar el tipo general que es el 25%.

8.1.5 Cálculo del WACC

Tabla 8.3 Cálculo del WACC

WACC	
E/(E+D)	0,603656131
D/(E+D)	0,396343869
Re	0,110516
Rd	0,045
t	0,25

Fuente: *Elaboración propia*

Ecuación 8.4:

$$WACC = 0,60 \times 0,11 + 0,40 \times 0,045 \times (1 - 0,25) = 0,08$$

El WACC obtenido es del 8%

8.2 Flujos de caja futuros

A continuación se muestra en la tabla los flujos de caja calculados desde 2014 hasta 2017.

Tabla 8.4 Flujos de caja de Meliá Hotels International (2014-2017)

Miles de €	2014	2015	2016	2017
Ingresos	1.464.000	1.738.000	1.805.000	1.885.000
Resultado Bruto	1.280.000	1.523.000	1.583.000	1.670.000
EBITDA	222.300	293.100	285.600	310.300
EBIT	132.400	163.900	175.700	185.900
Beneficio Neto	31.900	40.500	102.900	133.400
Free Cash Flow	73.400	315.600	109.300	51.700
Variación		330%	-65%	-53%
Variación media		71%		

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Meliá Hotels International

Como se puede ver en la tabla, la variación de los últimos 4 años ha sido del 71%, es decir, que han crecido. Estos flujos presentes nos van a servir para realizar el cálculo de los futuros posteriormente.

8.3 Tasa de crecimiento.

Primeramente vamos a analizar la evolución de los siguientes aspectos:

Tabla 8.5 Variaciones

Miles de €				
	2014	2015	2016	2017
Ingresos	1.464.000	1.738.000	1.805.000	1.885.000
Variación		19%	4%	4%
Variación media		9%		
EBIT	132400	163900	175700	185900
Variación		24%	7%	6%
Variación media		12%		
Beneficio neto	31900	40500	102900	133400
Variación		0,26959248	1,54074074	0,29640428
Variación media		70%		

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Meliá Hotels International

Como se puede observar en el cuadro anterior, el crecimiento de la compañía es indudable. Aumenta claramente sus ingresos, pero sobre todo sus beneficios.

Estos datos los tendremos en cuenta a la hora de realizar los flujos futuros.

Además utilizaremos como previsión de crecimiento anual el RevPAR de años anteriores de la compañía.

El RevPAR es la evolución anual de los ingresos por habitación disponible. Este indicador es el más adecuado para estimar el crecimiento futuro, ya que muestra una clara evolución de cómo ha ido creciendo la compañía, teniendo en cuenta también de forma indirecta otras compañías de la competencia.

Tabla 8.6 RevPAR de Meliá Hotels International

RevPAR de Meliá Hotels International				
Año	2014	2015	2016	2017
Euros	67,1	74,4	70,5	71,5
Variación		0,10879285	-0,05241935	0,0141844
Variación media		0,023519296		

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Meliá Hotels International

Después de las estimaciones realizadas y del cálculo de la tasa g, obtenemos los siguientes pronósticos de crecimiento de los flujos

Tabla 8.7 Crecimiento y Periodos

Crecimiento		Periodos	
gFCF	71%	g1	12%
gIngresos	9%	g2	10%
gEBIT	12%	g3	7%
gBeneficio neto	70%	gt	6%

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Meliá Hotels International

Este modelo se ha basado en el crecimiento que va a tener en los siguientes 3 periodos. Esto es debido a que aumentando el número de periodos para analizar, aumenta el fallo en la predicción de los flujos futuros debido a los cambios que presenta la empresa en su línea temporal.

8.4 Valoración

Tabla 8.7 Flujos futuros de Meliá Hotels International

Miles de €								
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2020
FCF	73400	315600	109300	51700	57904	63490,6187	68122,9836	72300,4881

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Meliá Hotels International

Hemos obtenido los flujos de caja futuros; ahora se procederá a su descuento.

Tabla 8.8 Descuento de flujos futuros de Meliá Hotels International

Miles de €				
	2018	2019	2020	2020
FCF futuros	57904	63490,6187	68122,9836	72300,4881
FCF descontados	53610,3341	54423,8742	54064,6634	
Valor residual				3852474,63
Capitalización bursátil	4014573,504			
Nº de acciones	229.700			
Precio de la acción	17,4774641			

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Meliá Hotels International

Como resultado final de la valoración obtenemos que su capitalización bursátil está formada por un total de 4.014.573 miles de Euros. El precio que ostenta cada una de las 229.700.000 acciones según la valoración realizada es de 17,48 Euros.

El mismo día que se realizó la valoración (27/04/2018) , la acción de Meliá Hotels International cotizaba en la Bolsa de Madrid a 12,22 Euros.

9. CONCLUSIONES

Meliá Hotels International es una gran compañía española con más de cincuenta años de historia y que se encuentra en un momento de expansión. Cuenta con un gran portfollio de marcas que hace que los clientes tengan una gran oferta hotelera dentro de su propia firma.

La empresa presume de una mejora de márgenes y beneficio, debido a diversos factores como puede ser la reducción de costes; pero sobre todo la mejora en las ventas. En lo correspondiente a las inversiones no muestran un gran rendimiento económico. Los fondos propios se siguen remunerando escasamente.

Gracias a su modelo de explotación, desde hace mas de diez años ha conseguido una mejora en lo referente al riesgo que surge por la estacionalidad del sector a parte de lograr una reducción en sus costes y asegurando unos ingresos más constantes.

