



Universidad
Zaragoza

Trabajo Fin de Grado

Valoración de una empresa multinacional: Grupo Meliá Hotels International

Autora

Lucía Nieto Obón

Director

José Antonio Laínez Gadea

Programa Conjunto Derecho y Administración y Dirección de Empresas

Facultad de Economía y Empresa

Curso 2023/2024

INFORMACIÓN Y RESUMEN

Título del trabajo: Valoración de una empresa multinacional: Grupo Meliá Hotels International.

Title of the Final Degree Project: Valuation of a multinational company: Meliá Hotels International Group.

Autora del trabajo: Lucía Nieto Obón.

Director del trabajo: José Antonio Laínez Gadea.

Titulación a la que está vinculado: Programa Conjunto Derecho y Administración y Dirección de Empresas (DADE), Facultad de Economía y Empresa, Universidad de Zaragoza.

RESUMEN

Gran parte de los conflictos que surgen en el mundo económico, están asociados a problemas financieros relacionados con la asignación de valor a la empresa. Es por ello que el presente trabajo tiene por objeto la valoración del Grupo Meliá Hotels International.

Esta actividad profesional requiere en primer lugar el análisis del Grupo. Para ello, en este trabajo se ha procedido al estudio del entorno y del sector donde opera, así como un análisis interno del Grupo definiendo su propuesta de valor. Esto ha sido posible gracias al empleo de algunas herramientas de análisis, tales como la matriz DAFO.

En segundo lugar, se ha llevado a cabo el estudio pormenorizado de los distintos métodos de valoración de empresas, centrandó la aplicación práctica de la valoración del Grupo Meliá en tres métodos, por considerarse los más relevantes y extendidos en la práctica por los expertos. Los métodos que han sido empleados son: el método del patrimonio ajustado, de descuento de flujos y el método de valoración por múltiplos.

Finalmente, se han comparado y analizado los resultados obtenidos por los tres métodos, pudiendo emitir una serie de conclusiones acerca de la valoración del Grupo Meliá Hotels International.

ABSTRACT

Most of the conflicts that arise in the economic world are associated with financial problems related to the assignment of value to the company. This is the reason why the purpose of this paper is the valuation of the Meliá Hotels International Group.

This professional activity requires first of all the analysis of the Group. To this end, this work has involved a study of the environment and the sector in which it operates, as well as an internal analysis of the Group, defining its value proposition. This has been possible thanks to the use of some analysis tools, such as the SWOT matrix.

Secondly, a detailed study of the different company valuation methods has been carried out, focusing the practical application of the Meliá Group's valuation on three methods, as they are considered the most relevant and widespread in practice by experts. The methods that have been used are: the adjusted equity method, the discounted cash flow method and the multiples valuation method.

Finally, the results obtained by the three methods have been compared and analyzed, enabling a series of conclusions to be drawn regarding the valuation of the Meliá Hotels International Group.

ÍNDICE DE CONTENIDOS

| | |
|---|-----------|
| 1. PRESENTACIÓN, OBJETO Y ALCANCE DEL TFG..... | 6 |
| 2. ANÁLISIS DE LA EMPRESA “MELIÁ HOTELS INTERNATIONAL”..... | 8 |
| 2.1. Descripción del sector turístico y hotelero. | 8 |
| 2.2. Descripción del Grupo meliá hotels internacional..... | 13 |
| 2.3. Matriz dafo. | 14 |
| 3. MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS. MARCO CONCEPTUAL..... | 15 |
| 3.1. Aspectos conceptuales claves y determinantes de la valoración..... | 15 |
| 3.1.1. Valoración de empresas..... | 15 |
| 3.1.2. Factores que deben tenerse en cuenta en la valoración de empresas. | 15 |
| 3.1.3. Diferencia entre valor y precio. | 16 |
| 3.2. Principales modelos de valoración. Clasificación..... | 16 |
| 3.2.1. Modelos estáticos..... | 16 |
| 3.2.2. Modelos dinámicos | 17 |
| 3.2.3. Modelos mixtos..... | 17 |
| 3.2.4. Métodos a aplicar en la valoración de la empresa “meliá hotels internacional”. | 18 |
| 4. MÉTODO DEL PATRIMONIO AJUSTADO O DE VALORES CONTABLES. | 19 |
| 4.1. Objetivos y metodología. | 19 |
| 4.2. Valor contable de la compañía. | 20 |
| 4.3. Considerar posible fortaleza de la marca. | 20 |
| 4.4. Considerar posible valor de la marca. | 21 |
| 4.5. Considerar posible valor de los activos y cartera de productos. | 21 |
| 4.6. Considerar posible reputación corporativa..... | 22 |
| 4.7. Considerar posible contribución a la excelencia del entorno laboral..... | 22 |
| 4.8. Valoración del patrimonio neto ajustado de la empresa “meliá hotels internacional”. | 22 |
| 5. MÉTODO DE DESCUENTO DE FLUJOS. | 24 |
| 5.1. Objetivos y metodología. | 24 |
| 5.2. Análisis histórico..... | 26 |
| 5.3. Proyecciones financieras..... | 29 |
| 5.3.1. Estimación de las tasas de descuento..... | 32 |
| 5.3.2. Coste de los recursos propios..... | 33 |
| 5.3.3. Coste de los recursos ajenos. | 34 |
| 5.3.4. Cálculo de la tasa de descuento (wacc)..... | 35 |
| 5.4. Valor terminal o residual. | 37 |
| 5.5. Valor de la empresa (enterprise value). | 38 |
| 5.6. Valor del patrimonio o de las acciones de la empresa (equity value). | 38 |
| 5.7. Análisis de sensibilidad..... | 39 |

| | |
|---|-----------|
| 6. MÉTODO DE VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS..... | 41 |
| 6.1. Objetivos y metodología. | 41 |
| 6.2. Análisis de la empresa objetivo y selección de empresas comparables..... | 41 |
| 6.3. Selección de los múltiplos a aplicar. | 42 |
| 6.4. Aplicación de los múltiplos a la empresa y rango de valoración obtenido..... | 43 |
| 7. CONCLUSIONES..... | 46 |
| 8. BIBLIOGRAFÍA..... | 49 |
| 9. ANEXOS | 51 |

1. PRESENTACIÓN, OBJETO Y ALCANCE DEL TFG.

El presente Trabajo de Fin de Grado (TFG) tiene como objeto de estudio la valoración de una empresa multinacional, concretamente del Grupo Meliá Hotels International.

La elección del tema es debida a la gran importancia que tiene la valoración de empresas para la profesión del economista en general, siendo necesaria en múltiples de sus actividades: informes periciales, auditoría, concursal, consultoría, etc. Además, es también un tema capital para los distintos grupos de interés o *stakeholders* de una compañía. Se van a presentar múltiples ocasiones que exigen valorar una empresa o negocio. Así, los objetivos de la valoración pueden atender, entre otras, a:

- Operaciones de compra-venta.
- Operaciones de M&A (Fusiones y Adquisiciones) que exigen conocer el valor de negocios o empresas para determinar el precio.
- Valoración de activos intangibles.
- Herencias y testamentos.
- Procesos judiciales y de arbitraje.
- Fijar los precios de salida a bolsa de una compañía.
- Valorar empresas que cotizan en bolsa.
- Planificación estratégica: tomar decisiones estratégicas sobre la viabilidad de una idea o modelo de negocio, la continuidad de la empresa, etc.
- Establecer sistemas de remuneración en base a la creación de valor: es decir, cuantificar la creación de valor que se puede atribuir a los directivos encargados de la gestión de la compañía.
- Establecer sistemas de remuneración a los accionistas en función del valor de la compañía.

Una vez justificada la importancia del tema objeto de estudio, resulta interesante enfocar la valoración hacia el sector del turismo, en concreto el sector hotelero, el cual pertenece al sector servicios, motor de la economía española. Según el Instituto Nacional de Estadística (INE), en el año 2022 el sector terciario supuso el 74,6% del Producto Interior Bruto (PIB), siendo la aportación del turismo a la economía española del 12,2%. Además, en el año 2022, el sector turístico fue responsable de casi el 14% del total de los puestos de trabajo del país.

Concretamente, se ha centrado la valoración en el Grupo Meliá, por ser una de las cadenas hoteleras españolas más conocidas e implantadas tanto en el plano nacional como internacional, habiendo mantenido e incluso superado sus cifras y logros después de la pandemia mundial de la COVID-19 vivida en 2020, cuyo principal impacto fue en el turismo. A pesar de ello, Meliá ha conseguido mantenerse en los puestos más altos de los *rankings*, siendo un gran referente y líder mundial en su sector.

En lo que respecta al alcance del presente trabajo y la metodología a seguir, en primer lugar, se llevará a cabo un análisis cualitativo de la compañía. En este punto, se elaborará una matriz DAFO, en la cual se realizará un análisis interno y externo, teniendo en cuenta la situación de la empresa, su propuesta de valor que le permite diferenciarse de la competencia, la evolución del sector en el que opera, así como otros rasgos del entorno nacional e internacional.

En el siguiente punto, se tratará de dar un enfoque más teórico, definiendo algunos conceptos clave para la valoración y explicando brevemente los distintos métodos existentes de valoración, para finalmente dar paso al análisis cuantitativo, aplicando todo lo explicado hasta el momento. El presente TFG se centrará en los tres métodos principales, por considerarse los más útiles y extendidos en la práctica profesional de valoración, concretamente:

- Método del patrimonio ajustado o de valores contables.
- Método de descuento de flujos.
- Método de valoración por múltiplos.

El principal objetivo que se persigue con la realización de este trabajo es ofrecer una valoración del Grupo Meliá. Para ello, después del análisis y estudio exhaustivo de los distintos puntos desarrollados en este trabajo, se procederá a la interpretación, comparación y análisis de los resultados de valoración obtenidos por los distintos métodos seleccionados, los cuáles permitirán emitir unas conclusiones de valoración del Grupo Meliá.

