



Universidad
Zaragoza

Trabajo Fin de Máster

Los Modelos de Valoración de Empresas: una
aplicación práctica a la Valoración NH Hotel Group.
Business Valuation Models: An empirical approach
to the NH Hotel Group Valuation.

Autor

Edilberto Santiago García Gavilán

Director

Emilio Martín Vallespín

Facultad de Economía y Empresa / Universidad de Zaragoza

Año 2019/2020

RESUMEN

Este trabajo de fin de Máster de Auditoría aborda el tema de la valoración de empresas, una práctica habitualmente desempeñada por las firmas de auditoría, en el área de la consultoría. La empresa utilizada para llevar a cabo la valoración será NH Hotel Group, una de las cadenas con mayores ingresos dentro del sector hotelero español.

El trabajo consiste en explicar y aplicar los diferentes métodos de valoración, en dos periodos de tiempo diferentes, antes y después de la pandemia del COVID-19, para así poder valorar la incidencia de una crisis en el valor de una empresa.

Para tener una mejor visión en la toma de decisiones, se analizará tanto la empresa objeto de estudio como el sector al que pertenece, junto con un análisis de la estructura patrimonial y de la situación financiera de NH Hotel.

De esta manera, se podrán realizar unas estimaciones previstas más fiables en la obtención del valor de la empresa a través de la aplicación de los métodos de valoración, verificando cual es el valor que se aproxima más a la realidad del mercado.

Una vez, interpretado cada uno de los métodos, se identificarán los parámetros más relevantes en la creación/destrucción de valor de esta empresa.

Palabras clave: sector turístico, sector hostelero, empresas, métodos de valoración, flujos de tesorería, rentabilidad del mercado, rentabilidad libre de riesgo, tasa de actualización, pandemia, COVID-19 y valor.

ABSTRACT

This Audit Master's Final Thesis is about company evaluation, usually an audit firm's responsibility. The company whose value is to be determined is NH Hotel Group, revenue-wise one of the most important hospitality chains in Spain.

The thesis is about explaining and applying the distinct evaluation methods, in two different time periods, before and after the Covid-19 Pandemic, to evaluate the effect of a world-wide crisis on the company value.

In order to gain a better insight in the decision-making process, both the company and its sector will be evaluated, together with a financial and patrimonial structure analysis of the NH Hotel Group.

That way, more reliable approximations can be made in the company's value-obtaining process, realised through a variety of evaluation methods, verifying which one comes closest to the reality of the market.

Once all the methods have been interpreted, the key performance indicators in the creation or destruction of the company value will also be identified.

Key Words: tourism industry, hospitality industry, companies, evaluation methods, cash flows, market profitability, risk-free interest rate, update rate, pandemic, COVID-19, and value.

ÍNDICE

1.	INTRODUCCIÓN: DESCRIPCIÓN GENERAL Y OBJETIVOS.....	1
2.	SECTOR ECONÓMICO Y EMPRESA SELECCIONADA.....	3
2.1.	SECTOR TURÍSTICO.....	3
2.2.	EMPRESA SELECCIONADA, NH HOTEL GROUP.....	7
3.	ANÁLISIS CONTABLE DE LA EMPRESA SELECCIONADA.....	8
3.1.	ESTRUCTURA PATRIMONIAL.....	8
3.2.	RATIO DE LIQUIDEZ.....	10
3.3.	RATIO DE SOLVENCIA.....	11
3.4.	RATIO DE COBERTURA.....	11
3.5.	RATIO DE ENDEUDAMIENTO.....	12
3.6.	RENTABILIDAD ECONÓMICA.....	12
3.7.	RENTABILIDAD FINANCIERA.....	13
4.	LA VALORACIÓN DE LA EMPRESA Y SUS MÉTODOS DE VALORACIÓN.....	14
4.1.	MÉTODOS BASADOS EN EL BALANCE.....	15
4.2.	MÉTODOS BASANDOS EN LA CUENTA DE REULTADOS.....	16
4.3.	MÉTODOS MIXTOS.....	17
4.4.	MÉTODOS BASADOS EN EL DESCUENTO DE FLUJOS DE FONDOS.....	19
5.	APLICACIÓN DE LOS MÉTODOS DE VALORACIÓN EN NH HOTEL GROUP.....	20

5.1.	MÉTODOS BASADOS EN EL BALANCE.....	20
5.2.	MÉTODOS BASANDOS EN LA CUENTA DE REULTADOS.....	22
5.3.	MÉTODOS MIXTOS.....	24
5.4.	MÉTODOS BASADOS EN EL DESCUENTO DE FLUJOS DE FONDOS	27
5.4.1.	PERIODO 31/12/2019.....	27
5.4.2.	PERIODO 01/05/2020.....	29
6.	FACTORES DE CREACIÓN / DESTRUCCIÓN DE VALOR.....	31
6.1.	PERIODO 31/12/2019.....	32
6.2.	PERIODO 01/05/2020.....	34
7.	CONCLUSIÓN.....	36
8.	BIBLIOGRAFÍA.....	39
8.1.	OBTENCION BASES DE DATOS.....	40

1. INTRODUCCIÓN: DESCRIPCIÓN GENERAL Y OBJETIVOS

A pesar del importante desarrollo profesional que requiere información sobre la aplicación práctica de los fundamentos metodológicos. La valoración de empresas ha tenido en España una escasa atención en el ámbito de la investigación empírica (Rojo y De Lema, 2006). Por ello, el trabajo propuesto consiste en realizar una valoración de la empresa NH Hotel Group según los diferentes métodos de valoración. Se ha escogido la empresa NH Hotel Group, dentro del sector turístico, más concretamente del subsector de la hostelería, uno de los principales sectores de la economía en España y el cual está en continuo crecimiento. La empresa es una de las cadenas hoteleras más importantes de España. En concreto, es la quinta cadena hostelera en España en cuanto a facturación y la segunda cadena hostelera con más número de hoteles y habitaciones (Diario Expansión, 2020).

La valoración es un proceso de asignación de un valor monetario a la empresa, el cual nos permite saber si la empresa está sobrevalorada o infravalorada respecto al mercado. Los métodos de valoración de empresas que utilizaremos serán: métodos basados en el balance, métodos basados en la cuenta de resultados, métodos mixtos y métodos de descuento de flujos de efectivo.

Para llevar a cabo la valoración de la empresa, habrá que realizar previamente un análisis de la evolución del sector y de la situación financiera de NH Hotel Group. El objetivo fundamental es hacer una comparación de los datos y visualizar cómo afecta una crisis a las previsiones y estimaciones en el valor de la empresa, para ello se va a realizar dicha valoración antes y después de la pandemia del COVID-19. Las fechas tomadas objeto de estudio serán 31/12/19 y 01/05/2020, respectivamente. De esta manera, se podrá determinar cuál es el método más fiable y acertado en cada uno de los dos periodos analizados para proporcionar el valor de la empresa.

Por otra parte, se identificarán los value drivers, es decir, los principales parámetros que hacen que una compañía crea o destruya valor. De esta forma, se permite gestionar el valor de las sociedades, ya que, en el caso de haber realizado una estimación incorrecta, una modificación de estas variables permite cambiar de forma automática el valor de la compañía, proporcionándonos el nuevo valor.

La valoración de empresas es un tema orientado al ámbito de la auditoría que cada vez tiene mayor peso. Como futuro auditor considero que esta labor es muy interesante,

puesto que las firmas de auditoría no solo se dedican a elaborar informes de auditoría, sino que también realizan estudios y estimaciones futuras sobre el valor de una empresa por distintos motivos. Los trabajos encargados a las firmas de auditoría sobre valoración de empresas se encuentran dentro del área de la consultoría.

Para debatir esta cuestión, nos centraremos en los porcentajes obtenidos por las Big Four, que son las firmas de auditoría más importantes en el mercado, tales como Deloitte, PwC, EY y KPMG.

En función de las divisiones de una empresa, la auditoría se encuentra en primera posición, con un 39% del total de facturación, aunque cada vez está perdiendo más porcentaje y lo ganan otras líneas de negocio como consultoría y legal. El área de la consultoría representa el 34% de los ingresos. La actividad de legal y tributario corresponde un 21%. Los servicios de asesoramiento financiero y transacciones (PwC y KPMG lo tienen integrado en el área de consultoría) corresponden un 6% de los ingresos totales (Diario Expansión).

A continuación, se puede observar una tabla con cada una de las líneas de negocio y su correspondiente porcentaje por actividades, así como su facturación y el porcentaje de crecimiento de un año a otro. Para realizar esta tabla, se han utilizado los datos actualizados más recientes, que corresponden al año 2018.

	% de peso por actividad	Facturación (millones de euros)	Crecimiento
Auditoría	39%	878,6	4,54%
Consultoría	34%	759	11,70%
Legal/Tributario	21%	482	7,50%
Asesoramiento financiero y otros	6%	131,5	10,10%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Diario Expansión.

Para concluir, se efectuará una recopilación de los aspectos más relevantes del trabajo, haciendo especial énfasis en la comparación de los diferentes métodos de valoración en ambos periodos de estudio, ya que la finalidad del trabajo es determinar cómo afectan las expectativas del mercado ante una situación de expectativas normales y/o crecientes y una con expectativas bajistas provocada por un estado de crisis ante una pandemia.

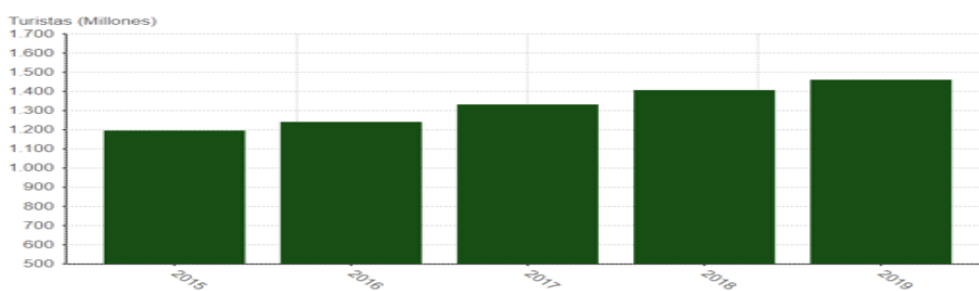
2. SECTOR ECONÓMICO Y EMPRESA SELECCIONADA

2.1. SECTOR TURÍSTICO

El sector turístico engloba a empresas de hostelería, restauración, transporte y otras empresas relacionadas con el turismo. Se entiende por turismo, todos los viajes y estancias que realizan las personas en lugares distintos a su entorno habitual, ya sea por ocio, negocios u otros motivos. El turismo es una de las actividades que más flujos económicos producen, tanto en las zonas emisoras como receptoras, con repercusión en el empleo, la producción, la distribución de la renta, la balanza de pagos, las inversiones públicas etc., además de los efectos culturales (Web Libertad Digital).

Según la Organización Mundial del Turismo (OMT), en 2019 se registraron 1.500 millones de llegadas de turistas internacionales en el mundo. Aunque dicha cifra supone un incremento del 4% en la actividad turística respecto al año 2018, se observa que los crecimientos se van haciendo más pequeños si hacemos comparaciones con años anteriores, donde el crecimiento en 2017 fue del 7% y en 2018 del 6%. Por tanto, esta evolución sugiere que la industria del turismo podría estar aproximándose al límite de su capacidad y que la estrategia de crecimiento actual del sector debería centrarse más en la calidad que en la cantidad

La industria del turismo ha pasado de gestionar 25 millones de turista en 1950 a los 1500 millones en 2019. Por lo que, en los últimos 10 años, el turismo ha crecido un 70%.



Fuente: Organización Mundial del Turismo (OMT). Evolución en el número de viajeros en el mundo.

Razones del crecimiento exponencial de la industria turística en las últimas décadas:

- El fenómeno de las compañías aéreas de bajo coste ha permitido rebajar el precio de los viajes regionales.
- El surgimiento de internet ha generado nuevos canales de comunicación y de venta de productos y servicios turísticos, directamente a los consumidores.