En el ámbito financiero y económico, la empresa presenta una situación favorable para sus márgnes, en parte, debido a lo anteriormente mencionado en cuanto a la reducción de costes y la mejora en cuanto a las ventas. En el caso de que continuara el ritmo de crecimiento de ingresos actual y la consecuente reducción de costes, conseguiría hacer frente a gran parte de sus deudas saneando la firma.

Por lo que hemos visto en el estudio de los ratios de solvencia y liquidez, obtienen valores que si bien a día de hoy no han significado una situación de peligro financiero para la empresa, podrían hacerlo en el futuro.

En lo referente a la valoración de la empresa, se ha podido corroborar que la compañía está levemente infravalorada en el mercado, ya que según el estudio realizado, el precio objetivo tendría que ser 17,48 Euros por acción mientras que en el mercado cotiza por 12,22 Euros.

10. REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS:

(MEL), M. (2018). Acción de MEL | Meliá Hotels - Investing.com. Disponible en: <https://es.investing.com/equities/melia-hotels-international-sa> [20 Abril 2018].

(MEL), M. (2018). Meliá Hotels (MEL) Flujo de efectivo - Investing.com. Disponible en: <https://es.investing.com/equities/melia-hotels-international-sa-cash-flow> [15 Abril 2018].

(MEL), M. (2018). Previsiones del consenso sobre (MEL) en Meliá Hotels - Investing.com. Disponible en: <https://es.investing.com/equities/melia-hotels-international-sa-consensus-estimates> [15 Abril 2018].

Bono español a 10 años 2018. datosmacro.com. Disponible en: <https://www.datosmacro.com/bono/espana> [21 Arbil 2018].

CE Consulting Empresarial. (2018). Valoración de empresas, compra de empresas y venta de empresas. Disponible en: <http://www.ceconsulting.es/valoracion-de-empresas/> [30 Marzo 2018].

Ellibrodejavierflores.blogspot.es. (2018). EL ANÁLISIS DAFO - El libro de la sabiduría. Disponible en: <http://ellibrodejavierflores.blogspot.es/1212846960/> [7 Abril 2018].

Fernández, P. Métodos de Valoración de Empresas. IESE Business School. Disponible en: <http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0771.pdf> [28 Marzo 2018]

Fuster, A. (2018). Valorando una empresa por Descuento de Flujos de Caja (DFC). Rankia. Disponible en: <https://www.rankia.com/blog/bolsa-desde-cero/3170748-valorando-empresa-por-descuento-flujos-caja-dfc> [16 Abril 2018].

Google.com. (2018). INDEXBME: IB - Google Search. Disponible en: https://www.google.com/search?site=finance&tbm=fin&q=INDEXBME:+IB&stick=H4sIAAAAAAAAAAONgecRowi3w8sc9YSntSWtOXmNU5eIKzsgvd80rySypFBLnYoOyeKW4uTj1c_UNTMrLDQt4AFL8hfM5AAAA&sa=X&ved=0ahUKEwjJ3OvJoNraAhVH-6QKHQCJAZgQlq4CCDIwAA&biw=1366&bih=637#scso=uid_hvziWoe5GYj06ASX1aWgBQ_5:0,uid_gbH-WtmZD4axkwXAtJqIBg_5:0 [13 Abril 2018].

ILP Abogados. (2018). Valoración por Descuento de Flujos de Caja: Excel y Algoritmo de cálculo disponible - ILP Abogados. Disponible en:

<https://www.ilpabogados.com/valoracion-descuento-flujos-caja-excel-algoritmo-calculo-disponible/> [11 Abril 2018].

Informe financiero (2014). Disponible en:

https://www.meliahotelsinternational.com/sites/default/files/informes-financieros/mhi_inf_financiero_14_es.PDF [22 Marzo 2018].

Informe financiero (2015). Disponible en:

https://www.meliahotelsinternational.com/sites/default/files/informes-financieros/mhi_informe_financiero_2015_COMPLETO_es_0.pdf [22 Marzo 2018].

Informe financiero (2016). Disponible en:

https://www.meliahotelsinternational.com/sites/default/files/informes-financieros/mhi_informe_financiero_completo_16_es.pdf [22 Marzo 2018].

Informe Integrado anual (2017). Disponible en:

<https://www.meliahotelsinternational.com/sites/default/files/informes-financieros/Informe%20Integrado%20Anual%202017.pdf> [22 Marzo 2018].

Interés, P. and Interés, P. (2018). 5 métodos para calcular el valor de tu empresa | Blog #PorTuInterés. Cuenta Facto. Disponible en:

<http://www.cuentafacto.es/tu-interes/cuanto-vale-empresa-metodos-valorarla/> [23 Marzo 2018].

Labolsa.com. (2018). TUS FINANZAS : ¿CÓMO CALCULAR LA TASA DE CRECIMIENTO "G"? . Disponible en: <http://www.labolsa.com/canales/431/> [19 Abril 2018].

Momoh, O. (2018). Business Valuation. Investopedia. Disponible en:

<https://www.investopedia.com/terms/b/business-valuation.asp> [22 Marzo 2018].

Vargas, I. (2018). ¿Cómo calcular el ROE, ROCE, ROA y Free Cash Flow Yield?. Rankia. Disponible en: <https://www.rankia.com/blog/bolsa-desde-cero/2772326-como-calcular-roe-roce-roa-free-cash-flow-yield> [14 Abril 2018].

Walluestreet.com. (2018). Informe Económico Financiero de Melia Hotels International: Análisis de Calidad del Negocio - WallueStreet.com. Disponible en: http://www.walluestreet.com/analisis/calidad_del_negocio/Melia%20Hotels%20international [16 Abril 2018].