2. ANÁLISIS DE LA EMPRESA “MELIÁ HOTELS INTERNATIONAL”.

2.1. Descripción del sector turístico y hotelero.

Como ya se ha apuntado anteriormente, el sector servicios constituye el eje vertebrador de la economía española, representando prácticamente tres cuartas partes del peso en nuestra economía (en torno al 74,5% del PIB cada año).

La economía internacional del año 2020 estuvo marcada por la pandemia mundial vivida por la COVID-19, la cual afectó a unos sectores más que a otros. Las severas restricciones a la movilidad supusieron una caída descomunal en el sector del turismo y del hotelero en particular.

Sin embargo, ha sido en el año 2022 en el que se ha recuperado la normalidad en cuanto al comportamiento del turismo a nivel mundial.

A nivel nacional, el turismo se recupera con fuerza a pesar de que todavía no ha llegado a las cifras del año 2019, que fue un año *record*. Las siguientes figuras muestran la evolución de las principales magnitudes a nivel nacional y mundial:

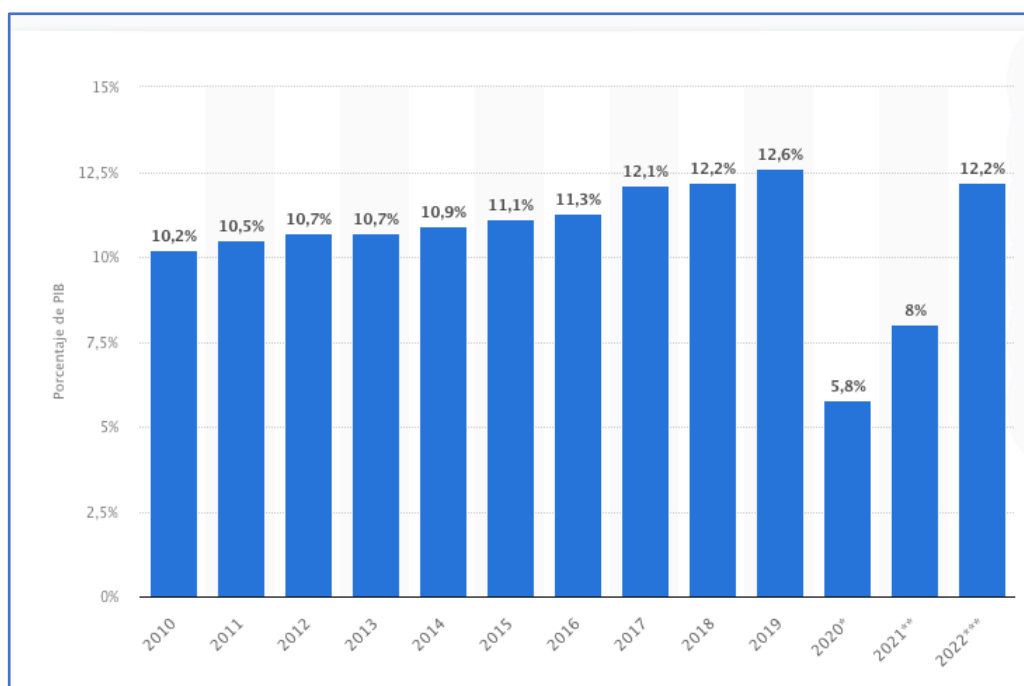


Figura 2.1: Porcentaje del PIB aportado por el sector turístico en España de 2010 a 2022.

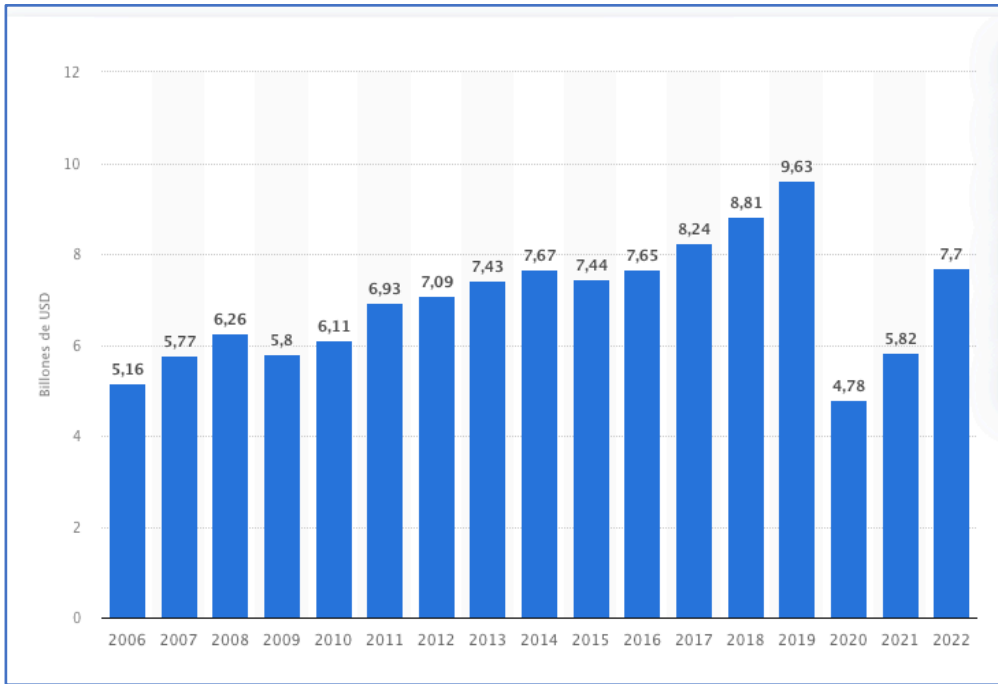


Figura 2.2: Evolución de la aportación del sector turístico al PIB en el mundo de 2013 a 2022 (en billones de dólares).

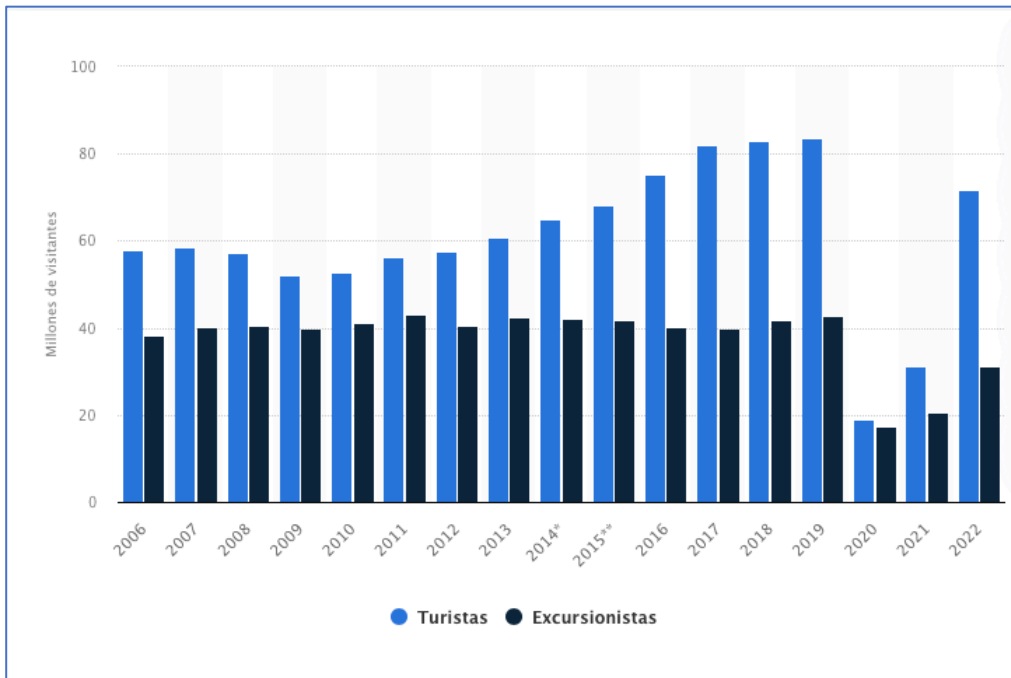


Figura 2.3: Evolución anual del número de visitantes internacionales en España de 2006 a 2022, por tipo (en millones de visitantes)

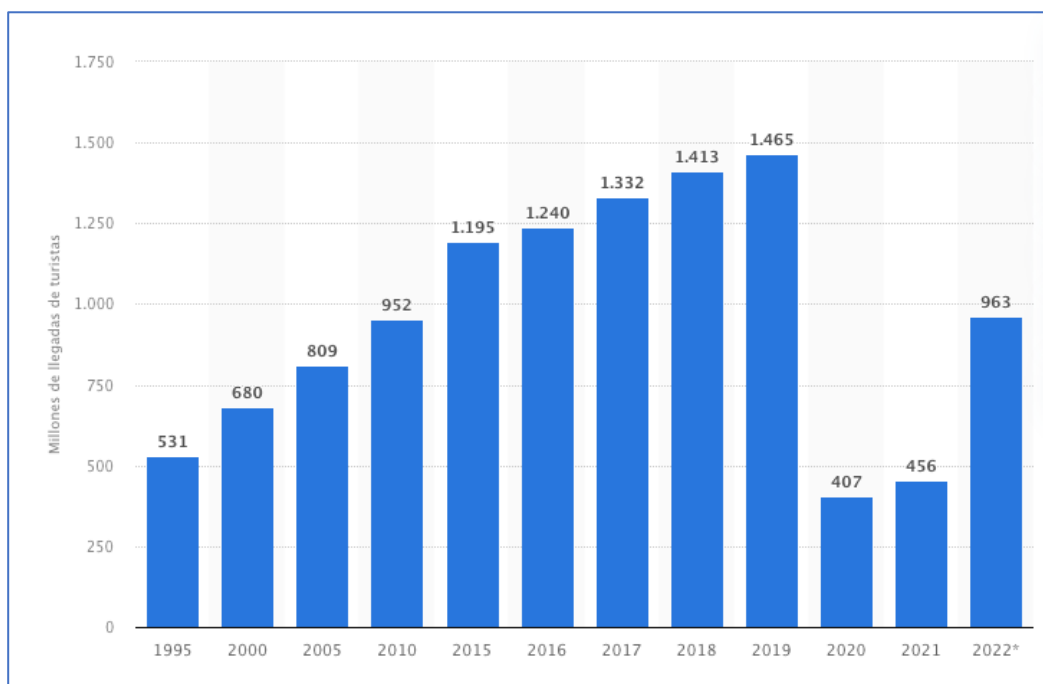


Figura 2.4: Evolución del número de llegadas de turistas internacionales en el mundo entre 1995 y 2022 (en millones de turistas)