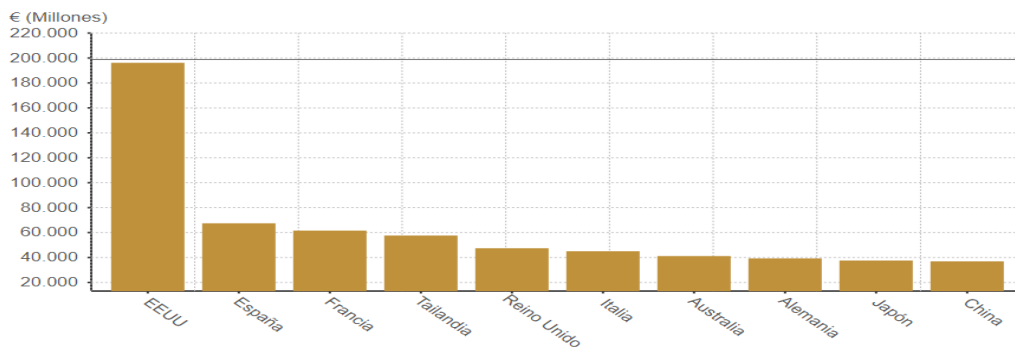
- El crecimiento de las economías emergentes ha generado nuevos flujos turísticos. En estos países (principalmente los BRICS) ha surgido una importante clase media con aspiraciones a viajar. Para estas personas los viajes son una señal de estatus.
- Hay una mayor oferta de destinos de interés. Todos los destinos del mundo se han empezado a promocionar internacionalmente para captar turistas.
- Nuevas fórmulas de alojamiento y transportes (a través de plataformas P2P), han distorsionado el mercado y han generado mayores opciones para los turistas.

Los países más visitados del mundo.

Según la Organización Mundial del Turismo (OMT), el top cinco de países más visitados en 2019 se repite respecto con el año anterior. La lista está formada por Francia, España, EEUU, China e Italia, cuyos valores respectivamente son: 89 millones de turistas, 83 millones turistas, 80 millones turistas, 63 millones turistas y 62 millones turistas.

Ingresos por turistas.

Estados Unidos fue el país que más ingresó por turismo con más de 196.000 millones de euros, seguido de España y Francia cuyos ingresos respectivamente fueron 67.000 millones de euros y 61.615 millones de euros.



Fuente: Organización Mundial del Turismo (OMT). Los diez países del mundo que más ingresos por turismo reciben.

Los 20 países más competitivos según el World Economic Forum:

Se trata de una calificación del World Economic Forum en función de los factores y políticas que permiten el desarrollo sostenible de los viajes y la contribución del turismo al desarrollo y la competitividad del país. España, Francia y Alemania, respectivamente, son los países más competitivos del mundo.

1	España	6	Reino Unido	11	Austria	16	Corea del Sur
2	Francia	7	Australia	12	Portugal	17	Singapur
3	Alemania	8	Italia	13	China	18	Nueva Zelanda
4	Japón	9	Canadá	14	Hong Kong	19	México
5	EEUU	10	Suiza	15	Países Bajos	20	Noruega

Fuente: World Economic Forum. Los 20 países más competitivos.

PIB Turístico mundial.

La WTTC (World Travel & Tourism Council) estima que el PIB (Producto Interior Bruto) mundial del sector turístico ha crecido en 2019 en torno al 3% (como las llegadas), aunque a pesar de crecer, se ha apreciado una desaceleración, ya que en 2017 alcanzaba un dato del 4,6% y en 2018 del 3,9%.

Estas cifras y el hecho que el sector turístico no ha parado de crecer en los últimos 10 años demuestran la fortaleza de dicho sector, que no deja de crecer por encima de los niveles de la economía general (+3%), a pesar de los tiempos de gran incertidumbre, como pueden ser: la desaceleración económica, el Brexit, la guerra comercial entre Estados Unidos y China o las protestas ciudadanas que ha recorrido América Latina o Hong Kong.

Turismo en España.

En España, el sector turístico tiene una tendencia ascendente, presentando resultados extraordinarios desde hace siete años. En 2019, se alcanzaron los 83,7 millones de llegadas internacionales. Aunque el ritmo se desacelera, ya que crecimos solo un 1,2% sobre el año anterior.

Durante el 2019 bajaron las llegadas de los grandes mercados emisores para España, como son el Reino Unido (-2,4%), Alemania (-2,1%) y Francia (-1,2%). Algunos motivos de la bajada de mercados tradicionales se explican por la competencia de otros destinos mediterráneos (como Egipto, Turquía o Túnez, recuperándose de los problemas de seguridad), la incertidumbre política en torno a temas como el Brexit y la quiebra de Thomas Cook. Pero esta bajada se vio compensada por el aumento de llegadas procedentes de Estados Unidos y Asia. Por otra parte, el gasto turístico medio por persona creció un 1,7% y alcanzó los 1.102 euros. En 2019, los viajes a España tuvieron una duración media de más de 7 noches, lo que supone un leve descenso respecto el año 2018.

Previsión para el año 2020.

Según el último informe de La Organización Mundial de Turismo (OMT), la pandemia del COVID-19 provocó una caída del 22% en las llegadas de turistas internacionales durante el primer trimestre de 2020. La crisis podría llevar a un declive anual de entre el 60% y el 80% en comparación con las cifras de 2019.

Pérdidas provocadas por el COVID-19, según La Organización Mundial de Turismo (OMT):

- La pérdida de entre 850 y 1.100 millones de turistas internacionales.
- La pérdida de entre 910.000 millones y 1,2 billones de dólares en ingresos por exportaciones del turismo.
- Entre 100 y 120 millones de puestos de trabajo en empleo directo del turismo amenazados

Recuperación del turismo:

Según La Organización Mundial de Turismo (OMT), se esperan signos de recuperación en la demanda interna en el último trimestre de 2020, pero sobre todo en 2021. Respecto a la demanda internacional es más positiva en África y Oriente Medio, donde la mayoría de los expertos pronostican la recuperación en 2020, en Europa y Asia a finales del 2020 y en el continente americano será a partir del 2021.

Sector hostelero en España.

La hostelería tiene un peso importante en la economía española, entre dos y tres veces superior al que tiene este sector en otros países, ya que representa un 6.2 por ciento del PIB del país. En 2019, el sector hostelero atravesaba uno de sus mejores momentos, el crecimiento de sus principales indicadores eran: 0.9% en ocupación, un 5% en ADR (tarifa media diaria) y un 6.2% en RevPar (ingresos por habitación disponible), según el informe de STR y Cushman & Wakefield España.

Según un informe elaborado por la consultora Bain & Company y la firma EY, los efectos de la pandemia de coronavirus podrían provocar una caída de la facturación anual del sector hostelero español de hasta 55.000 millones de euros durante 2020 (lo que equivale a un 40%). Además de una pérdida del empleo estructural definitiva de 207.000 millones de euros. La necesidad de financiación de las compañías

hosteleras para cubrir los gastos fijos operativos durante la crisis fluctuaría entre los 6.000 y los 16.000 millones de euros.

2.2. EMPRESA SELECCIONADA, NH HOTEL GROUP

El hotel Ciudad de Pamplona, inaugurado en 1978, es el primer establecimiento del NH Hotel Group. Desde entonces, el grupo ha ido creciendo hasta convertirse actualmente en una de las principales cadenas hoteleras españolas.

Así, en 1998, año en el que la cadena empieza su proceso de internalización tanto por Latinoamérica primero como por Europa después, la sociedad pasó a cotizar en bolsa llegando a formar parte del IBEX-35 entre 1999 y 2008. Actualmente, cotiza en el mercado continuo de valores.

Hoy en día, es una cadena hotelera con más de 40 años de experiencia. Convirtiéndose en un referente de la hostelería urbana en Europa y Latinoamérica. En definitiva, NH posee hoteles en 3 continentes y dentro de todo el territorio español, haciendo un total de 360 hoteles en 28 países. Se puede observar la gran mayoría de lugares donde hay presencia del hotel NH Hotel Group, en la siguiente tabla:

Hoteles en Europa	Hoteles en América	Hoteles en África
Alemania	Argentina	Sudáfrica
Andorra	Brasil	
Austria	Chile	
Bélgica	Colombia	
Eslovaquia	Cuba	
España	Ecuador	
Francia	Estados Unidos de América	
Holanda	Haití	
Hungría	México	
Irlanda	Uruguay	
Italia		
Luxemburgo		
Polonia		
Portugal		
Reino Unido		
República Checa		
Rumanía		
Suiza		

Fuente: Tabla de elaboración propia a través de la Web NH HOTEL GROUP.

NH Hotel Group, está diferenciado en cuatro grandes marcas: NH Collection, NH Hotels, Nhow Hotels y Hesperia Resorts.

Como se puede apreciar en la tabla (el beneficio de gestión presentado en millones de euros), la cadena hotelera se ha expandido progresivamente desde hace varios años atrás, incrementando el número medio de habitaciones, presentando un nivel de

ocupación en torno al 71% y obteniendo el mejor resultado de gestión en el año 2019 (indicador financiero que se ocupa de medir la rentabilidad de un hotel).

	2019	2018	2017	2016
Habitaciones medias	46.052	45.373	44.589	44.718
Ocupación	71,70%	72,00%	70,80%	68,4%
Beneficio de Gestión (GOP)	649,5	595,6	548,8	482,5

Fuente: Tabla de elaboración propia a través de la Web NH HOTEL GROUP.

Conforme al ranking de Hosteltur, la cadena hotelera NH Hotel Group se encuentra en el puesto número cinco en cuanto a facturación, y ocupa el número dos del ranking en cantidad de establecimientos y número de habitaciones.

Según el último estudio publicado por la consultora especializada Brand Finance: “NH Hotel Group, ocupa la primera posición del sector de hotelero en el ranking de Fortaleza de Marca de nuestro país en 2019”.

3. ANÁLISIS CONTABLE DE LA EMPRESA SELECCIONADA

En este apartado se va a realizar un análisis sobre la estructura patrimonial de la empresa, así como de la evolución de los ratios más importantes del grupo NH hotel.

3.1. ESTRUCTURA PATRIMONIAL

Respecto a la estructura patrimonial, se establece una relación entre los activos y los pasivos de la empresa junto con el patrimonio neto. La parte del activo de la compañía corresponde a la inversión y la del pasivo a la financiación.

A continuación, se muestra una tabla con los valores más importantes y representativos del balance, expresada en miles de euros:

	01/05/2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
ACTIVO TOTAL	3.873.988	4.391.896	2.563.128	2.471.704	2.627.237	2.710.887	2.660.999
PATRIMONIO NETO	970.736	1.275.493	1.504.022	1.151.976	1.155.876	1.126.084	1.136.668
PASIVO NO CORRIENTE	2.434.910	2.503.866	691.672	728.264	1.099.716	1.155.004	1.060.852
PASIVO CORRIENTE	468.341	612.537	367.434	591.464	371.645	429.799	463.479

Fuente: Tabla de elaboración propia a través de la CCAA (CNMV).

Hay que destacar que el activo se ha mantenido estable del año 2014 al 2018, observando un gran cambio en el activo total en el año 2019, el cual se debe a la partida de activos por derecho de uso (Un activo que representa un derecho a que un arrendatario use un activo subyacente durante el plazo del arrendamiento, como serían: inmuebles, derechos de explotación, primas por contratos), cuyo importe es de

1.701.499. En el año 2020, dicho activo total ha disminuido como consecuencia de la desinversión en capital circulante y en activo no corriente, para poder hacer frente a las cargas financieras.

En el patrimonio neto no se observa un cambio significativo, se ha mantenido prácticamente constante a lo largo de los años, hasta el periodo de la crisis, en el cual descendió un 24%, este descenso se debe principalmente a los resultados que se esperan obtener en el 2020, ya que asumimos que no habido aumentos/reducción de capital.