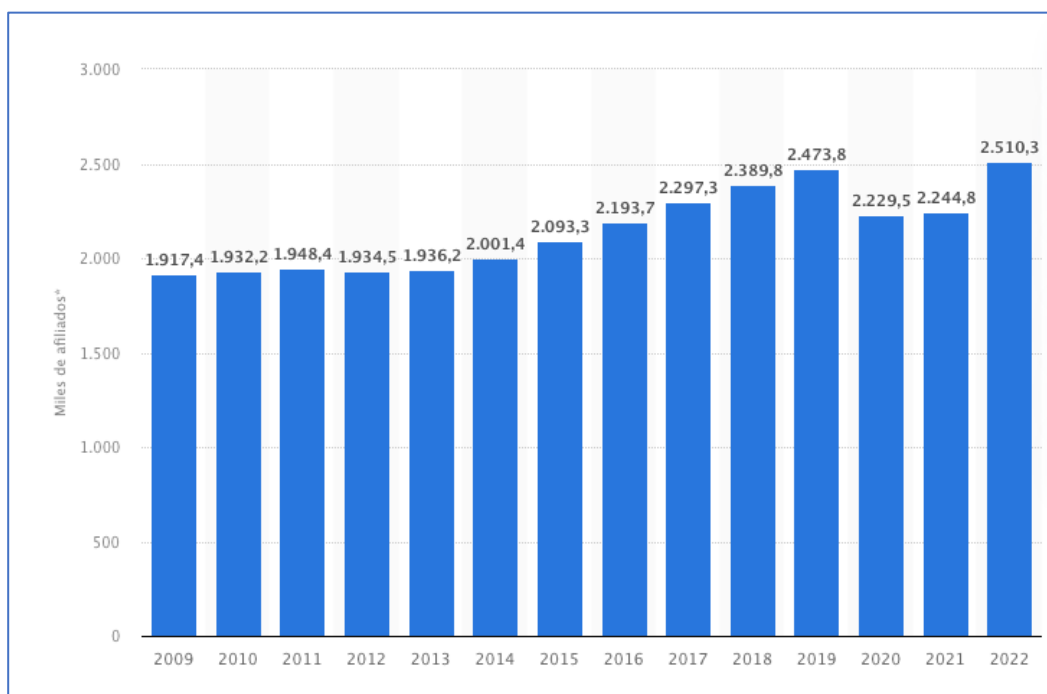


Figura 2.5: Media anual de trabajadores afiliados a la Seguridad Social en las actividades del sector turístico en España de 2009 a 2022 (en miles de personas).

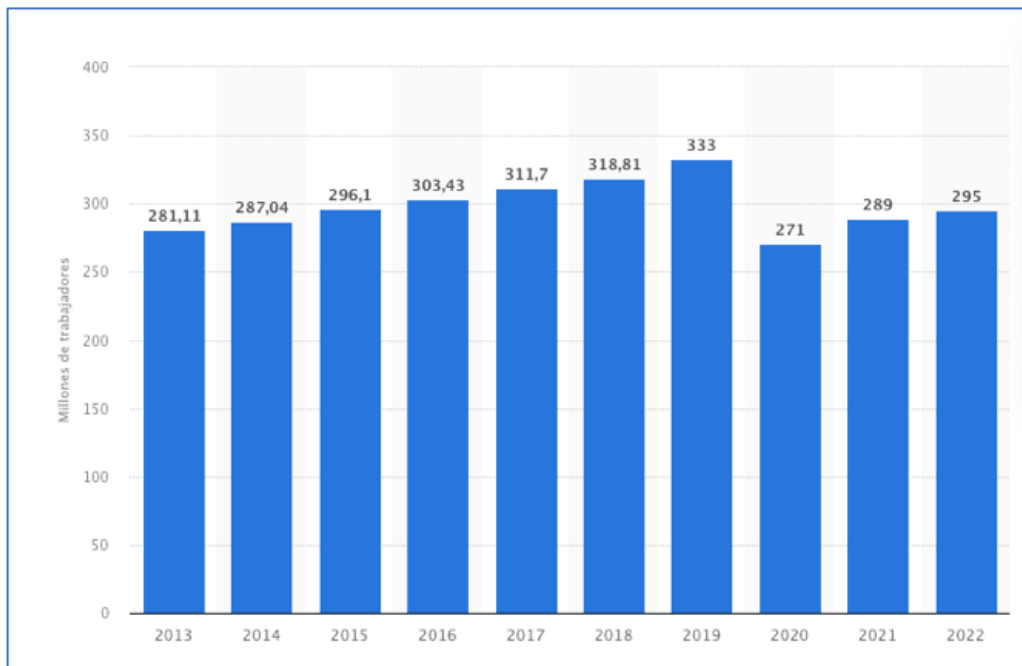


Figura 2.6: Evolución de la aportación del sector turístico al empleo en el mundo de 2013 a 2022 (en millones de trabajadores).

Para Meliá, el año 2022 ha resultado excelente para el turismo, pues se han recuperado los niveles prepandemia. Tal y como establece el informe anual de *Brand Finance España 100 2022*, la mayor cadena hotelera española (Meliá) logró reducir sus pérdidas un 67,6% en 2021 frente a 2020, llegando incluso a incorporar nuevos establecimientos.

Además, Meliá es la marca española dentro del sector del turismo que mayor mejoría presenta con respecto a los niveles del año 2021. En 2021 presentó una caída del 65% y en 2022 su valor se ha visto incrementado en un 6,4%, como se puede observar en la siguiente imagen:

| Marcas que remontan considerablemente su valor en 2022 respecto caídas en 2021 | 2022 | 2021 | 2020-2022 |
|---|-------------|-------------|------------------|
| Air Europa | 10,7% | -33,1% | -25,9% |
| Elecnor | 15,1% | -34,3% | -24,4% |
| Meliá | 6,4% | -65,0% | -62,7% |
| Merlin Properties | 15,5% | -55,8% | -49,0% |
| Vueling | 0,6% | -31,9% | -31,5% |

Brand Finance España 100 2022

Tabla 2.1: Marcas que remontan considerablemente su valor en 2022 respecto a caídas en 2021. Fuente: Brand Finance España 100 2022.

Finalmente, cabe resaltar que Meliá es la segunda cadena que más incrementó su valor de marca durante 2022, presentando un crecimiento del 131,6%. Esto se explica, de una parte por la recuperación del turismo y hostelería, sectores duramente golpeados por la pandemia y, por otra parte, se debe a la propuesta de valor de Meliá que le permiten destacar por encima de sus competidores.

Los sorprendentes resultados de Meliá durante y después de la pandemia responden principalmente a su capacidad de reinventarse, adaptarse y reactivar la industria. A raíz de esta crisis global, los intangibles han cobrado especial relevancia, sobre todo la sostenibilidad, innovación y digitalización, ámbito en el que Meliá se posiciona como líder, habiendo recibido múltiples reconocimientos en cuanto a la sostenibilidad de sus hoteles y respeto al medio ambiente. Su gestión eficiente de estos activos, junto con una acertada estrategia basada en la capacidad de anticipar y capitalizar las tendencias emergentes, le ha llevado a obtener unos resultados extraordinarios, destacando tanto en el plano nacional como en el internacional.

Adicionalmente, Meliá ha sido plenamente capaz de adaptarse a los cambios sociales demandantes de una propuesta de valor holística relacionada con la salud y el bienestar, la creciente digitalización y la personalización de la experiencia de cliente.

2.2. Descripción del Grupo Meliá Hotels International.

Meliá Hotels International es una cadena hotelera española cuyo origen se sitúa en Palma de Mallorca. Allí, en el año 1956 su fundador Gabriel Escarrer Juliá decidió abrir su primer hotel en régimen de alquiler. Aprovechó el boom de los años 60 para ampliar su área geográfica, expandiéndose por toda España.

En 1985 tiene lugar uno de los primeros grandes hitos de la compañía, con la apertura de un hotel internacional en Bali, seguida de la adquisición de la cadena hotelera Meliá en 1987. En la década de los 90 se produce la expansión de la compañía a América Latina y en 1996 Meliá es la primera cadena hotelera en el plano europeo en cotizar en bolsa.

En 2002 se posicionó como la primera cadena hotelera española, siendo en 2008 la tercera de Europa y la número 12 a nivel mundial, alcanzando unos beneficios netos correspondientes a ese ejercicio de 51,2 millones de euros.

En el año 2011, la compañía abandona su nombre corporativo Sol Meliá, para convertirse en Meliá Hotels International.

Actualmente, Meliá Hotels International cuenta con 7 marcas reconocidas, gestionando más de 380 hoteles en más de 40 países con presencia en los 4 continentes. A lo largo de su historia, ha recibido numerosos premios y reconocimientos, de entre los cuales destacan: marca hotelera más valiosa de España (Brand Finance, 2019), mejor ejecutivo del año (XXVII Premios Revista Ejecutivos, 2017), mejor cadena hotelera del mundo en el segmento ocio lujo (Leisure Lifestyle Awards of Global Traveler, 2017), etc. Todo ello, convierte al Grupo Meliá en una de las cadenas hoteleras más reconocidas en todo el mundo.

Meliá Hotels pretende alcanzar un resultado bruto de explotación para este ejercicio 2023 de, al menos, 475 millones de euros. Además, mantiene el objetivo de firmar 30 nuevos hoteles, con un crecimiento de más de 8.000 habitaciones en 2023.

2.3. Matriz DAFO.

Para concluir el análisis del Grupo Meliá, resulta conveniente realizar un estudio de las debilidades y fortalezas (análisis interno), así como de las amenazas y oportunidades (análisis externo) a las que se enfrenta Meliá en la actualidad. La herramienta de análisis más adecuada para llevar a cabo esta tarea es la matriz DAFO, la cual se ha elaborado a partir de las cuentas anuales consolidadas del Grupo, y recabando datos de distintos periódicos y sitios web, citados adecuadamente en el apartado de bibliografía.

Finalmente se ha llegado a la elaboración de la siguiente matriz:



Ilustración 2.1: Matriz DAFO del Grupo Meliá Hotels International. Fuente: elaboración propia.

3. MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS. MARCO CONCEPTUAL.

3.1. Aspectos conceptuales claves y determinantes de la valoración.

3.1.1. Valoración de empresas.

La valoración de empresas es la metodología aplicada para la obtención de la estimación más fiable posible sobre el valor real de una compañía. La valoración de empresas no es una auditoría ni un informe de cumplimiento o revisión, es un trabajo orientado a que el profesional que valora una empresa, partiendo de unas cifras y estados financieros que considera válidos, se centra en las áreas críticas para detectar los elementos creadores de valor. No es una ciencia exacta, donde no se obtiene una cifra exacta, única e irrefutable, sino que existe cierta discrecionalidad a la hora de determinar la misma o un rango de valor de la misma.

Esta actividad de valoración, debe ser realizada por expertos en la materia atendiendo a diversos métodos de valoración. Ninguno de ellos goza de ser ideal para lograr una buena valoración. Cada empresa tiene sus particularidades, por lo que se debe valorar conforme a varios métodos, puesto que cada uno se enfoca en aspectos diferentes.

3.1.2. Factores que deben tenerse en cuenta en la valoración de empresas.

Antes de llevar a cabo la actividad de valoración de una empresa, hay que delimitar los factores que influyen en el valor real de dicha compañía. La valoración de empresas es un trabajo técnico y financiero de investigación, en la que influyen factores conductores de valor. Algunos de estos factores que deben considerarse en la valoración son:

- Activos tangibles: maquinaria, propiedades, inventario, etc.
- Activos intangibles: marcas comerciales, patentes.
- Pasivos: deudas pendientes de pago.
- Métricas financieras: rentabilidad, riesgo, beneficios anuales, ingresos, etc.
- Rendimiento en el mercado: la posición del negocio frente a la competencia.
- Factores externos, que influyen en la valoración.

3.1.3. Diferencia entre valor y precio.

En el contexto de compra o adquisición de empresas, el precio es la cifra por la cual se ha llevado a cabo el acuerdo, es la cantidad económica que finalmente se paga por la adquisición de una determinada compañía. El precio es objetivo, fruto de un proceso de negociación entre oferta y demanda, que vincula a ambas partes. Cuando se hace referencia a estas cifras, se habla de precios.

Sin embargo, el valor que tiene la compañía adquirida suele ser superior al precio que se ha pagado por la misma, valor y precio rara vez coinciden. Esto evidencia la subjetividad del concepto de valor. Además, el valor de esa compañía será diferente dependiendo de la persona o momento en el que se valore, dependerá de la utilidad que le reporte y sus necesidades concretas. Así, el valor para el comprador no será el mismo que para el vendedor.

Por tanto, el bien o servicio adquirido será muy caro si el precio es superior al valor que le aporta al comprador y muy barato si el valor para el mismo es superior al precio que ha pagado para su adquisición.

3.2. Principales modelos de valoración. Clasificación.

3.2.1. Modelos estáticos

Los modelos estáticos son aquellos que sólo tienen en cuenta la situación presente de una empresa a la hora de valorarla. Parten de su balance actual. Son métodos muy tradicionales y limitados, pues no tienen en cuenta su capacidad futura de generar beneficios, es decir, no considera a la empresa como un negocio en marcha, si no como una simple suma de activos y pasivos. Proporcionan el valor de una empresa desde una perspectiva estática, sin considerar la evolución del sector, ni otros factores no reflejados en los estados financieros.

No obstante, pueden resultar de utilidad en ciertas ocasiones, como por ejemplo en la liquidación de una sociedad.

3.2.2. Modelos dinámicos

A diferencia de los estáticos, los modelos dinámicos tienen en cuenta las expectativas de la empresa, sin dejar de lado su situación pasada y actual. Éstos se caracterizan por incluir en su cálculo:

- Las variables fundamentales conductoras de valor, que incluyen las expectativas de generar flujos financieros.
- Mecanismos de generación de valor y de predicción de las variables fundamentales.
- Estimación e integración del riesgo asociado a los flujos financieros.

Atendiendo a estos requisitos, existen tres modelos dinámicos:

1. Modelo de Descuento de Flujos de Caja (MDFC).
2. Modelo de Opciones Reales (MOR).
3. La valoración relativa o valoración por múltiplos de empresas comparables (VR).

La principal diferencia entre los dos primeros es la forma en la que tratan la incertidumbre. El último método (VR) es considerado como un atajo o simplificación del método de descuento de flujos de caja (MDFC). Este último es muy utilizado en la práctica debido sobre todo a su inmediatez y a la utilización de menos hipótesis.

3.2.3. Modelos mixtos

Los modelos mixtos son el punto intermedio entre los modelos estáticos y los dinámicos. Aportan un punto de vista mixto, es decir, parten de la visión estática que aportan los estados financieros de una empresa y añaden cierto dinamismo tratando de cuantificar aquellos elementos intangibles capaces de generar valor para la empresa en el futuro.

Estos elementos intangibles son principalmente el fondo de comercio. Este es el valor adicional de la empresa por encima de su valor contable. El fondo de comercio está compuesto por aquellos activos intangibles que posee una empresa que no quedan reflejados en el balance. Ese valor adicional del fondo de comercio, se debe sumar al activo contable si se quiere llevar a cabo una correcta valoración de una empresa, expresando su valor real. Así:

$$\text{valor de la empresa} = \text{valor de su activo neto} + \text{valor del fondo de comercio}$$

Sin embargo, estos métodos en la práctica son poco utilizados debido a la inexistencia de unanimidad metodológica a la hora de calcular el fondo de comercio, pues en muchas ocasiones es un proceso muy arbitrario.

3.2.4. Métodos a aplicar en la valoración de la Empresa “Meliá Hotels International”.

No todos los métodos son apropiados para todas las empresas y circunstancias. El primer paso en la práctica profesional de la valoración de empresas es elegir aquellos métodos de valoración que mejor se ajusten a la naturaleza y circunstancias de la empresa objeto de análisis en la fecha de referencia.

Debido a que son los principales métodos y más utilizados en la actividad de valoración de empresas, se van a emplear los tres siguientes:

- Método de valores contables.
- Método de descuento de flujos de caja.
- Método de valoración por múltiplos.

4. MÉTODO DEL PATRIMONIO AJUSTADO O DE VALORES CONTABLES.

4.1. Objetivos y metodología.

El método del valor contable de una sociedad hace referencia al valor de los recursos propios que aparecen en el balance. Se refiere por tanto al valor en libros de dicha compañía, calculado como el valor del patrimonio neto que aparece en sus estados financieros, o lo que es lo mismo, los activos menos sus pasivos.

$$\text{Patrimonio Neto} = \text{Activo} - \text{Pasivo}$$

Aunque es un método de valoración estático, que no tiene en cuenta las expectativas, es muy utilizado en la práctica como punto de partida para ofrecer una primera imagen de valor de una empresa, y, una vez concluido utilizar otros métodos diferentes, para completar y ajustar esa valoración. Es por esta razón por la que hemos escogido este método como primera referencia de valoración, para completarla después con los resultados obtenidos por los otros dos métodos.

El objetivo de la actividad profesional de valoración de empresas es obtener la estimación más próxima al valor real de una empresa. Para ello se utiliza el método de valor contable ajustado. Este último consiste en aproximar el valor contable de la empresa en libros a la situación patrimonial real de la compañía, realizando los ajustes pertinentes en los activos y pasivos para reflejar la situación real de la empresa, así como sumar otros activos que no figuran en el balance y suponen una generación de beneficios para la misma.

La metodología a seguir será la siguiente:

- Calcular el valor contable de la compañía.
- Ajustar el valor contable obtenido considerando lo siguiente:
 - Posible valor de la marca y cartera de productos.
 - Innovación y desarrollo.
 - Capital humano e intelectual.
 - Otros posibles activos y pasivos.
- Valoración del Patrimonio Neto Ajustado de la Empresa “Meliá Hotels International”.

4.2. Valor contable de la compañía.

En el Anexo 1 se contienen el balance consolidado y la cuenta de pérdidas y ganancias del Grupo Meliá Hotels International correspondientes al ejercicio cerrado a 31 de diciembre de 2022. Como se puede observar en el balance, el valor de los fondos propios a 31 de diciembre de 2022 asciende a 445.850 miles de euros.

A partir de esta cifra base, se ha llevado a cabo una labor de investigación, considerando así cualquier otro ajuste o activo no reflejado en los estados financieros de la compañía.