El pasivo no corriente ha experimentado variaciones en el periodo analizado. Del 2014 al 2016 presentaba valores parecidos, en 2017 y 2018 dicho valor descendió considerablemente (debido a una reclasificación de las Obligaciones y otros valores negociables de largo a corto plazo) y en el año 2019 el pasivo no corriente ha aumentado hasta alcanzar el valor de 2.503.866, dicho aumento se debe a la partida de pasivos por arrendamientos, la cual representa 1.814.399. En el año 2020, dicho pasivo no corriente se ha mantenido prácticamente sin modificaciones.

En el pasivo corriente observamos que del año 2014 al 2016, ambos inclusive, han ido descendiendo, mostrando un repunte en el año 2017 (debido a la reclasificación de las obligaciones y otros valores negociables explicados en el párrafo anterior), y volviendo a disminuir en 2018. En el año 2019, el pasivo corriente aumenta en mayor proporción, provocado por la introducción de la partida de pasivos por arrendamientos, que alcanza la cifra de 252.970. En el 2020, dicha partida vuelve a aminorarse en un 23%, como consecuencia del cese temporal de la actividad principal de la empresa.

Por otro lado, se va a determinar el peso de cada una de las partidas de la empresa en los siguientes años:

	01/05/2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
ANC/AT	91,40%	88,18%	80,88%	84,38%	84,45%	85,65%	80,10%
AC/AT	8,60%	11,82%	19,12%	15,62%	15,55%	14,35%	19,90%
PN/(PN+PASIVO)	25,06%	29,04%	58,68%	46,61%	44,00%	41,54%	42,72%
PNC/(PN+PASIVO)	62,85%	57,01%	26,99%	29,46%	41,86%	42,61%	39,87%
PC/(PN+PASIVO)	12,09%	13,95%	14,34%	23,93%	14,15%	15,85%	17,42%

Fuente: Tabla de elaboración propia a través de la CCAA (CNMV).

Como se puede observar en la tabla, el mayor incremento del activo no corriente se produce en el 2019 debido a la incorporación de la partida de derecho de uso que tiene un valor de 1.701.499 €. En cuanto al patrimonio neto, se aprecia una gran variación a lo largo de los años, ha ido aumentando considerablemente hasta el año 2018, donde el

PN representaba un 58,68% (aumento que se debe principalmente al beneficio del periodo y a la diferencia de conversión, que fueron más favorables que en el periodo anterior), en cambio, en 2019 ha disminuido situándose en un 29,04% (disminución que se debe principalmente a las Reservas consolidadas, que empeoran bastante en relación al periodo anterior). Mientras que el pasivo no corriente se ha mantenido prácticamente constante desde el 2014 al 2016, presentando una caída en el año 2017 (disminución causada por la reclasificación de las Obligaciones y otros valores negociables), en 2019 ha aumentado (aumento debido a la partida de pasivos por arrendamientos L/P), alcanzando un porcentaje de 57,01% y el pasivo corriente ha permanecido constante hasta el año 2016, en el año 2017 aumenta considerablemente (debido a la reclasificación de las obligaciones y otros valores negociables) , volviendo a disminuir en el año 2018 hasta la actualidad (disminución debida a la pérdida de peso que tiene la partida de las obligaciones y otros valores negociables en el c/p), obteniendo un valor de 12.09% en 2020. Como se aprecia en la tabla, la estructura contable de la empresa para cada una de las partidas no ha experimentado grandes cambios del año 2019 al 2020.

Los principales ratios de análisis de la empresa son:

3.2.RATIO DE LIQUIDEZ

El ratio de liquidez es una relación entre el activo corriente y el pasivo corriente, trata de mostrar la capacidad de la empresa para, con sus activos circulantes, hacer frente a los compromisos a corto plazo. El valor recomendado para este ratio es entorno a 1.5 y 2 (Amat Salas, O., 2008).

	01/05/2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Activo corriente (miles de €)	333.312	518.967	490.161	386.015	408.590	389.113	529.551
Pasivo corriente (miles de €)	468.341	612.537	367.434	591.464	371.645	429.799	463.479
Ratio de liquidez	0,71	0,85	1,33	0,65	1,10	0,91	1,14

Fuente: Tabla de elaboración propia a través de la CCAA (CNMV).

El ratio de liquidez experimenta grandes cambios en el periodo analizado, pasando de ratios de liquidez por encima de la unidad a por debajo de ella, y viceversa. En el año 2019, NH Hotel posee una liquidez de 0,85 y en el periodo de la crisis el ratio de liquidez es de 0,71. En circunstancias normales un ratio de liquidez por debajo de la unidad es indicio de que la empresa podría tener problemas para hacer frente a sus obligaciones a corto plazo, pero en nuestro caso, al tratarse de una empresa del sector

turístico, se considera un dato aceptable, ya que los clientes en la mayoría de los circunstancias pagan al contado y se paga a los proveedores en amplios plazos.

3.3.RATIO DE SOLVENCIA

El ratio de solvencia es la relación entre el activo total y los fondos ajenos totales, es decir, el pasivo no corriente y el pasivo corriente, el cual muestra la capacidad de la empresa para afrontar la totalidad de sus deudas, tanto las que vencen a corto como las que lo hacen a largo plazo. El valor recomendado para esta ratio es igual o superior a la unidad (Mallo, C. 1988)

	01/05/2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
AT (miles de €)	3.873.988	4.391.896	2.563.128	2.471.704	2.627.237	2.710.887	2.660.999
PNC (miles de €)	2.434.910	2.503.866	691.672	728.264	1.099.716	1.155.004	1.060.852
PC (miles de €)	468.341	612.537	367.434	591.464	371.645	429.799	463.479
R. Solvencia	1,33	1,41	2,42	1,87	1,79	1,71	1,75

Fuente: Tabla de elaboración propia a través de la CCAA (CNMV).

La evolución del ratio de solvencia en el periodo analizado (del 2014 al 2020), indica que la empresa no ha tenido problemas para cubrir sus obligaciones. El mejor resultado se da en el año 2018 con un ratio de 2,42 y el peor resultado de este ratio es de 1,33 en el 2020. Como se observa en la tabla el mayor cambio se produjo en el año 2019, ya que el total del activo aumento en 1.701.499, como consecuencia de la partida, activo por derecho de uso; mientras que el pasivo aumento en mayor proporción debido a la partida de pasivo por arrendamiento por un importe de 2.067.369 €.

3.4.RATIO DE COBERTURA

El ratio de cobertura es la relación entre los recursos permanentes y el activo no corriente, trata de analizar la adecuación entre la financiación, atendiendo a su vencimiento, y las inversiones. Los recursos permanentes en una empresa son el patrimonio neto y el pasivo no corriente.

	01/05/2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
ANC (miles de €)	3.540.676	3.872.929	2.072.967	2.085.689	2.218.647	2.321.774	2.131.448
PNC (miles de €)	2.434.910	2.503.866	691.672	728.264	1.099.716	1.155.004	1.060.852
PN (miles de €)	970.736	1.275.493	1.504.022	1.151.976	1.155.876	1.126.084	1.136.668
R. Cobertura	0,96	0,98	1,06	0,90	1,02	0,98	1,03

Fuente: Tabla de elaboración propia a través de la CCAA (CNMV).

La situación adecuada en el ratio de cobertura es cuando los recursos permanentes son superiores al activo no corriente. Esta empresa presenta un ratio de cobertura homogéneo durante todo el periodo analizado, presenta unos ratios cercanos a la unidad.

Habría que mejorar un poco esta situación, para que tuvieran un ratio de cobertura más holgado.

3.5.RATIO DE ENDEUDAMIENTO

El ratio de endeudamiento mide la relación entre los fondos ajenos totales y el patrimonio neto de la empresa. Este ratio muestra la composición de la financiación utilizada por la empresa en función de su carácter propio o ajeno, es decir, mide el apalancamiento financiero, calculando la proporción entre financiación ajena y fondos propios. El ratio de endeudamiento mide la dependencia que tiene la empresa frente a terceros. Los valores medios recomendados para este ratio son entre 0,4 a 0,6 (Rivero Torre, P. 1998)

	01/05/2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
PNC (miles de €)	2.434.910	2.503.866	691.672	728.264	1.099.716	1.155.004	1.060.852
PC (miles de €)	468.341	612.537	367.434	591.464	371.645	429.799	463.479
PN (miles de €)	970.736	1.275.493	1.504.022	1.151.976	1.155.876	1.126.084	1.136.668
R. Endeudamiento	2,99	2,44	0,70	1,15	1,27	1,41	1,34

Fuente: Tabla de elaboración propia a través de la CCAA (CNMV).

Como se puede observar en la tabla, la empresa ha estado muy endeudada durante todos los años de análisis, excepto en el 2018, en el cual presenta un nivel de endeudamiento aceptable con un valor de 0,70. El resto de los años, la empresa ha estado endeudada por encima de lo recomendado. El año que presenta un mayor ratio de endeudamiento es el 2020, alcanzando un valor de 2,99. La mayor variación se presenta en el año 2019, porque el patrimonio neto ha disminuido debido a la partida de reservas en sociedades consolidadas por integración global y el pasivo ha aumentado en mayor proporción.; tanto el pasivo corriente como el pasivo no corriente han aumentado considerablemente, con la incorporación de la partida de pasivos por arrendamientos. En el año 2020, la empresa eleva su endeudamiento, debido a la pérdida prevista para este año por causa del COVID-19.

3.6.RENTABILIDAD ECONÓMICA

El análisis de rentabilidad se realiza con el fin de tener información sobre la relación entre los resultados que obtiene la empresa y la estructura económica (activos) y financiera (recursos financieros) que utiliza para ello.

El análisis de rentabilidad económica permite evaluar el beneficio que genera el activo utilizado por la empresa. Permite así conocer la productividad de los activos. La

rentabilidad económica se calcula dividiendo el beneficio antes de intereses e impuestos entre el total del activo. Para obtener el activo total de cada año, se ha hecho una media del año actual y del año anterior.

	01/05/2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
AT (miles de €)	4.132.942	3.477.512	2.517.416	2.549.471	2.669.062	2.685.943	2.674.254
BAIT (miles de €)	-34.901	266.976	245.085	151.671	116.662	84.035	42.491
ROA	-0,84%	7,68%	9,74%	5,95%	4,37%	3,13%	1,59%

Fuente: Tabla de elaboración propia a través de la CCAA (CNMV).

NH Hotel presenta rentabilidades económicas positivas durante todo el periodo analizado, excepto en el periodo del COVID-19. Se observa que la rentabilidad económica ha ido aumentando desde el 2014 hasta el 2018, alcanzando una rentabilidad de 9,74%. En el año 2019, la rentabilidad ha disminuido respecto al año 2018 a 7,68%, y en el año 2020 se obtiene una rentabilidad negativa de 0,84%, debido a que el resultado antes de intereses e impuestos es negativo.

3.7.RENTABILIDAD FINANCIERA

El análisis de rentabilidad financiera permite medir el resultado alcanzado por la empresa en relación al neto patrimonial de la empresa, es decir, en relación a la financiación de carácter propio. Por ello, el análisis de esta es de gran interés para los inversores, quienes invierten en la empresa para obtener una rentabilidad que, en cualquier caso, compense el riesgo que asumen. El motivo principal por el que se utiliza esta ratio es conocer cómo se están empleando los capitales de una empresa. Se calcula dividiendo los beneficios después de intereses e impuestos entre los fondos propios. Para calcular los fondos propios se ha realizado una media del año actual y del año anterior.

	01/05/2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
FP (miles de €)	1.123.114	1.389.758	1.327.999	1.153.926	1.140.980	1.131.376	1.145.070
BDIT (miles de €)	-125.584	92.851	105.686	39.485	36.423	-2.762	-41.949
ROE	-11,18%	6,68%	7,96%	3,42%	3,19%	-0,24%	-3,66%

Fuente: Tabla de elaboración propia a través de la CCAA (CNMV).

Como se puede observar en el cuadro, las rentabilidades financieras en el año 2014 y 2015 eran negativas. En el cuadro se aprecia una evolución ascendente de la rentabilidad financiera desde el 2014 al 2018. La mayor rentabilidad financiera se da en el año 2018 alcanzando un dato de 7,96%. En el año 2019, descendió un poco respecto al año 2018, con una cifra de 6,68%. Las mayores rentabilidades se dieron en esos años, ya que han aumentado en gran medida los beneficios después de intereses e impuestos.