4.3. Considerar posible fortaleza de la marca.

Uno de los aspectos que debemos tener en consideración para ajustar el valor contable de Meliá es su fortaleza y su valor de marca.



Ilustración 4.1: Top 10 Marcas más Fuertes en España, 2022. Fuente: Brand Finance 100 Spain 2022.

Como se ve en el Informe Brand Finance 100 Spain 2022, Meliá ocupa la sexta posición de las empresas españolas en cuanto a la fortaleza de marca, teniendo 82,3 puntos sobre

100 y una calificación AAA-. El análisis realizado por Brand Finance muestra que, de media, las marcas más fuertes fueron más resistentes a los efectos de la pandemia.

Sin embargo, a pesar de que la fortaleza de marca, como es obvio incrementa el valor del Grupo, no se tienen datos suficientes para cuantificar esa sexta posición que ocupa en el ranking de fortaleza de marca. Por lo tanto, esta información queda únicamente reflejada por su importancia, pero no tiene efectos reales en esta valoración.

4.4. Considerar posible valor de la marca.

Además, según el ranking de Kantar BrandZ de las marcas españolas más valiosas, Meliá Hotels ocupa el puesto número 29. Este informe tiene en cuenta la capitalización bursátil de la compañía y el valor otorgado por los propios consumidores, situando el valor de Meliá en 280 millones de euros. Este ranking sí que cuantifica el valor de la marca y, por tanto, se tendrá en cuenta en la valoración.

4.5. Considerar posible valor de los activos y cartera de productos.

En lo que respecta al valor de los activos de Meliá, según la valoración de los mismos llevada a cabo por el Grupo especializado CBRE, estos se han elevado a 4.641 millones de euros, cifra que también se tendrá en cuenta a la hora de ajustar el valor en libros de la compañía.

Para ello, sumaremos del balance consolidado del Grupo: el inmovilizado material, derechos de uso, inversiones inmobiliarias e inversiones valoradas por el método de la participación. Esto da un resultado de 3.311.726 (miles de euros).

Habrá que reconocer un incremento de valor de 1.329.274 miles de euros, es decir, la diferencia entre 4.641.000 y 3.311.726 miles de euros, y sumarla al valor contable.

Esquemáticamente, la cifra que se tendrá en cuenta y por tanto se sumará al valor contable de la compañía se ha obtenido de la manera que sigue (todas las cantidades expresadas en miles de euros):

| | |
|--------------------------------|------------------|
| Valoración de Activos CBRE | 4.641.000 |
| Valor de activos en el Balance | 3.311.726 |
| Diferencia (plusvalía) | 1.329.274 |

Tabla 4.1: Valor de los activos del Grupo Meliá Hotels International. Fuente: elaboración propia.

4.6. Considerar posible reputación corporativa.

Otro de los factores a tener en cuenta en este método es la reputación corporativa de las empresas. En el caso del Grupo Meliá, atendiendo al ranking merco (monitor empresarial de reputación corporativa) ocupa el puesto número 25, con una puntuación de 6.187. Puntuación no cuantificable y por tanto no tenida en cuenta en la presente valoración.

4.7. Considerar posible contribución a la excelencia del entorno laboral.

Finalmente, cabe resaltar los numerosos premios que ha obtenido Meliá a lo largo de su trayectoria en cuanto al empleo, gestión del talento y compromiso con las personas. De hecho, en 2022 fue reconocida como empresa “top employer 2022” en España, Méjico y República Dominicana, siendo una de las empresas que más contribuye a la excelencia del entorno laboral en esos países.

De la misma forma, aunque claramente son generadores de valor para el Grupo, no pueden cuantificarse estos reconocimientos obtenidos, y por tanto no son tenidos en cuenta en la presente valoración.

4.8. Valoración del Patrimonio Neto Ajustado de la empresa “Meliá Hotels International”.

Finalmente, una vez obtenido el valor contable, es decir el valor del patrimonio neto de Meliá que aparece en el balance de sus estados financieros correspondientes al año 2022, así como todos los factores que se han analizado anteriormente, los cuales aumentan su valor, se procede a valorar el patrimonio neto ajustado de la empresa, en la siguiente tabla, todo expresado en miles de euros:

| | |
|--|------------------|
| VALOR CONTABLE | 445.850 |
| VALOR DE MARCA | 280.000 |
| VALOR ADICIONAL DE LOS ACTIVOS | 1.329.274 |
| VALOR DE MELIÁ HOTELS INTERNATIONAL | 2.055.124 |

Tabla 4.2: Valor del Grupo Meliá Hotels International según el método del patrimonio ajustado. Fuente: elaboración propia.

De esta forma, aplicando todo lo anterior a la valoración, se determina el valor del Grupo Meliá Hotels International resultante con este método en la cifra de 2.055 millones de euros.

5. MÉTODO DE DESCUENTO DE FLUJOS.

5.1. Objetivos y metodología.

El modelo de descuento de flujos de caja es el más utilizado en la práctica profesional de valoración de empresas. Según los autores, los métodos basados en el descuento de flujos son los más recomendables y con mayor rigor metodológico, pues superan los problemas de los métodos anteriores.

Como ya se ha mencionado en apartados anteriores, es un método dinámico que parte de la premisa de empresa en funcionamiento y gestión continuada de la sociedad. Considera que el valor de una empresa está determinado por el valor actual de la tesorería que dicha empresa es capaz de generar en el futuro, descontados a una tasa de descuento de capital, la cual refleje de manera apropiada el escenario de riesgo en el que dicha tesorería se genera.

Así pues, el valor de la empresa, según el modelo de descuento de flujos, dependerá de su capacidad para generar rentas en el futuro y del riesgo en su obtención. La expresión formal de estos modelos es la que sigue:

$$V = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{Q_i}{(1+k)^i}$$

Siendo (Q_i) = representación de los flujos generados por la empresa, y

(k) = la tasa de descuento aplicada.

De la fórmula se deduce que una empresa vale tanto más cuanto más tesorería sea capaz de generar en el futuro, siendo el valor de la misma menor cuanto mayor sea el nivel de riesgo asociado a la capacidad de generar tesorería.

Llegados a este punto, resulta conveniente diferenciar entre el *enterprise Value* o valor de los negocios (EV) y el *equity Value* o valor de las acciones de la sociedad (EqV). Primero se obtendrá el valor del negocio (EV) descontando los flujos disponibles tanto para los accionistas como para los proveedores de deuda, a una tasa de descuento correspondiente al coste medio ponderado de capital después de impuestos (WACC).

Después se obtendrá el *equity Value* (EqV), descontando los flujos de caja disponibles para los accionistas, a una tasa de descuento equivalente al coste de los recursos propios (k_e).

En lo que respecta a la metodología que se va a desarrollar en los siguientes apartados para la estimación de los flujos futuros de rentas, es la que sigue:

- i. En primer lugar, es necesario un conocimiento profundo de la empresa y del sector: análisis sectorial y de la compañía, propuesta de valor que diferencia al Grupo Meliá de la competencia, análisis DAFO, etc (ver apartado segundo del presente TFG).
- ii. Análisis de la evolución del Grupo en el pasado: se procederá a analizar históricamente la compañía, considerando un periodo temporal de 5 años, es decir, desde 2018 a 2022. Para ello, obtendremos los flujos libres de caja correspondientes a dichos años con la información procedente de las cuentas anuales consolidadas del Grupo empresarial: balance, cuenta de resultados y memoria.
- iii. Estimación del futuro en función del pasado, si se mantienen las circunstancias actuales y pasadas: a partir de los flujos de caja de los años anteriores, se calcularán las proyecciones financieras, considerando también un periodo temporal de 5 años (de 2023 a 2027, ambos inclusive). Se considera que un periodo de 5 años es adecuado para reflejar con certeza la realidad esperada de los negocios, pues permitirá definir con cierta seguridad unas hipótesis razonables de futuro para estimar los flujos de caja susceptibles de generar. Para calcular las proyecciones de los flujos de caja, se establecerán las principales hipótesis a aplicar sobre los estados financieros del histórico.
- iv. En cuarto lugar, se estimarán las tasas de descuento, las cuales se utilizarán para calcular el valor actual neto de los flujos de caja proyectados y también para calcular el valor residual o terminal.
- v. En última instancia se calculará como se ha indicado anteriormente el *enterprise value* y seguidamente el *equity value*, llevando a cabo finalmente un análisis de sensibilidad de cada una de estas magnitudes.

De acuerdo con esta metodología el valor de mercado del Grupo Meliá Hotels International, coincidirá con el valor actual de los flujos de caja susceptibles de generación en un futuro por el Grupo.

5.2. Análisis histórico.

El primer paso, tal y como se ha mencionado, es llevar a cabo el análisis histórico de las principales cifras o magnitudes del Grupo para así poder inferir cómo podrán evolucionar en el futuro.

Esta revisión analítica de datos históricos se realiza a partir de las cuentas anuales consolidadas (memoria, balance y cuenta de pérdidas y ganancias, principalmente) correspondientes a los ejercicios cerrados a 31 de diciembre de los años 2018 a 2022.

Partiendo de esta información histórica, se llega al valor presente a la fecha de valoración de los Flujos Libres de Caja (*free cash flow*) generados por la sociedad durante el periodo correspondiente a los cinco años anteriores. Para cada año, el *free cash flow* se ha calculado como la suma algebraica de:

| |
|--|
| BENEFICIO OPERATIVO ANTES DE IMPUESTOS |
| + |
| AMORTIZACIONES |
| - |
| IMPUESTO SOBRE SOCIEDADES OPERATIVO |
| - |
| INVERSIONES |
| + - |
| VARIACIONES EN FONDO DE MANIOBRA |
| = |
| FLUJO LIBRE DE CAJA (FLC) |

Ilustración 5.1: Fórmula de los FLC. Fuente: "Valoraciones de empresas: el método de descuento de flujos de caja" REC.