En cambio, en el año 2020 la rentabilidad financiera de la empresa presenta su peor valor con un dato de – 11,18%, porque la empresa tiene un beneficio negativo.

4. LA VALORACIÓN DE LA EMPRESA Y SUS MÉTODOS DE VALORACIÓN

Se entiende por valoración de una empresa, el proceso a través del cual, mediante la aplicación de determinados modelos, métodos y técnicas, se intenta cuantificar los activos presentes y expectativas futuras de una empresa; normalmente, su patrimonio, su actividad, sus expectativas, y cualquier otra característica susceptible de ser valorada.

Según Palepu (2002), valorar una empresa puede definirse como el proceso por el cual las previsiones del comportamiento de las empresas se convierten en estimadores del precio. La valoración de una empresa es el proceso de convertir una proyección en una estimación de su valor total o de partes de la misma.

Los objetivos de la valoración de una empresa:

Según Gil (2009), una de las cuestiones fundamentales previas al proceso de valoración es determinar el origen, las causas u los objetivos que lo motivan, ya que esos aspectos definen la elección del modelo a emplear y las interpretaciones de los resultados.

Los motivos más importantes por los cuales se valora una empresa según Fernández (2006) son:

- Operaciones de compra-venta.
- Valoraciones de empresa cotizadas: para comparar el valor obtenido con el de mercado y tomar o cerrar posiciones.
- Salidas a bolsa: fijar precio de salida.
- Sistemas de remuneración basados en la creación de valor para el accionista: sirve para cuantificar la creación de valor atribuible a los directivos evaluados.
- Identificación de las variables conductoras de valor (value drivers)
- Decisiones estratégicas: para valorar la continuidad de la empresa, medir el impacto de determinadas políticas estratégicas, etc.
- Procedimientos arbitrales o judiciales.

Los métodos de valoración de empresas son métodos de análisis a partir de los cuales se intenta calcular cual es el valor real o precio teórico de una empresa.

4.1.MÉTODOS BASADOS EN EL BALANCE

Según Fernández (2008) estos métodos tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación del valor de su patrimonio. Se trata de métodos que consideran que el valor de una empresa radica fundamentalmente en su balance o en sus activos. Sin embargo, muestran limitaciones, ya que proporcionan el valor desde una perspectiva estática, por lo tanto, no tienen en cuenta una posible evolución futura de la empresa, el valor temporal del dinero, ni otros factores que también le afectan como pueden ser: la situación del sector, problemas de recursos humanos, de organización, contratos, etc. que no se ven reflejados en los estados contables. Entre estos métodos podemos diferenciar los siguientes:

- **Valor contable:**

El valor contable de las acciones es el valor de los recursos propios que aparecen en el balance (capital y reservas). Esta cantidad es la diferencia entre el activo total y el pasivo exigible, es decir, el excedente del total de bienes y derechos de la empresa sobre el total de sus deudas con terceros.

Los criterios contables están sujetos a cierta subjetividad y difieren de criterios de mercado, de modo, que casi nunca el valor contable coincide con su valor de mercado.

- **Valor contable ajustado:**

Este método trata de salvar el inconveniente que supone la aplicación de criterios exclusivamente contables.

Este método trata de ajustar los valores de los activos y pasivos a su valor de mercado, obteniéndose el patrimonio neto ajustado. En este caso no se ha podido usar este método debido a que no se dispone de los valores de mercado para elaborarlo.

Por lo tanto, en los siguientes métodos en los que se necesite el valor contable ajustado se utilizará el valor contable.

- **Valor substancial:**

Representa la inversión que debería efectuarse para construir una empresa en idénticas condiciones a la que se está valorando. Se puede definir también como el valor de reposición de los activos, bajo el supuesto de continuidad de la empresa. Normalmente no se incluyen en el valor substancial aquellos bienes que no sirven para la explotación. Se distinguen tres clases de valor substancial:

-Valor substancial bruto: es el valor del activo a precio de mercado.

-Valor substancial neto: es el valor substancial bruto menos el pasivo exigible. También se conoce como patrimonio neto ajustado.

-Valor substancial bruto reducido: es el valor substancial bruto reducido sólo por el valor de la deuda sin coste.

No se dispone de datos a precio de mercado, por lo tanto, no se puede realizar el cálculo del valor substancial, pero como se necesita dicha información para distintas operaciones se ha procedido a calcularlo con los datos del balance.

- **Capitales permanentes necesarios para la explotación:**

Este método considera que el valor de la empresa está en la estructura permanente de esta. 2 maneras de calcularlo:

CPNE= Inmovilizado de explotación a precios de mercado + FMn

CPNE= VSB - Deuda sin coste

Tanto el Valor Sustancial como los CPNE, no representan el valor de la empresa para el accionista, necesitan incorporar los activos no incluidos en su cálculo y deducir los pasivos exigibles.

4.2.MÉTODOS BASADOS EN LA CUENTA DE RESULTADOS

Estos métodos se basan en la cuenta de resultados de la empresa. Tratan de determinar el valor de la empresa a través de la magnitud de los beneficios, de las ventas o de otro indicador. Según Fernández (2008) algunos métodos que se utilizan para la valoración según la cuenta de Resultado son los siguientes:

- **Valor de los beneficios**

El valor de las acciones se obtiene multiplicando el beneficio neto anual por un coeficiente denominado PER. El PER es el plazo de recuperación de la inversión, si se repartiesen todos los beneficios como dividendos. Mide la relación entre el valor de mercado de la empresa y el beneficio total de la misma.

PER = Valor mercado o capitalización / Beneficio = Precio acción / BPA

La ventaja principal de este ratio es que permite la comparación entre empresas del mismo sector que cotizan en bolsa

Valor de las acciones = PER * beneficio

- **Múltiplos de las ventas**

Este método de valoración, empleado en algunos sectores con cierta frecuencia, consiste en calcular el valor de una empresa multiplicando sus ventas anuales por un número, acorde según la coyuntura del mercado.

$PV = \text{Valor de mercado de la empresa} / \text{Ventas} = \text{Precio por acción} / \text{Ventas por acción}$.

El ratio precio/ventas se puede descomponer en otros dos:

$\text{Precio/Ventas} = (\text{precio/beneficio}) * (\text{beneficio/ventas}) = \text{PER} * \text{rentabilidad sobre ventas}$.

- **Múltiplo del EBITDA**

Mide el beneficio de la empresa con independencia de la estructura financiera, tasa impositiva y política de amortizaciones. Sirve para comparar empresas del mismo sector económico donde el nivel de endeudamiento distorsiona el beneficio final. Tiene como objetivo estimar el precio que un comprador potencial estaría dispuesto a pagar por una empresa a partir del precio pagado por compañías comparables.

$\text{Valor de mercado de la empresa} / \text{EBITDA} = \text{Precio por acción} / \text{EBITDA por acción}$.

4.3.MÉTODOS MIXTOS

El fondo de comercio es, en general, el valor que tiene la empresa por encima de su valor contable o por encima del valor contable ajustado (depende de la subjetividad del comprador). El fondo de comercio pretende representar el valor de los elementos inmateriales de la empresa, que muchas veces no aparece reflejado en el balance, pero que, sin embargo, aporta una ventaja respecto a otras empresas del sector, y es, por tanto, un valor a añadir al activo neto si se quiere efectuar una valoración correcta. El problema surge al tratar de determinar su valor, ya que no existe unanimidad metodológica para su cálculo. Algunas formas de valoración del fondo de comercio dan lugar a los diversos procedimientos de valoración que se describen en este apartado.

Estos métodos parten de un punto de vista mixto, por un lado, realizan una valoración estática de los activos de la empresa y por otro lado añaden cierta dinamicidad a la valoración, ya que tratan de cuantificar el valor que generará la empresa en el futuro.

Se trata de métodos cuyo objetivo es la determinación del valor de la empresa a través de la estimación del valor conjunto de su patrimonio más una plusvalía resultante del valor de sus beneficios futuros. El valor de la empresa es igual al valor de su activo neto

más el valor del fondo de comercio, o lo que es lo mismo, el valor sustancial más el beneficio extra (superbeneficio) que es capaz de generar la empresa en el futuro, que según el método que se utilice se calcula de distinta manera. Los cuatro métodos mixtos según Fernández (2008) son:

- **Método indirecto:**

El método indirecto se calcula sumando el valor sustancial (parte estática) más el fondo de comercio o Goodwill (parte dinámica). El valor de la empresa (VE) es igual al valor sustancial (VS) más la suma del cociente del superbeneficio (B-iVS) entre el doble de la tasa de interés sin riesgo. $VE=VS + ((\text{Beneficio medio}-i*VS) /2i)$

La tasa de interés sin riesgo (i=%), se obtiene de la cotización de los bonos a largo plazo del (el tipo de interés de los títulos de renta fija del Estado a 10 años).

Este método está muy condicionado por el beneficio medio, de manera que la empresa puede estar sobrevalorada o infravalorada, dando valoraciones poco representativas.

- **Método directo:**

El método directo se calcula sumando el valor sustancial más el fondo de comercio o Goodwill. El valor de la empresa es igual al valor sustancial más la suma del cociente del superbeneficio (B-iVS) entre K, que es el tipo de interés incorporando una prima de riesgo. $VE=VS + (\text{BENEFICIO}-i*VS) /K$

- **Método U.E.C. :**

El valor de la empresa es igual al valor sustancial más el superbeneficio (B-iVS) actualizado a una tasa de interés libre de riesgo que incorpora una prima de riesgo (k) durante n periodos de tiempo. $VE= VS+ (B-i*VS) *an^{-k}$

- **Método de los C.P.N.E.:**

Este método utiliza la misma fórmula que el método U.E.C, a excepción de que en vez del valor sustancial se toma el capital permanente necesario para la explotación (C.P.N.E). $VE=CPNE+ (B^{\circ}-i*CPNE) * an^{-k}$

Una vez aplicado estos métodos, se obtiene el VE, y a ese valor hay que sumarle los activos no operativos y restarle la deuda, de esta manera se obtiene el valor de la empresa para los propietarios.

4.4.MÉTODOS BASADOS EN EL DESCUENTO DE FLUJOS DE FONDOS

Según Fernández (2008) los métodos basados en el descuento de flujos de fondos tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero (cash flow) que generará la empresa en el futuro, para luego descontarlos a una tasa de descuento apropiada según el riesgo de dichos flujos.

Los métodos mixtos descritos han sido muy utilizados en el pasado. Pero cada vez se utilizan menos y en la actualidad, se recurre a la utilización del método del descuento de los flujos de fondos porque constituyen el único método de valoración conceptualmente correcto. Se considera a la empresa como un ente generador de flujos de fondos, y para obtener el valor de la empresa se calcula el valor actual de dichos flujos utilizando una tasa de descuento apropiada. El valor de las acciones de una empresa proviene de la capacidad de la misma para generar dinero (flujos) para los propietarios de las acciones. Por lo tanto, el método más apropiado y utilizado para valorar una empresa es descontar los flujos de fondos futuros esperados.

En la valoración basada en el descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas.