Tal y como se ha mencionado anteriormente, los FLC serán distintos según se calcule el *enterprise value* o el *equity value*, pues para la obtención del *equity value* se deberán

considerar además los gastos financieros de la empresa objeto de valoración a la hora de calcular el Impuesto sobre Sociedades Operativo.

Así pues, la diferencia en la obtención de ambos valores radica en el cálculo del Impuesto sobre Sociedades Operativo, permaneciendo todas las demás magnitudes idénticas.

En definitiva, para el valor total de la empresa (EV), el Impuesto sobre Sociedades seguirá la siguiente expresión:

$$\text{IS (Enterprise Value)} = (\text{EBITDA} - \text{Amortizaciones}) * \text{tipo efectivo}$$

Por otra parte, el Impuesto sobre Sociedades correspondiente al valor de la empresa para los accionistas (EqV) se calculará de la manera que sigue:

$$\text{IS (Equity Value)} = (\text{EBITDA} - \text{Amortizaciones} - \text{Gastos Financieros}) * \text{tipo efectivo}$$

Siguiendo la expresión anterior se ha llegado a los siguientes Impuestos sobre Sociedades Operativos, así como a los FLC correspondientes al *enterprise value* y al *equity value*, respectivamente, todo ello expresado en miles de euros:

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|----------------------|------------------|------------------|-------------------|-------------------|------------------|
| +EBITDA | 500.898 | 477.910 | -151.531 | 125.529 | 430.759 |
| -AMORT | 241.649 | 258.916 | 276.279 | 270.419 | 284.873 |
| IMPUESTO (EV) | 55.479,29 | 46.864,72 | -91.551,34 | -31.006,46 | 31.219,60 |

*Tabla 5.1: Cálculo del Impuesto sobre Sociedades del EV.
Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas del Grupo Meliá.*

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|--------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| +EBITDA | 500.898 | 477.910 | -151.531 | 125.529 | 430.759 |
| +INVERSIONES EN EL INMOVILIZADO | - | - | - | 67.075 | 101.607 |
| -VARIACIONES EN EL FONDO DE MANIOBRA | -78.732 | 9.443 | -265.126 | -84.916 | 54.434 |
| -IMPUESTOS | 55.479 | 46.865 | -91.551 | -31.006 | 31.220 |
| FLUJO LIBRE DE CAJA (EV) | 524.151 | 421.602 | 205.146 | 308.526 | 446.712 |

Tabla 5.2: Flujos Libres de Caja correspondientes al EV de los años 2018-2022. Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas del Grupo Meliá.

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|-----------------------|------------------|------------------|-------------------|-------------------|------------------|
| +EBITDA | 500.898 | 477.910 | -151.531 | 125.529 | 430.759 |
| -AMORT | 241.649 | 258.916 | 276.279 | 270.419 | 284.873 |
| -GF | 31.762,00 | 33.069,00 | 33.328,00 | 39.157,00 | 45.488,00 |
| IMPUESTO (EqV) | 48.682,22 | 39.787,95 | -98.683,53 | -39.386,06 | 21.485,17 |

Tabla 5.3: Cálculo del Impuesto sobre Sociedades del EqV. Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas del Grupo Meliá.

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|--------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| +EBITDA | 500.898 | 477.910 | 151.531 | 125.529 | 430.759 |
| +INVERSIONES EN EL INMOVILIZADO | - | - | - | 67.075 | 101.607 |
| -VARIACIONES EN EL FONDO DE MANIOBRA | -78.732 | 9.443 | 265.126 | -84.916 | 54.434 |
| -GF | 31.762 | 33.069 | 33.328 | 39.157 | 45.488 |
| -IMPUESTO | 48.682 | 39.788 | -98.684 | -39.386 | 21.485 |
| FLUJO LIBRE DE CAJA (EqV) | 499.186 | 395.610 | 178.951 | 277.749 | 410.958 |

Tabla 5.4: Flujos Libres de Caja correspondientes al EqV de los años 2018-2022. Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas del Grupo Meliá.

Conviene apuntar que los datos se han extraído de las cuentas anuales consolidadas del Grupo, publicadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

El tipo efectivo que se ha considerado para el cálculo del Impuesto sobre Sociedades es el 21,40%, por ser el tipo efectivo sobre la base imponible en el Impuesto de Sociedades establecido por la Agencia Tributaria.

Siguiendo con las magnitudes para la obtención del Impuesto de Sociedades, los Gastos Financieros han sido extraídos de la partida “financiación bancaria” de la cuenta de Pérdidas y Ganancias correspondientes a cada uno de dichos años.

En lo que respecta a las inversiones en el inmovilizado, estas corresponden con la cifra de CAPEX que refleja la memoria. El término "Capex" es una abreviatura de "Capital Expenditure," que en español se traduciría como "Gasto de Capital" o "Inversión en Bienes de Capital." Se refiere a los fondos que una empresa invierte en la compra, mantenimiento o mejora de activos de largo plazo, que se utilizan en el proceso de producción o para el funcionamiento continuo del negocio. Es por ello que se ha tomado esta cifra por considerarse la que mejor refleja esta magnitud. En los tres primeros años no se han tenido en cuenta inversiones en el inmovilizado por no aparecer la cifra de CAPEX en la memoria y no pudiéndola obtener ni estimar por ningún medio fiable, lo más prudente es no considerarla para esos años.

Como es lógico, en el año 2020 se observan resultados anómalos, como consecuencia de la pandemia mundial vivida en dicho periodo y que, como ya se comentó en apartados anteriores, tanto afectó al sector que nos ocupa: turismo y especialmente al sector hotelero, consecuencia de las restricciones a la movilidad. En la presente tabla se observa que los efectos de la pandemia se prolongaron; aunque en menor medida; hasta finales de 2021, logrando Meliá la total recuperación en el año 2022 y la vuelta a la “normalidad”.

Si tuviésemos en cuenta los Flujos de Caja Libres correspondientes a este año 2020, evidentemente distorsionaría el cálculo de las proyecciones y consecuentemente, la actividad de valoración en sí.

Es por esto que resulta conveniente “eliminarlo” a efectos de la valoración, de cara a la estimación de las proyecciones financieras y a fin de obtener una valoración del Grupo *Meliá Hotels International* fiable y realista, que se ajuste a la realidad.

5.3. Proyecciones financieras.

Una vez completado el análisis histórico del Grupo Meliá y calculados los Flujos de Caja Libres correspondientes a los 5 años inmediatamente anteriores a la fecha de valoración

(31 de diciembre de 2022), procede calcular la variación media de cada una de dichas magnitudes para, de esta forma, permitir el cálculo de las proyecciones financieras.

Para el cálculo de la variación media y de las proyecciones se tendrán en cuenta los años 2018, 2019, 2021 y 2022, tal y como se ha mencionado anteriormente, resultando la siguiente tabla:

| | Variaciones interanuales | | | Variación Media | VAR. MEDIA AJUSTADA |
|-------------------------------------|--------------------------|-----------|-----------|-----------------|---------------------|
| | 2018-2019 | 2019-2021 | 2021-2022 | | |
| EBITDA | -5% | -74% | 243% | 55% | 10,3% |
| INVERSIONES | - | - | 51% | 51% | 10,0% |
| VARIACIONES EN EL FONDO DE MANIOBRA | - | - | - | 24.942,75 | 18,0% |
| IMPUESTOS | -18% | -199% | -155% | -124% | - |
| AMORTIZACIONES | 7% | 4% | 5% | 6% | 5,6% |
| GF | 4% | 18% | 16% | 13% | 13% |

Tabla 5.5: Variación media ajustada de algunas magnitudes. Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas del Grupo Meliá.

Como se puede observar en la tabla, se han calculado las variaciones interanuales y algunos de ellos se han ajustado para obtener porcentajes realistas que permitan la estimación fiable, ajustada a la realidad de los flujos de caja que obtendrá el Grupo a futuro. Concretamente:

- En lo que respecta a la variación del beneficio operativo antes de impuestos (EBITDA), se ha tomado la estimación que hace *Hosteltur* del EBITDA de Meliá para el año 2023, la cual ha sido publicada en varios periódicos. *Hosteltur* lo estima en 475.000 miles de euros. Por ello, se ha calculado la variación media de esta magnitud como la variación entre 2022 y la estimación que hace *Hosteltur* para 2023, resultando el porcentaje de 10,3%.
- En lo que respecta a las inversiones, observamos que han aumentado de un año para otro en un 51%. En vista a que sólo tenemos datos correspondientes a dos años, y que el crecimiento medio del EBITDA lo estimamos en torno al 10%, consideramos razonable estimar esta magnitud en el mismo porcentaje.

- En cuanto al fondo de maniobra, se ha calculado la media de las variaciones del fondo de maniobra correspondientes a los 4 años y, ese resultado se ha dividido entre el fondo de maniobra del año inicial (2018), obteniéndose así la variación del fondo de maniobra a proyectar en los años siguientes, como se indica en la tabla.
- Siguiendo con el impuesto sobre sociedades operativo, se ha ajustado aplicando las fórmulas expresadas anteriormente para su cálculo para cada uno de los años, tanto para el *enterprise value* como para el *equity value*, pues es considerada la forma de estimación más razonable.
- Finalmente, las amortizaciones y los gastos financieros presentan una variación media constante, por lo que se considera que es razonable y no deben someterse a ningún ajuste.