Se desglosan las fórmulas para calcular el método de descuento de flujos de fondos:

- Valor total de la empresa (equality value):

$$VTE_0 = VE_0 + ANOP_0 - D_0$$

- Valor empresa operativo:

$$VE_0 = \sum_{t=1}^n \frac{\overline{FT}_t}{(1+K)^t} + \frac{\overline{VR}_n}{(1+K)^t}$$

Siendo FT_t los flujos de fondos generados por la empresa en el periodo, VR_n es el valor residual de la empresa en el año n ; K es la tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos de fondos

- Flujos de Tesorería (Método indirecto):

$$FT_t = BAIT_t(1-t) + ALP_t - \Delta ANC_t - \Delta CC_t$$

- Para calcular el valor de la empresa mediante este método, se realiza el descuento (la tasa de actualización) de los free cash flows utilizando el coste promedio ponderado de deuda y acciones o coste promedio ponderado de los recursos (CMPC):

$$CMPC = \frac{PN}{PN + D}(k_e) + \frac{D}{PN + D}(k_d(1 - t)) \quad \text{Siendo} \quad k_e = R_f + (R_m - R_f)\beta$$

Donde:

CMPC = Coste medio ponderado de capital; Kd = Coste de la deuda financiera

Ke = Rentabilidad exigida a las acciones; Rf = Rentabilidad activos libre riesgos

Rm = Rentabilidad esperada de mercado; B = Coeficiente de riesgo

- Valor residual:

$$Vr_n = \frac{FTL_n}{CMPC}$$

5. APLICACIÓN DE LOS METODOS DE VALORACION EN NH HOTEL GROUP

5.1. METODOS BASADOS EN EL BALANCE.

A continuación, se pueden observar los valores obtenidos según los métodos basados en el balance del Grupo NH Hoteles, los cuales están expresados en miles de euros:

	01/05/2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
VALOR CONTABLE	970.736	1.275.493	1.504.022	1.151.976	1.155.876	1.126.084	1.136.668
VALOR SUSTANCIAL BRUTO	3.665.716	4.162.658	2.315.881	2.146.497	2.335.835	2.342.464	2.253.837
VALOR SUSTANCIAL NETO	762.464	1.046.255	1.256.775	826.769	864.474	757.661	729.506
VALOR SUST. BRUTO REDUCIDO	3.445.050	3.814.199	1.959.280	1.835.918	2.004.848	1.998.147	1.936.752
CPNE	3.048.556	3.404.859	1.871.014	1.528.798	1.864.826	1.802.762	1.751.274

Fuente: Tabla de elaboración propia a través de la CCAA (CNMV).

En la tabla se puede observar que el valor contable de la empresa desde el 2014 hasta el 2017 se ha mantenido sin grandes variaciones, hasta el 2018 que el valor contable es de 1.504.022 (ha aumentado un 31% en relación con el 2017). Con respecto a los dos periodos que hacemos la valoración podemos observar que el valor ha ido

disminuyendo paulatinamente. En el primer periodo el valor es de 1.275.493 (disminución del 15%) y en el segundo periodo su valor es de 970.736 lo que es igual a una reducción del valor en un 24% lo que supone el valor contable más bajo en el periodo de estudio (todas estas variaciones se han explicado en el epígrafe del análisis contable).

Con respecto al valor sustancial bruto podemos observar que el valor se ha mantenido prácticamente constante desde el 2014 hasta 2018 ambos incluidos, en cambio, en el 2019 se aprecia un gran cambio con respecto al 2018, presentado un valor de 4.162.658 lo que representa un aumento del 80%. En cambio, podemos observar que el valor sustancial bruto para el periodo de crisis disminuye un 12% (todas estas variaciones se han explicado en el epígrafe del análisis contable).

En relación con el valor sustancial neto, observamos que los valores de los años 2014 hasta 2017 no han experimentado grandes cambios. En el año 2018 dicho valor ha aumentado un 52% con un importe de 1.256.775 y después en el año 2019 vuelve a disminuir en menor proporción alcanzando un valor de 1.046.255 (una disminución del 17%). De la misma tabla se deduce que el valor sustancial neto para el periodo de crisis disminuye en un 27% volviendo prácticamente a los mismos valores que tenía en los periodos del 2014 al 2017.

Con respecto al valor sustancial bruto reducido, se puede apreciar que el valor prácticamente no sufre una gran variación desde el 2014 al 2018. En el 2019 su importe es de 3.814.199, lo que representa un aumento de casi el 100% con respecto al año anterior, y como era de esperar para el periodo del 01-05-2020 se produce una disminución de valor de aproximadamente un 10% (todas estas variaciones se han explicado en el epígrafe del análisis contable).

En relación con el valor del CPNE, se puede observar que el valor aumentó del 2014 al 2016, después sufre una reducción de valor de un 18%. Se puede apreciar que desde el 2017 hasta el 2019 el valor del CPNE volvió a aumentar, donde el valor más alto se da en el 2019 con un importe de 3.404.859, lo que representa un incremento del 82% en relación con el 2018, luego apreciamos que para el periodo pesimista vuelve a disminuir en un 10% (todas estas variaciones se han explicado en el epígrafe del análisis contable).

Con respecto al valor de la empresa, observamos que el valor de la empresa es prácticamente el mismo desde el 2014 hasta el 2017. En el 2018 alcanza su mayor valor con un importe de 1.504.022, lo que representa un aumento del 31% con respecto al año anterior, luego se aprecia que en el año 2019 el valor de la empresa vuelve a reducirse en un 15%, llegando a un importe 1.275.493. En el periodo post crisis se puede observar que el valor disminuye en un 24% lo que suponer el valor contable más bajo del periodo de estudio.

5.2.MÉTODOS BASADOS EN LA CUENTA DE RESULTADOS

- **Valor de los beneficios – PER**

	01/05/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
Capitalización (miles de €)	1.272.624	1.839.325	1.590.683	2.101.631	1.346.795
Beneficio neto (miles de €)	-125.584	92.851	105.686	39.485	36.423
PER	-10,13	19,81	15,05	53,23	36,98

Fuente: Tabla de elaboración propia a través de la CCAA (CNMV) y Bolsa de Madrid.

NH Hoteles presenta PER positivos durante todo el periodo analizado, excepto en las previsiones del 01/05/2020. Al tener un beneficio neto negativo, provoca un PER negativo, lo cual significa que no es un método adecuado para esta empresa, dificultando la comparación con el resto de los años.

Como se puede observar en los años 2016 y 2017, el PER es muy elevado, habiendo dos significados para ello:

- La empresa está sobre valorada por el mercado.
- Los inversores esperan que los beneficios futuros de la empresa vayan en ascenso (empresa en crecimiento).

Como se puede apreciar el ratio del PER en los años 2018 y 2019, son muy bajos o adecuados a su sector, esto también puede tener dos significados:

- La empresa está infravalorada por el mercado.
- Los inversores estiman o esperan que los beneficios van a descender en el futuro.

Este ratio se utiliza para realizar comparaciones con empresas similares del sector y poder así tener una visión rápida de si es cara o barata la acción. Para ello, se ha escogido la empresa Meliá Hoteles, en el que presenta un PER de 15,99 a 31/12/2019, por lo cual, esto tienes dos significados:

- NH Hoteles tiene más cara su acción y por consiguiente Meliá Hoteles más barata.
- Los inversores esperan que los beneficios de NH Hoteles sean superiores en el futuro que en Meliá Hoteles.

	31/12/2019
Capitalización (miles de €)	1.805.442
Beneficio neto (miles de €)	112.890
PER	15,99

Fuente: Tabla de elaboración propia a través de la CCAA (CNMV) y Bolsa de Madrid.

- **Múltiplos de las ventas**

	01/05/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
Capitalización (miles de €)	1.272.624	1.839.325	1.590.683	2.101.631	1.346.795
Ventas (miles de €)	1.030.458	1.717.430	1.619.520	1.557.187	1.455.590
PV	1,24	1,07	0,98	1,35	0,93

Fuente: Tabla de elaboración propia a través de la CCAA (CNMV) y Bolsa de Madrid.

Como se puede observar en la tabla, este múltiplo a lo largo del periodo de estudio ha sido muy asimétrico, donde el valor superior se ha producido en el 2017 y el inferior en el 2016. Nos centraremos en la diferencia que hay desde el 31-12-2019 al 01-05-2020. En los dos periodos objeto de hipótesis, como era de esperar, la empresa es más atractiva en el periodo del 31-12-2019, esto se debe a que, la capitalización bursátil del periodo 01-05-2020 disminuyó considerablemente, pero sus ventas lo hicieron en mayor proporción. Este Múltiplo sirve para hacer comparaciones con empresa del mismo sector, por lo cual analizaremos el Múltiplo de la empresa Meliá Hoteles en el 2019.

	31/12/2019
Capitalización (miles de euros)	1.805.442
VENTAS (miles de euros)	1.789.538
PV	1,01

Fuente: Tabla de elaboración propia a través de la CCAA (CNMV) y Bolsa de Madrid.

Como se puede observar en la tabla con los cálculos de la empresa de Meliá, el múltiplo de las ventas es un poco más bajo que el de la empresa NH Hoteles, esto tiene dos significados:

- Indica que las ventas son inferiores respecto al precio.
- Indica que los inversores confían en el futuro de la empresa y que las ventas van a crecer.

- **Múltiplo del EBITDA**

	01/05/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
Capitalización (miles de €)	1.272.624	1.839.325	1.590.683	2.101.631	1.346.795
EBITDA (miles de €)	-36.907	274.828	238.492	155.392	106.503
Múltiplo EBITDA	-34,48	6,69	6,67	13,52	12,65

Fuente: Tabla de elaboración propia a través de la CCAA (CNMV) y Bolsa de Madrid.

En la tabla se puede observar que el múltiplo del EBITDA es muy diferente en tres periodos de tiempo, el primero del 2016 al 2017, donde presenta el múltiplo más elevado y, por tanto, la empresa en ese año no muy atractiva para los inversores. El segundo en los años 2018 y 2019, donde presenta el múltiplo más bajo en términos absolutos y por lo cual en este periodo, la empresa es más atractiva para invertir en ella. En tercer lugar, el periodo post-crisis, donde el múltiplo es negativo. Este múltiplo obtiene peso cuando se realizan comparaciones con empresas del sector. Los datos del múltiplo de las ventas de Meliá Hoteles son:

	31/12/2019
Capitalización (miles de €)	1.805.442
EBITDA (miles de €)	477.910
Múltiplo EBITDA	3,78

Fuente: Tabla de elaboración propia a través de la CCAA (CNMV) y Bolsa de Madrid.

Como se puede apreciar, el múltiplo del EBITDA de la empresa de estudio para el 31-12-2019 es prácticamente el doble que el de la empresa Meliá Hoteles, esto quiere decir que la empresa está sobre valorada y por lo tanto su valor en el futuro debería disminuir.

5.3. MÉTODOS MIXTOS

En este método se explicará el valor de una empresa en dos periodos de tiempo, las fechas objeto de estudio van a ser: 31-12-2019 y 01-05-2020 (los datos obtenidos para el periodo del 01-05-2020 han sido estimados según las previsiones de OMT). El objetivo de este método es ver como las expectativas del mercado influyen en la valoración de una empresa. En este método, para el cálculo del resultado medio se han utilizado los últimos 4 años, con el objetivo de homogenizar el resultado. En las siguientes tablas se muestran los valores (en miles de euros) para calcular el valor de la empresa en los diferentes periodos de tiempo:

31/12/2019	
Valor sustancial	4.162.658
CPNE	3.404.859
Resultado medio (4 años)	68.611,25
Tipo de interés	0,46%
Prima de riesgo	0,65
k	0,30%

01/05/2020	
Valor sustancial	3.665.716
CPNE	3.048.556
Resultado medio (4 años)	29.114,22
Tipo de interés	0,72%
Prima de riesgo	1,31
k	0,94%

Fuente: Tabla de elaboración propia a través de la CCAA (CNMV) y datos de la Web Datosmacro.

Como se observa en las tablas indicadas arriba, el tipo de interés libre de riesgo (bono público español a 10 años), la prima de riesgo y como consecuencia el componente “K” son variables que dependen de las expectativas del mercado y se han obtenido de la web datosmacro.

- **METODO INDIRECTO**

A continuación, se presentan los datos utilizados para calcular el método indirecto:

31/12/2019	
$i \cdot VS$	19.148,23
$B \cdot i \cdot VS$	49.463,02
$2 \cdot i$	0,92%
$(B \cdot i \cdot VS) / 2i$	5.376.415,57
$VE = VS + (B \cdot i \cdot VS) / 2i$	9.539.073,57

01/05/2020	
$i \cdot VS$	29.971,14
$B \cdot i \cdot VS$	-856,92
$2 \cdot i$	1,44%
$(B \cdot i \cdot VS) / 2i$	-59.508,39
$VE = VS + (B \cdot i \cdot VS) / 2i$	3.606.207,49

Fuente: Tabla de elaboración propia a través de la CCAA (CNMV) y datos de la Web Datosmacro.

Como es de esperar el valor operativo de la empresa para el periodo 31-12-2019 es superior al del periodo 01-05-2020 en aproximadamente un 62%. Esto se debe principalmente a que el beneficio medio ha disminuido en un 58% y la tasa libre de riesgo es inferior en el periodo 31-12-2019 en un 57%.

- **MÉTODO DIRECTO**

Seguidamente, se presentan los datos utilizados para calcular el método directo:

31/12/2019	
$i \cdot VS$	19.148,23
$B \cdot i \cdot VS$	49.463,02
k	0,30%
$(B \cdot i \cdot VS) / k$	16.542.817,12
$VE = VS + (B \cdot i \cdot VS) / k$	20.705.475,12

01/05/2020	
$i \cdot VS$	29.971,14
$B \cdot i \cdot VS$	-856,92
k	0,94%
$(B \cdot i \cdot VS) / k$	-90.852,51
$VE = VS + (B \cdot i \cdot VS) / k$	3.574.863,38

Fuente: Tabla de elaboración propia a través de la CCAA (CNMV) y datos de la Web Datosmacro.

Como se puede observar en el método directo, otra vez se demuestra que el valor operativo de la empresa es mucho más elevado en el periodo del 31/12/2019 que a

01/05/2020. Esto se debe tanto a los beneficios, como al tipo de interés libre de riesgo y además a la prima de riesgo que se le incorpora en este método.

- **MÉTODO U.E.C**

En las siguientes tablas se presentan los datos utilizados para calcular el método U.E.C (Unidad Generadora de Efectivo):

31/12/2019		01/05/2020	
i*VS	19.148,23	i*VS	26.393,15
B-i*VS	49.463,02	B-i*VS	2.721,06
An-k	5,94	An-k	5,81
(B-i*VS)*An-k	293.696,95	(B-i*VS)*An-k	15.800,68
VE=VS+(B-i*VS)/An-k	4.456.354,95	VE=VS+(B-i*VS)/An-k	3.681.516,57

Fuente: Tabla de elaboración propia a través de la CCAA (CNMV) y datos de la Web Datosmacro.

Como era lógico, el valor operativo de la empresa según este método es superior en el periodo del 31-12-2019, aunque no presenta una diferencia tan notable como en los otros dos métodos anteriormente explicados. Esto se ocasiona porque el factor de actualización en este método tiene un peso muy importante y como se puede apreciar no son tan diferentes de un periodo a otro.

- **MÉTODO C.P.N.E**

A continuación, se presentan los datos utilizados para calcular el método del C.P.N.E:

31/12/2019		01/05/2020	
i*CPNE	15.662,35	i*CPNE	21.949,61
B-i*CPNE	52.948,90	B-i*CPNE	7.164,61
An-k	5,94	An-k	5,81
(B-i*CPNE)*An-k	314.395,06	(B-i*CPNE)*An-k	41.603,50
VE=CPNE+(B-i*CPNE)/An-k	3.719.254,06	VE=CPNE+(B-i*CPNE)/An-k	3.090.159,96

Fuente: Tabla de elaboración propia a través de la CCAA (CNMV) y datos de la Web Datosmacro.

Como se puede apreciar con este método el valor operativo de la empresa es superior para el periodo 31-12-2019 que a 01-05-2020. Aunque la diferencia no es tan significativa como en los primeros dos métodos, es ocasionada, al igual que por el método U.E.C., por el factor de actualización, el cual tiene un peso muy importante en este tipo de valoraciones. Dicha tasa de actualización y por consiguiente el valor de la empresa tienen un valor muy parecido en ambos periodos de tiempo.

Para concluir los métodos mixtos, se ha elaborado una tabla resumen (en miles de euros), donde se muestra el valor de los propietarios en cada uno de los métodos mixtos en los diferentes periodos de tiempo:

	31/12/2019					
	V. Patrimonial	GoodWill	V. Operativo	Otro activo fijo	Deuda	V. Propietarios
METODO INDIRECTO	4.162.658	5.376.416	9.539.074	227.163	3.116.403	6.649.834
METODO DIRECTO	4.162.658	16.542.817	20.705.475	227.163	3.116.403	17.816.235
METODO UEC	4.162.658	293.697	4.456.355	227.163	3.116.403	1.567.115
METODO CPNE	3.404.859	314.395	3.719.254	154.460	2.503.866	1.369.848

	01/05/2020					
	V. Patrimonial	GoodWill	V. Operativo	Otro activo fijo	Deuda	V. Propietarios
METODO INDIRECTO	3.665.716	188.963	3.854.679	227.163	3.116.403	965.439
METODO DIRECTO	3.665.716	288.493	3.954.209	227.163	3.116.403	1.064.969
METODO UEC	3.665.716	15.801	3.681.517	227.163	3.116.403	792.277
METODO CPNE	3.048.556	41.604	3.090.160	154.460	2.503.866	740.754

Fuente: Tabla de elaboración propia a través de la CCAA (CNMV) y datos de la Web Datosmacro.

Se sintetizan ambas tablas, diciendo que en función del periodo en el que se encuentra la empresa es mejor un método u otro. Para el periodo del 31-12-2019 el método que se aproxima más a la realidad es el Método de UEC, y para el periodo del 01-05-2020 el método que refleja mejor el valor de la empresa es el método Directo. El resto de métodos en cada uno de los periodos no son válidos o no sería coherente tenerlos en consideración, ya que dan valores muy poco fiables.

5.4.MÉTODOS BASADOS EN EL DESCUENTO DE FLUJOS DE FONDOS

En este método se explicará de la manera más objetiva posible el valor de la empresa en los dos periodos diferentes de tiempo (31-12-2019 y 01-05-2020), con el objetivo de observar cómo puede influir las expectativas futuras de la evolución del mercado y de la propia empresa.

5.4.1. Periodo 31-12-2019

A continuación, se van a mostrar los datos obtenidos para calcular la Rentabilidad Esperada (rentabilidad que un inversor espera obtener de cara al futuro de una determinada inversión), dicha rentabilidad es de vital utilidad para calcular el CMPC (tasa utilizada para descontar los flujos de caja futuros). Como se puede observar en los datos proporcionados en la tabla siguiente la Rentabilidad Esperada será de un 11.48%.

En la tabla también se muestran los valores utilizados para calcular el CMPC. Aplicando dichos valores, el CMPC alcanza un valor de 16.65%, dicho valor se utilizará para descontar los flujos de efectivo.

Tasa sin riesgo	
Riesgo país	
Rf	0,46%
Rm	11,82%
Beta	0,97
Rm-Rf	11,36%
Rentabilidad Esperada	11,48%

PN	1.275.493
Pasivo	3.116.403
PN+Pasivo	4.391.896
Ke	11,48%
Kd(1-t)	18,77%
CMPC	16,65%

Fuente: Tabla de elaboración propia a través de la CCAA (CNMV) y datos de la Web Datosmacro.

En esta tabla se muestran las proyecciones de flujos de efectivo que la empresa espera obtener:

VALORACIÓN FLUJOS DE TESORERÍA	2020	2021	2022	2023	2024
RAIT (EBIT)	280.613	305.572	331.170	351.624	383.299
Impuestos	-70.153	-76.393	-82.793	-87.906	-95.825
NOPLAT	210.460	229.179	248.378	263.718	287.474
Amortizaciones	356.775	362.548	367.743	374.269	378.292
Inversión en CC	71.445	-36.323	-34.873	-38.752	-38.283
Inversión en ANC	-66.361	-57.725	-51.952	-65.257	-40.231
FTL	572.319	497.680	529.296	533.978	587.251

Fuente: Tabla de elaboración propia a través de la CCAA (CNMV). Previsiones de flujos de tesorería con datos estimados.

Como se puede observar en la tabla para calcular los Flujos Libres de Tesorería (FTL), se parte del método indirecto. Se comienza con el resultado antes de interés e impuesto (RAIT) y luego se resta el impuesto de sociedades (salida de Tesorería) y esto nos dará el NOPLAT (Beneficio Operativo Neto menos impuestos Ajustado). Una vez obtenido el valor del NOPLAT, debemos sumarle el gasto de amortización (no se produce salida de Tesorería) y restarle el incremento en inversiones en capital circulante y en el activo no corriente (salida de Tesorería). Como se puede apreciar, los flujos de caja disminuyen del 2020 al 2021 y progresivamente aumentan, volviendo a su valor de partida en el 2024, esto se debe a que para mantener el nivel competitivo de la empresa hay que realizar inversiones tanto en capital circulante como en el Activo no Corriente.

Otro factor importante en el cálculo de este método es el valor residual (es el valor de la compañía más allá del valor en el periodo explícito), ya que le da un mayor valor a la empresa. Se calcula dividiendo el FTL del último periodo (Año 2024) por el CMPC. El valor residual de la empresa obtenido es:

VR	3.526.585
-----------	------------------

Después de obtener los Flujo Libre de Tesorería y el valor residual, se tienen que actualizar a una tasa de descuento que en nuestro caso es el CMPC (16.65%). En la siguiente tabla se muestran los valores obtenidos una vez actualizado los datos mencionados, dándonos así el valor operativo de la empresa. A este valor hay que sumarle los activos no Operativos y restarle las deudas Financieras, de esta manera obtendremos el valor de la empresa por el método de descuento de flujos.

CMPC (WACC)					16,65%
Valor Actual FTL	490.621	365.733	333.442	288.372	271.870
Valor Actual VR					1.632.642
Valor operativo de la empresa (Business value)					3.382.680
Activo No Operativo	371.536				
Deuda	2.504.007				
Valor PN (Equity)					1.250.209

Fuente: Tabla de elaboración propia través de CCAA (CNMV). Valor de la empresa según el método de flujos de tesorería con datos estimados.

Como se puede observar en la tabla una vez descontado los FTL, actualizado el VR y haberle sumado los Activos no Operativos y restarle las deudas, el valor de la empresa es de 1.250.209 M€.

5.4.2. Periodo 01-05-2020

A continuación, se van a mostrar los datos obtenidos para calcular la Rentabilidad Esperada y a su vez el CMPC (Explicación dada anteriormente en el periodo del 31-12-2019).

Tasa sin riesgo	
Riesgo país	
Rf	0,72%
Rm	-27,51%
Beta	0,97
Rm-Rf	-28,23%
Rentabilidad Esperada	-26,66%

PN	1.275.493
Pasivo	3.116.403
PN+Pasivo	4.391.896
Ke	-26,66%
Kd(1-t)	18,77%
CMPC	5,57%

Fuente: Tabla de elaboración propia a través de la CCAA (CNMV) y datos de la Web Datosmacro

En la siguiente tabla se mostrará la proyección de flujos de efectivo que la empresa espera obtener a través de las estimaciones esperadas:

VALORACIÓN FLUJOS DE TESORERÍA	2020	2021	2022	2023	2024
RAIT (EBIT)	-34.901	143.609	219.803	253.755	334.303
Impuestos	8.725	-35.902	-54.951	-63.439	-83.576
NOPLAT	-26.176	107.707	164.852	190.316	250.727
Amortizaciones	318.425	326.683	337.115	346.503	354.953
Inversión en CC	41.424	-27.391	1.395	-10.575	-23.057
Inversión en ANC	317.139	-82.575	-104.317	-93.885	-84.497
FTL	650.813	324.424	399.045	432.359	498.126

Fuente: Tabla de elaboración propia a través de la CCAA (CNMV). Previsiones de flujos de tesorería con datos estimados.