Una vez calculadas las variaciones de estas seis magnitudes y, en su caso, ajustadas, obtenemos las tablas de las proyecciones financieras de los Flujos Libres de Caja (expresadas todas las cantidades en miles de euros) para los próximos 5 años. Los FLC proyectados se han obtenido aplicando el porcentaje ajustado de variación media interanual de cada magnitud, calculados en la tabla anterior, al valor de dicha magnitud correspondientes al año anterior de forma progresiva, tal y como sigue:

| | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|--------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| +EBITDA | 475.000 | 523.785 | 577.580 | 636.900 | 702.313 |
| +INVERSIONES EN EL INMOVILIZADO | 111.767 | 122.944 | 135.238 | 148.762 | 163.638 |
| -VARIACIONES EN EL FONDO DE MANIOBRA | 64.236 | 75.803 | 89.453 | 105.561 | 124.570 |
| -IMPUESTOS | 37.246 | 44.051 | 51.723 | 60.360 | 70.072 |
| FLUJO LIBRE DE CAJA (EV) | 485.285 | 526.875 | 571.642 | 619.741 | 671.309 |

Tabla 5.6: Proyecciones de FLC del EV correspondientes a los años 2023 a 2027. Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas del Grupo Meliá.

| | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|--------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| +EBITDA | 475.000 | 523.785 | 577.580 | 636.900 | 702.313 |
| +INVERSIONES EN EL INMOVILIZADO | 111.767 | 122.944 | 135.238 | 148.762 | 163.638 |
| -VARIACIONES EN EL FONDO DE MANIOBRA | 64.236 | 75.803 | 89.453 | 105.561 | 124.570 |
| -GF | 51.355 | 57.979 | 65.456 | 73.899 | 83.430 |
| -IMPUESTO | 26.256 | 31.643 | 37.715 | 44.546 | 52.218 |
| FLUJO LIBRE DE CAJA (EqV) | 444.920 | 481.303 | 520.193 | 561.656 | 605.733 |

Tabla 5.7: Proyecciones de FLC del EqV correspondientes a los años 2023 a 2027. Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas del Grupo Meliá.

5.3.1. Estimación de las tasas de descuento.

El siguiente peldaño en la metodología del modelo de descuento de flujos de caja es el cálculo de las tasas de descuento a aplicar. Estas vendrán determinadas por el cálculo del coste medio ponderado de capital (CMPC) o también denominada *The Weighted Average Cost of Capital* (WACC). Esta será la tasa de descuento que se empleará para el cálculo del valor total de la empresa o *enterprise value*, mientras que para el *equity value* se utilizará el coste de los recursos propios (k_e) como tasa de descuento.

La aplicación de esta tasa de descuento es generalmente aceptada en la actividad profesional de la valoración de empresas, correspondiéndose con la rentabilidad mínima exigida al activo por las distintas fuentes de financiación en función del nivel de riesgo que cada una asume. Es la media ponderada de los costes de capital de todas las fuentes de financiación. La ponderación se realizará en función del porcentaje que representa cada una de ellas en el pasivo total.

Por lo tanto, para el cálculo ambas las tasas de descuento, se requiere el cálculo de la fórmula del WACC:

$$\text{WACC} = \underbrace{\text{Coste proporcional recursos propios}}_{(K_e * (RP/RT))} + \underbrace{\text{Coste proporcional recursos ajenos}}_{(K_d * (1-t) * (RA/RT))}$$

Ilustración 5.2: Fórmula del WACC. Fuente: "Valoraciones de empresas" REC.

Así, para la obtención del WACC se tendrá en cuenta:

- La estructura financiera del Grupo, es decir, el porcentaje de recursos propios y ajenos sobre los recursos totales, donde RP son los recursos propios, RA los recursos ajenos y RT los totales.
- El coste de los recursos propios (k_e).
- El coste de los recursos ajenos (k_d), equivalentes al coste de oportunidad que exigirán los proveedores de recursos financieros (accionistas y acreedores financieros).

5.3.2. Coste de los recursos propios.

Como se ha señalado en ocasiones anteriores, se corresponde con la tasa de descuento a aplicar en el *equity value*. Es la rentabilidad mínima exigida por los accionistas del Grupo a los recursos en ella invertidos. Tiene en cuenta tanto el riesgo sistemático, como el riesgo específico de la compañía y presenta la fórmula que sigue:

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f) + \alpha$$

*Ilustración 5.3: Fórmula del coste de los recursos propios.
Fuente: "Valoraciones de empresas" REC.*

Donde:

R_f = tasa libre de riesgo

$R_m - R_f$ = prima de riesgo del mercado

β = coeficiente beta

alfa = coeficiente alfa

- La tasa libre de riesgo (R_f) hace referencia a la rentabilidad de un activo sin riesgo. Los activos más utilizados para determinar la tasa libre de riesgo son los títulos de deuda pública. Para ello, se ha tomado como referencia las obligaciones del Estado a 10 años, con fecha de subasta: 16/11/2023.
- En lo que respecta a la prima de riesgo del mercado ($R_m - R_f$), para su estimación se ha utilizado el enfoque basado en observaciones históricas del Grupo Meliá,

por ser el más utilizado. A partir del dato obtenido en el sitio web *Infrontanalytics* (7%), se ha ajustado a la baja ya que se considera que el mercado en el que opera Meliá es más estable, considerando razonable por tanto el valor del 6%.

- En cuanto al coeficiente beta (β) hace referencia a la volatilidad (variación de la rentabilidad) de las acciones de la empresa con respecto al índice general del mercado. Es el riesgo sistemático o de mercado de las acciones de la empresa. Mide el riesgo de la empresa dado su sector y sus características de negocio. El valor de β se ha extraído del índice o estudio Damodaran 2023, por considerar un estimador muy fiable y muy utilizado en la práctica.
- Finalmente, el coeficiente alfa toma en consideración el riesgo específico del negocio en concreto, teniendo en cuenta factores como el tamaño, cuotas de mercado, innovación tecnológica, etc. Es muy difícil de estimar, por lo que, no habiendo hallado evidencias razonables para su estimación, se ha considerado procedente estimarlo en torno al 2%, debido a la larga y consolidada trayectoria del Grupo Meliá, sorprendiendo con altos puestos en los *rankings* año tras año.

Una vez obtenidos todos los datos, el coste de los recursos propios se ha calculado como sigue:

| | |
|------------------------------------|----------------|
| $Ke = Rf + b(Rm - Rf) + a$ | |
| $Ke = 0,0361 + 1,06 * 0,06 + 0,02$ | |
| Ke = | 0,11970 |

*Tabla 5.8: Coste de los recursos propios del Grupo Meliá.
Fuente: elaboración propia.*

5.3.3. Coste de los recursos ajenos.

Se define como el coste medio de los recursos ajenos (pasivo exigible) remunerados que soporta la empresa, neto del efecto impositivo, o, lo que es lo mismo, la rentabilidad exigida por los proveedores de recursos ajenos de la sociedad.

Refleja las tasas actuales de interés de mercado más el riesgo específico de la empresa. Se ha calculado siguiendo la fórmula:

$$Kd = (Ki + Dif.) + (1-t)$$

*Ilustración 5.4: Fórmula del coste de los recursos ajenos.
Fuente: "Valoraciones de empresas" REC.*

Donde:

Ki = tipo de interés de referencia del mercado. Para su estimación se ha empleado el valor del EURIBOR a fecha de 16/11/2022.

Dif = prima de riesgo de la compañía en los mercados de deuda. Se considera apropiado estimarlo en torno al 4%, pues como se ha indicado anteriormente, se trata de un Grupo con muchos años de existencia y con una trayectoria impecable, que ya ha recuperado sus resultados y sus cifras después de la pandemia.

t = Tipo impositivo efectivo de la sociedad, correspondiente con el tipo impositivo del 21,4% establecido por la Agencia Tributaria, como se ha mencionado en apartados anteriores.

De esta forma el coste de los recursos ajenos ascendería a la cantidad siguiente:

| | |
|----------------------|---------------|
| $Kd = (Ki + Dif.)$ | |
| $Kd = (0,0416+0,04)$ | |
| Kd = | 0,0816 |

*Tabla 5.9: Coste de los recursos ajenos del Grupo Meliá.
Fuente: elaboración propia.*

5.3.4. Cálculo de la tasa de descuento (WACC).

Una vez calculado el coste de los recursos propios y ajenos, conviene calcular la estructura financiera del Grupo Meliá, para saber el porcentaje de recursos propios y ajenos sobre los recursos totales del Grupo, como ya hemos mencionado anteriormente. Estos datos serán necesarios para el cálculo de la tasa de descuento (WACC). La misma se ha calculado como sigue, a través del balance consolidado del Grupo del ejercicio cerrado a 31 de diciembre de 2022:

| | | | 2022 |
|----|------------------------------|---------|----------------|
| RP | Valor del equity | PN/PN+P | 10,25% |
| RA | Valor de los recursos ajenos | P/PN+P | 89,75% |
| RT | Recursos totales | RP+RA | 100,00% |

Tabla 5.10: Estructura financiera (en %) del Grupo Meliá.
Fuente: elaboración propia a partir del balance consolidado del Grupo del año 2022.

Así, calculados y desarrollados todos los datos numéricos necesarios, se obtiene el WACC de la siguiente manera:

| | |
|--|--------------|
| $WACC = (K_e \cdot (RP/RT)) + (K_d \cdot (1-t) \cdot (RA/RT))$ | |
| $WACC = (0,1197 \cdot (0,1025/1)) + (0,0816 \cdot (1-0,214) \cdot (0,8975/1))$ | |
| WACC = | 6,98% |

Tabla 5.11: Cálculo del WACC del Grupo Meliá. Fuente: elaboración propia.