Como se explicó anteriormente en el periodo anterior, para el cálculo de los flujos de caja, hay que partir del RAIT, restándole el gasto del impuesto, obteniendo así el NOPLAT. Después de conseguir el NOPLAT, debemos sumarle las amortizaciones y restarle las inversiones en capital circulante y la inversión en el Activo no Corriente. Como se puede observar en la tabla, los flujos de tesorería en el 2020 son muy superiores a los del 2021, esto se debe a que en momentos de crisis dejamos de invertir tanto en capital circulante como en activo no corriente, para poder hacer frente a nuestras cargas financieras. En los periodos siguientes, cuando se estima una mejora en la situación financiera, la empresa vuelve a invertir en capital circulante y en activo no corriente.

Como se ha mencionada anteriormente el Valor Residual tiene un peso importante en este método y su valor es:

VR	8.935.223
-----------	------------------

Conforme a lo explicado en el periodo anterior, una vez calculado los Flujos Libre de Tesorería y el valor residual, debemos actualizarlos a una tasa de descuento (CMPC), con el objetivo de obtener el valor operativo de la empresa.

CMPC (WACC)						5,57%
Valor Actual FTL	616.447	291.066	339.110	348.019	379.784	379.784
Valor Actual VR						6.812.444
Valor operativo de la empresa (Business value)						8.786.870
Activo No Operativo	371.536					
Deuda	2.504.007					
Valor PN (Equity)						6.654.399

Fuente: Tabla de elaboración propia a través de CCAA (CNMV). Valor de la empresa según el método de flujos de tesorería con datos estimados.

Una vez calculado el valor operativo de la empresa, debemos sumarle los activos no Operativos y restarle las cargas financieras, obteniendo el valor de la empresa, que alcanza la cifra de 6.654.399 M€.

Para explicar por qué en el periodo pesimista (01-05-2020), la empresa obtiene un mayor valor que en el periodo optimista (31-12-2019), debemos de explicar antes un factor muy determinante que entra en juego en este método de valoración, que es el coste de oportunidad.

El coste de oportunidad es el coste de la alternativa a la que renunciamos cuando tomamos una determinada decisión, incluyendo los beneficios que podríamos haber obtenido de haber escogido la otra alternativa (web _economipedia).

De acuerdo con lo explicado anteriormente, el CPMC está compuesto en parte por la rentabilidad del mercado. La rentabilidad del mercado y de la rentabilidad financiera de la empresa en ambos periodos de valoración es:

31/12/2019		01/05/2020	
Rm	11,48%	Rm	-26,66%
ROE	7,78%	ROE	-13,77%

Fuente: Tabla de elaboración propia a través de Bolsa y Mercado de Valores.

Como se puede observar en las tablas, en el periodo del 31-12-2019 aunque la rentabilidad de la empresa es positiva, la rentabilidad del mercado es mayor, por lo cual, los inversores incurren en un coste de oportunidad de aproximadamente un 3.7%. En cambio, en el periodo del 01-05-2020 (momento de la crisis del COVID-19), la rentabilidad de la empresa es negativa, pero la rentabilidad del mercado es aún peor, por lo cual es más beneficioso invertir en la empresa NH Hotel Group que invertir en el mercado (Ibex 35), así de esta manera no incurriríamos en coste de oportunidad.

6. FACTORES DE CREACIÓN / DESTRUCCIÓN DE VALOR

Una vez aplicado los diferentes métodos de valoración y haber obtenido el valor de la empresa en cada uno de ellos, se va a proceder a analizar los factores que crean o destruyen valor en una empresa, más conocidos como value drivers. Los value drivers nos permiten identificar los parámetros, en función de los cuales, hacen que una empresa valga más o menos.

Hay que tener en cuenta que el método de valoración más completo y fiable es el de descuento de flujos de caja, y además cuenta con una gran cantidad de factores objeto de estudio para la creación y/o destrucción de valor, por lo cual es el método empleado para realizar las hipótesis.

Se van a realizar cambios en las estimaciones de los factores incorporados de los flujos de tesorería más relevantes en la creación/destrucción de valor.

Las variables que se van a analizar son las siguientes: ventas, amortizaciones, inversión en capital circulante e inversión en activos no corrientes. Para apreciar el cambio producido con el incremento o disminución de estos parámetros, hay que observar los flujos de tesorería, el valor operativo y el valor total de la empresa.

Se analizaran dichos factores de creación/ destrucción de valor para ambos periodos de tiempo, es decir, 31/12/2019 y 01/05/2020.

6.1. Periodo 31/12/2019

- Ventas

Uno de los factores más importantes en una empresa son las ventas, ya que son la principal fuente de ingresos de su actividad. En la previsión de los ratios para las ventas, se van a tener expectativas alcistas, en vez de tener una estimación de las ventas del 5% de media para los próximos años, se va a estimar un incremento de las ventas del 10% para todos los periodos (del 2020 al 2024). Un aumento de las ventas ha provocado un incremento en el resultado antes de intereses e impuestos, y por consiguiente en los flujos de tesorería y en el valor residual, provocando que el valor operativo de la empresa pase de 3.526.585€ a 3.985.904€ (13%) y el valor total de la empresa de 1.250.209€ a 1.853.433€ (48%).

VALORACIÓN FLUJOS DE TESORERÍA	2020	2021	2022	2023	2024
RAIT (EBIT)	304.313	363.046	427.365	498.985	581.402
Impuestos	-76.078	-90.762	-106.841	-124.746	-145.351
NOPLAT	228.235	272.285	320.524	374.239	436.052
Amortizaciones	356.775	362.548	367.743	374.269	378.292
Inversión en CC	68.500	-40.109	-39.408	-44.745	-44.227
Inversión en ANC	-66.361	-57.725	-51.952	-65.257	-40.231
FTL	587.149	536.999	596.906	638.505	729.885
VR					4.383.135
CMPC (WACC)					
Valor Actual FTL	503.333	394.628	376.035	344.821	337.902
Valor Actual VR					2.029.184
Valor operativo de la empresa (Business value)					3.985.904
Activo No Operativo					371.536
Deuda					2.504.007
Valor PN (Equity)					1.853.433

Fuente: Tabla de elaboración propia través de CCAA (CNMV).

- Amortizaciones

Al tratarse de una empresa hostelera, los inmuebles son su partida más relevante, así pues, lo son también sus correspondientes amortizaciones. Se va a estimar, un incremento en el porcentaje de amortización, de un 10% a un 13%.

Al cambiar el porcentaje de amortización, también se produce una variación en la vida útil del bien de 10 a 7,69 años. Debido a esta modificación, al acrecentar el ratio de amortización, el resultado antes de intereses e impuestos es menor, por lo tanto se pagan menos impuestos. Para el cálculo de los flujos de tesorería, hay que sumarle la cantidad de amortización, por lo cual al aumentar el ratio de amortización, aumentan los flujos de tesorería. Como estos aumentan, también lo hacen el valor operativo y el valor de la empresa. El valor de la empresa se ha incrementado de 1.250.209 a 1.819.267 (45%).

VALORACIÓN FLUJOS DE TESORERÍA	2020	2021	2022	2023	2024
RAIT (EBIT)	187.253	222.635	257.474	285.568	324.640
Impuestos	-46.813	-55.659	-64.369	-71.392	-81.160
NOPLAT	140.440	166.977	193.106	214.176	243.480
Amortizaciones	450.135	445.485	441.439	440.325	436.951
Inversión en CC	71.445	-36.323	-34.873	-38.752	-38.283
Inversión en ANC	38.818	35.770	31.118	8.572	25.957
FTL	700.838	611.908	630.790	624.321	668.104
VR					4.012.126
CMPC (WACC)					
Valor Actual FTL	600.793	449.677	397.381	337.161	309.301
Valor Actual VR					1.857.425
Valor operativo de la empresa (Business value)					3.951.738
Activo No Operativo	371.536				
Deuda	2.504.007				
Valor PN (Equity)					1.819.267

Fuente: Tabla de elaboración propia través de CCAA (CNMV).

- Inversión en capital circulante e inversión en activo no corriente

Como consecuencia de un aumento en el capital circulante y en el activo no corriente, se destruye valor, ya que al restar la variación del capital circulante o la de activo no corriente para el cálculo de los flujos de caja, resta valor a los propios flujos.

VALORACIÓN FLUJOS DE TESORERÍA	2020	2021	2022	2023	2024
RAIT (EBIT)	279.763	303.957	328.867	350.551	381.483
Impuestos	-69.941	-75.989	-82.217	-87.638	-95.371
NOPLAT	209.822	227.968	246.650	262.914	286.112
Amortizaciones	357.625	364.163	370.047	375.342	380.108
Inversión en CC	-28.307	-41.310	-40.110	-43.151	-44.002
Inversión en ANC	-74.861	-65.375	-58.837	-52.953	-47.658
FTL	464.280	485.446	517.750	542.151	574.560
VR					3.450.368

CMPC (WACC)					
Valor Actual FTL	398.004	356.743	326.168	292.786	265.994
Valor Actual VR					1.597.357
Valor operativo de la empresa (Business value)					3.237.052
Activo No Operativo	371.536				
Deuda	2.504.007				
Valor PN (Equity)					1.104.581

Fuente: Tabla de elaboración propia través de CCAA (CNMV).

Un aumento en los días de cobro a los clientes de 30 a 50 días y de la inversión en el inmovilizado material de la empresa de 181500 a 190000 en cada año, ocasiona una disminución en los flujos de caja y del valor residual, y por tanto del valor operativo de la empresa y del valor del patrimonio neto. Con este cambio en los factores, el valor total de la empresa ha pasado de 1.250.209 a 1.104.581(-12%).

6.2. Periodo 01/05/2020

En el periodo del 01/05/2020, se han considerado expectativas bajistas, pero para analizar los cambios en los parámetros de creación o destrucción de valor, aun se van a tener mayores expectativas bajistas.

- Ventas

Las previsiones obtenidas de las ventas eran: un descenso del 40% en el año 2020, un incremento del 25% en 2021, un incremento del 20% en 2022 y un 15% en 2023 y 2024. Al cambiar las expectativas del año 2020 y 2021, para comprobar si las ventas crean o destruyen valor, las nuevas estimaciones son: -50% en 2020 y 20% en 2021, el resto de los años se mantiene constante con las previsiones anteriores.

VALORACIÓN FLUJOS DE TESORERÍA	2020	2021	2022	2023	2024
RAIT (EBIT)	-92.435	57.308	116.242	134.660	197.344
Impuestos	23.109	-14.327	-29.060	-33.665	-49.336
NOPLAT	-69.326	42.981	87.181	100.995	148.008
Amortizaciones	318.425	326.683	337.115	346.503	354.953
Inversión en CC	59.022	-17.639	2.673	-8.691	-18.733
Inversión en ANC	317.139	-82.575	-104.317	-93.885	-84.497
FTL	625.261	269.450	322.652	344.921	399.731
VR					7.170.243
CMPC (WACC)					
Valor Actual FTL	592.244	241.745	274.191	277.637	304.765
Valor Actual VR					5.466.778
Valor operativo de la empresa (Business value)					7.157.359
Activo No Operativo	371.536				
Deuda	2.504.007				
Valor PN (Equity)					5.024.888

Fuente: Tabla de elaboración propia través de CCAA (CNMV).

Como se puede observar en la tabla, al predecir unos datos más pesimistas de las ventas, el valor operativo de la empresa pasa de 8.786.870€ a 7.157.359 € (-18.5%). El valor de la empresa cambia de 6.654.399 a 5.024.888 (-24.5%). Como se puede observar, disminuir las previsiones de las ventas en un 15%, destruye valor en un 24,5%.

- Amortizaciones

VALORACIÓN FLUJOS DE TESORERÍA	2020	2021	2022	2023	2024
RAIT (EBIT)	-164.530	23.139	110.431	159.555	249.876
Impuestos	41.132	-5.785	-27.608	-39.889	-62.469
NOPLAT	-123.397	17.355	82.823	119.667	187.407
Amortizaciones	451.535	444.090	442.259	440.703	439.379
Inversión en CC	41.424	-27.391	1.395	-10.575	-23.057
Inversión en ANC	491.161	49.634	12.203	10.377	8.823
FTL	860.722	483.687	538.681	560.171	612.552
VR					10.987.773
CMPC (WACC)					
Valor Actual FTL	815.272	433.954	457.773	450.898	467.026
Valor Actual VR					8.377.361
Valor operativo de la empresa (Business value)					11.002.285
Activo No Operativo		371.536			
Deuda		2.504.007			
Valor PN (Equity)					8.869.814

Fuente: Tabla de elaboración propia través de CCAA (CNMV).

Para estimar si la variable de la amortización crea o destruye valor, se ha cambiado el porcentaje de amortización del inmovilizado material de un 10% a un 15%, y por consiguiente, también se ha producido un cambio en la vida útil del inmovilizado, disminuyendo de 10 a 6,68 años. Esto ocasiona, un descenso del resultado antes de interés e impuestos, de esta manera, se pagan menos impuestos (menor salida de flujos de capital). En definitiva, que se incremente el porcentaje de amortización y se disminuya la vida útil, hacen que se cree valor para la empresa, alcanzando una cifra de 8.869.814 (un incremento del 33%).

- Inversión en capital circulante e inversión en activo no corriente

Igual que se ha explicado anteriormente, un aumento en el capital circulante y en el activo no corriente, origina una destrucción de valor para la empresa, debido a que al restar la variación del capital circulante o la de activo no corriente para el cálculo de los flujos de caja, resta valor a los propios flujos.

Para analizar estos parámetros, se van a utilizar los ratios de los días de cobro a los clientes y la inversión en inmovilizado tangible e Intangible.

Ante unas expectativas más pesimistas, se va a cobrar más tarde por parte de los clientes, variando de 29 a 40 días y se va a aumentar las inversiones en Inmovilizado tangible en los años del 2021 al 2024 hasta 200.000 y en inmovilizado intangible en los años del 2021 hasta el 2024 hasta los 60.000.

VALORACIÓN FLUJOS DE TESORERÍA	2020	2021	2022	2023	2024
RAIT (EBIT)	-34.901	138.209	212.243	243.195	321.799
Impuestos	8.725	-34.552	-53.061	-60.799	-80.450
NOPLAT	-26.176	103.657	159.182	182.396	241.349
Amortizaciones	318.425	332.683	345.515	357.063	367.457
Inversión en CC	10.369	-35.154	-6.368	-17.562	-31.093
Inversión en ANC	317.139	-142.575	-128.317	-115.485	-103.937
FTL	619.759	258.610	370.011	406.412	473.776
VR					8.498.450
CMPC (WACC)					
Valor Actual FTL	587.032	232.020	314.437	327.133	361.219
Valor Actual VR					6.479.437
Valor operativo de la empresa (Business value)					8.301.278
Activo No Operativo	371.536				
Deuda	2.504.007				
Valor PN (Equity)					6.168.807

Fuente: Tabla de elaboración propia través de CCAA (CNMV).

Como se puede observar en la tabla, esto causa, que los flujos de tesorería disminuyan, junto con el valor residual, haciendo que el valor de la empresa disminuya y por tanto se destruya dicho valor. Teniendo un valor de la empresa de 6.168.807 (una disminución del 7,3%).

7. CONCLUSIÓN

El trabajo realizado sobre la valoración de la empresa NH Hotel Group, ha permitido obtener el valor de la empresa según los diferentes métodos de valoración y ha puesto de manifiesto las diferencias existentes en función no sólo del método empleado sino del momento escogido. Podemos señalar que no todos los métodos de valoración son igualmente adecuados para cualquier empresa, esto depende de los resultados obtenidos por la empresa, del sector en el que se encuentra y de la situación del mercado. Pero, además, buena parte del éxito para calcular el valor justo de la empresa depende del arte del valorador para manejar los números y, a partir de los datos de situación actuales, realizar la mejor estimación posible de los rendimientos futuros de la empresa, algo que como se ha visto reflejado tras la pandemia del COVID-19 es altamente incontrolable.

Para hacer una correcta interpretación de los métodos de valoración, hay que estudiar previamente la evolución del mercado y sus expectativas futuras, al igual que realizar un análisis sobre la estructura contable de la empresa.

El apartado más importante del trabajo es el desarrollo de los diferentes métodos de valoración, de esta forma se extrae el método que proporciona el valor más aproximado a la realidad de la empresa.

Para poder realizar una comparación de los datos de la empresa y poder realizar las estimaciones oportunas según las circunstancias económicas, se ha analizado la valoración de la empresa en dos periodos de tiempo diferentes, antes y después de la pandemia del COVID-19, de esta manera, se permitirá interpretar cuanto varía el valor de una empresa ante un entorno de crisis y de incertidumbre.

Los valores obtenidos en ambos periodos de tiempo son los que se exponen en la siguiente tabla, expresados en miles de euros.

	31/12/2019	01/05/2020
VALOR BURSÁTIL	1.839.325	1.272.624
VALOR NETO CONTABLE	1.275.493	970.736
MÉTODO INDIRECTO	6.649.834	965.439
MÉTODO DIRECTO	17.816.235	1.064.969
MÉTODO U.E.C	1.567.115	792.277
MÉTODO C.P.N.E	1.369.848	740.754
MÉTODO FCF	1.250.209	6.654.399

Fuente: Tabla de elaboración propia través de CCAA (CNMV). Valor de la empresa según los diferentes métodos de valoración.

Como se observa en la tabla, el valor NH Hoteles Group es muy cambiante en función del método empleado.

Además, al ser una compañía que cotiza en el mercado de valores, se podrá verificar cual es el método que resulta más apropiado en comparación con el valor de mercado de la cadena hotelera, realizando inversiones si la compañía este infravalorada o desinversiones cuando la compañía se encuentra en una situación de sobrevaloración. El valor de la capitalización bursátil de la compañía a 31/12/2019 es 1.839.325 miles de euros y de 1.272.624 miles de euros el 01/05/2020.

Después de analizar los diferentes métodos de valoración, se puede observar que el valor de la empresa en ambos periodos de estudio, en los métodos que dan un valor mas aproximado a la realidad, está sobrevalorado por el mercado.

En definitiva, debido a que las estimaciones pronosticadas tras la pandemia son pesimistas, los valores proporcionados para el 31/12/2019 son superiores a los del 01/05/2020 en todos los métodos, excepto para el método del descuento de flujos de efectivo, esto se debe al coste de oportunidad, porque en dicho periodo la rentabilidad de la empresa es negativa y la rentabilidad del mercado es aún más bajista. En consecuencia, el método de descuento de caja no es fiable ante situaciones de crisis.

Una vez, obtenido el valor de la empresa en ambos periodos de tiempo, se han identificado los factores que hacen que en una empresa se cree o se destruya valor. Los parámetros que hacen que NH Hotel Group aumente el valor de su empresa son el incremento de las ventas, el porcentaje de amortización y la disminución de la inversión en capital circulante e activo no corriente.

Aunque la valoración de NH Hotel Group según nuestras previsiones no lo refleje, el método de descuento de los flujos de fondos es considerado por muchos catedráticos y analistas, el método de valoración más apropiado, porque tiene en cuenta la capacidad de la empresa para generar dinero para los propietarios de las acciones en el futuro.

Para finalizar y dar por concluido el trabajo, hay que resaltar que, aunque la aplicación de los métodos sea uniforme, la valoración es un aspecto subjetivo y variará en función de las expectativas estimadas de quién la realiza.

He podido realizar este trabajo gracias a la formación obtenida en el Máster de Auditoría, el cual me ha permitido obtener una mejor visión del entorno microeconómico y macroeconómico, me ha proporcionado las herramientas necesarias para tratar de enfocar con la mayor precisión posible los procesos de valoración de una empresa, al igual que me ha permitido hacer un correcto análisis de la información financiera de la empresa.

Hay que añadir, que en un futuro cercano me gustaría poder complementar esta formación académica con la experiencia profesional.

8. BIBLIOGRAFÍA

✓ Amat Salas, O, (2008): “Análisis Económico- Financiero”. Editorial : Gestión 2020

✓ Arroyo, R. (2019): “Deloitte, Pwc, EY y KPMG crecen un 7.85% por el empuje de la consultoría” Fuente: Diario Expansión

<https://www.expansion.com/empresas/2019/04/09/5caba904e5fdeae66f8b45e5.html>

✓ Bain & Company y Ernst & Young (2020): “Impacto de Covid-19 en la hostelería en España” Fuente: EY

[https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-bain-company-impacto-de-covid-19-en-hosteleria-en-espana/\\$FILE/ey-bain-company-impacto-de-covid-19-en-hosteleria-en-espana.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-bain-company-impacto-de-covid-19-en-hosteleria-en-espana/$FILE/ey-bain-company-impacto-de-covid-19-en-hosteleria-en-espana.pdf)

✓ Europa Press (2020): “El turismo en España y en el mundo, en datos y gráficos”. Fuente: Epdata

<https://www.epdata.es/datos/turismo-espana-mundo-datos-graficos/272>

✓ Fernández, P. (2008):” Métodos de valoración de empresas” Editorial: Gestión 2000

https://books.google.es/books?id=b3s5Fq8Oe_kC&hl=es&source=gbs_ViewAPI&printsec=frontcover&redir_esc=y%20-%20v=onepage&q&f=true#v=onepage&q&f=false

✓ García López, R. (2020): “Evolución del turismo mundial según la Organización Mundial del Turismo” Fuente: Aprende de Turismo.org

<https://www.aprendedeturismo.org/evolucion-del-turismo-mundial-segun-la-organizacion-mundial-del-turismo/>

✓ Gil, A.M. (2009): “Marco conceptual de la valoración de empresas”. Editorial : Civitas

✓ Jiménez Naharro, F. y De la Torre Gallegos, A. (2017): “Valoración de empresas y análisis bursátil.” Editorial: Pirámide

✓ Mallo, C, (1998): “Contabilidad de Costes y Gestión” . Editorial: Pirámide

✓ NH Hotel Group (2020). “Información General de la empresa”

<https://www.nh-hoteles.es/corporate/es/sobre-nh>

<https://www.nh-hoteles.es/corporate/es/accionistas-e-inversores/informacion-financiera>

✓ Palepu, K., Healy P. y Bernard V. (2002): “Análisis y valuación de negocio mediante estados financieros. Editorial: International Thomson.

✓ Por Agencias (2020): “El turismo internacional se desplomará hasta un 60-80% en 2020 (OMT)”. Fuente: Turiski

<https://www.turiski.es/el-turismo-internacional-se-desplomara-hasta-un-60-80-en-2020-omt/>

- ✓ Reilly, R. & Schweih, R. (2004): “The Handbook of business valuation and intellectual property analysis” Editorial: McGraw- Hill.
- ✓ Rivero Torre, P, (1998): “Análisis por ratios de los estados financieros” Editorial : Civitas.
- ✓ Rojo, A. y De Lema, D. (2006): “La Valoración de Empresas en España: un estudio empírico Firm valuation in Spain: an empirical research”. Revista Española de Financiación y Contabilidad, 35 (132) pp 913-34.
- ✓ Sánchez Silva, C. (2020): “El turismo afronta el peor año de su historia” Fuente: Periódico El País

<https://elpais.com/economia/2020-04-18/el-turismo-afronta-el-peor-ano-de-su-historia.html>

8.1 OBTENCIÓN BASES DE DATOS

- ✓ Bolsa de Madrid (2020). “Datos de la capitalización y cotización de NH Hotel Group”

<https://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0161560018>

- ✓ Bolsa de Madrid (2020) : “Rentabilidad del Mercado”

<https://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Mercados/Precios.aspx?indice=ESI100000000&punto=indice>

- ✓ CNMV (2020).” Cuentas anuales NH Hotel Group”

<https://www.cnmv.es/portal/consultas/IFA/ListadoIFA.aspx?id=0&nif=A28027944>

- ✓ Damodaran (2020): “Betas del sector hotelero”

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

- ✓ Expansión/Datosmacro (2020): Prima de riesgo

<https://datosmacro.expansion.com/prima-riesgo/espana?dr=2020-01>

- ✓ Expansión/Datosmacro (2020): "Rentabilidad libre de riesgo”

<https://datosmacro.expansion.com/bono/espana?dr=2020-02>