Antes de calcular los valores residuales, se descuentan los flujos libres de caja generados en el periodo explícito de la proyección (5 años) al momento actual de valoración (31 de diciembre de 2022). Para ello, se calcula el valor actual neto de dichos flujos libres de caja, descontados a una tasa correspondiente al WACC (para el EV) y para el caso del EqV se descuentan a una tasa equivalente al coste de los recursos propios, tal y como sigue (en miles de euros):

| | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|---------------------------|---------------------|---------|---------|---------|---------|
| FLUJO LIBRE DE CAJA (FLC) | 485.285 | 526.875 | 571.642 | 619.741 | 671.309 |
| VAN (EV) | 2.332.884,95 | | | | |

Tabla 5.12: Cálculo del VAN correspondiente al EV. Fuente: elaboración propia.

| | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|---------------------------|---------------------|---------|---------|---------|---------|
| FLUJO LIBRE DE CAJA (FLC) | 444.920 | 481.303 | 520.193 | 561.656 | 605.733 |
| VAN (EqV) | 1.853.310,54 | | | | |

Tabla 5.13: Cálculo del VAN correspondiente al EqV. Fuente: elaboración propia.

5.4. Valor terminal o residual.

Llegados a este punto, teniendo en cuenta que las proyecciones financieras abarcan un periodo de 5 años, es probable que al final de dicho periodo aún le quede mucha vida a la empresa, por tanto, será necesario calcular el valor del grupo en dicho momento. Este valor del negocio se conoce como valor residual o valor terminal.

De las múltiples formas de calcular dicho valor residual, la más empleada es la de actualización de una renta perpetua del *cash flow* estimado a perpetuidad, al final del periodo de proyección, incorporando el crecimiento esperado. En este sentido, según indica el REC, la fórmula a emplear será la siguiente:

| | |
|-----|---------------------------|
| VR= | $\text{Flujo } n * (1+g)$ |
| | $(k-g) * (1+k)^n$ |

Siendo:

g = crecimiento esperado. Se ha empleado la estimación que hace Hosteltur, que prevé que en 2023, el PIB turístico crezca un 3%.

n = último año proyectado = 5.

k = tasa de descuento (correspondiente con el WACC para el valor total de la empresa, y con el coste de los recursos propios para el valor de la empresa para los accionistas, ya calculadas ambas en el apartado anterior).

Así, expresado en miles de euros, para el *enterprise value* obtenemos un valor residual de:

| | |
|------|--------------------------------|
| VR = | $671.309 * (1+0,03)$ |
| | $(0,0698-0,03) * (1+0,0698)^5$ |

| | |
|-------------|----------------------|
| VR = | 12.385.673,75 |
|-------------|----------------------|

Tabla 5.14: Cálculo del valor residual para el EV. Fuente: elaboración propia.

Por otra parte, el valor residual para el *equity value* es el que sigue:

| | |
|------|------------------------------------|
| VR = | $605.733 \cdot (1+0,03)$ |
| | $(0,1197-0,03) \cdot (1+0,1197)^5$ |

| | |
|------|---------------------|
| VR = | 3.952.006,27 |
|------|---------------------|

Tabla 5.15: Cálculo del valor residual para el EqV. Fuente: elaboración propia.

5.5. Valor de la empresa (enterprise value).

Como ya se ha comentado anteriormente, una vez obtenidos todos los datos; proyecciones financieras, tasas de descuento y valores residuales; en primer lugar, debe calcularse el valor total de la empresa o Grupo, es decir, el *enterprise value* (EV).

| |
|--|
| EV = valor actual de los flujos libres de caja generados + valor actual del VR + valor de los activos no afectos |
|--|

No habiendo activos no afectos expresados en las cuentas anuales y no pudiendo disponer por tanto de esta información, siguiendo esta expresión, se llega a un valor total del Grupo Meliá (expresado en miles de euros) de:

| | |
|------|--------------------------|
| EV = | $2.332.884 + 12.385.673$ |
| EV = | 14.718.558,70 |

Tabla 5.16: Cálculo del valor de la empresa (enterprise value). Fuente: elaboración propia.

5.6. Valor del patrimonio o de las acciones de la empresa (equity value).

Una vez obtenido el valor total de la empresa (*enterprise value*), se procede al cálculo del valor de las acciones de la sociedad (*equity value*). Para ello, se seguirá la siguiente expresión:

$$\text{EqV} = \text{valor actual de los flujos libres de caja generados} + \text{valor actual del VR} + \text{valor de los activos no afectados} - \text{deuda financiera neta}$$

Como ya se ha indicado en el apartado anterior, no figuran activos no afectados en las cuentas anuales y no se pueden estimar por ninguna vía, por tanto, estos no serán tenidos en cuenta en la valoración del Grupo.

En lo que respecta a la deuda financiera neta, se ha calculado como procede:

$$\text{Deuda Financiera Neta} = \text{deuda bancaria} - \text{tesorería} - \text{inversiones financieras a c/p}$$

$$\text{Deuda Financiera Neta} = 1.131.464 + 151.561 - 148.680 = 1.134.345$$

Calculadas cada una de las magnitudes que conforman la expresión anterior, se llega a un valor de la empresa (expresado en miles de euros) para los accionistas de:

| | |
|--------------|-----------------------------|
| EqV = | 1.853.310,54 + 3.952.006,27 |
| EqV = | 4.670.971,81 |

Tabla 5.17: Cálculo del valor del patrimonio (equity value).
Fuente: elaboración propia.

5.7. Análisis de sensibilidad.

Para concluir con el modelo de descuento de flujos de caja, se ha llevado a cabo un análisis de sensibilidad al cambio de valor ante modificaciones experimentadas en la proyección de los flujos de caja, en las tasas de descuentos, en el crecimiento esperado o en otras variables.

El objetivo que persigue este análisis de sensibilidad es medir cuánto de sensible es el modelo de valoración ante estos cambios.

Es por ello que a continuación, se muestra un análisis de sensibilidad del *enterprise value* ante variaciones en la tasa de descuento (WACC), así como en la tasa de crecimiento a perpetuidad (g):

| | | Tasa de crecimiento a perpetuidad (g) | | |
|------|-------|---------------------------------------|-------------------|------------|
| | | 2,0% | 3,0% | 4,0% |
| WACC | 7,45% | 11.160.304 | 13.150.845 | 16.295.322 |
| | 6,98% | 12.233.188 | 14.718.558 | 18.870.043 |
| | 6,45% | 13.736.180 | 17.031.156 | 23.015.909 |

Tabla 5.18: Análisis de sensibilidad del EV. Fuente: elaboración propia.

Por otro lado, también resulta conveniente realizar el análisis de sensibilidad para el *equity value*, ante variaciones en la tasa de descuento correspondiente (coste de los recursos propios) y la tasa de crecimiento a perpetuidad (g), constando el mismo en la siguiente tabla:

| | | Tasa de crecimiento a perpetuidad (g) | | |
|----|--------|---------------------------------------|------------------|-----------|
| | | 2,0% | 3,0% | 4,0% |
| Ke | 12,47% | 4.006.201 | 4.355.854 | 4.788.071 |
| | 11,97% | 4.274.582 | 4.670.972 | 5.166.832 |
| | 11,47% | 4.571.509 | 5.023.464 | 5.596.424 |

Tabla 5.19: Análisis de sensibilidad del EqV. Fuente: elaboración propia.

6. MÉTODO DE VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS.

6.1. Objetivos y metodología.

Los modelos relativos de valoración o también denominados modelos de múltiplos consisten en la obtención de una serie de ratios tomando como referencia de valor una variable de un conjunto de empresas comparables, y su posterior aplicación sobre las magnitudes de la sociedad objeto de valoración.

El método de valoración por múltiplos es en muchas ocasiones una referencia adecuada de valor de una empresa, sociedad o Grupo. Además, en general se utiliza como contraste de los resultados obtenidos en la aplicación del método de descuento de flujos, si estos coinciden, permite obtener un doble confort de valoración.

Adicionalmente, este método se caracteriza por su rapidez, sencillez y por ser un modelo muy práctico basado en los valores públicos del mercado.

Es por todo ello que se ha decidido emplear este método como el mejor complemento al modelo de descuento de flujos de caja, para ratificar la valoración del Grupo Meliá y poder así alcanzar conclusiones firmes que aporten seguridad.

Una vez descrito brevemente el método, así como el principal objetivo y justificación de su utilización, la metodología a seguir se concreta en los siguientes extremos:

- Análisis de la empresa objetivo.
- Selección de las empresas comparables.
- Selección de los múltiplos (variables que capturan el valor de la empresa objetivo).
- Cálculo de los datos de la empresa objetivo.
- Determinar un rango de valoración.

6.2. Análisis de la empresa objetivo y selección de empresas comparables.

En primer lugar, para llevar a cabo la selección más adecuada de las empresas comparables, conviene saber la actividad que desarrolla el Grupo Meliá, la historia de la empresa, análisis del sector en el que opera el Grupo y de los estados financieros.

Con base en la información recabada en el punto segundo del presente trabajo y en que el código CNAE del Grupo Meliá Hotels International es el 5510 correspondiente con

“Hoteles y alojamientos similares”, se puede proceder a la selección de las empresas comparables.

Es muy importante que se lleve a cabo una selección adecuada, deben ser empresas cotizadas, tener la misma actividad y tamaño parecido que la empresa objeto de la valoración. También resulta conveniente que compartan unas mismas perspectivas de negocio futuro, posición competitiva, estructura, volumen, crecimiento del negocio, así como una rentabilidad y apalancamiento similares.

Todos los anteriormente mencionados son los criterios que se han estudiado y empleado para seleccionar de la forma más completa y adecuada posible las siguientes empresas para en última instancia poder compararlas con Meliá.

De esta manera, dado que en España sólo cotiza en bolsa el Grupo hotelero NH, las empresas comparables que en base a estos criterios se han seleccionado son las siguientes: NH Hotel Group, Hilton Worldwide Holdings Inc., Marriott International, Inc., InterContinental Hotels Group PLC y Accor. Se trata de cadenas hoteleras pertenecientes a distintos países que, aunque cuentan con un volumen de tamaño, actividad y de operaciones bastante mayor que Meliá, en un principio pueden ser consideradas comparables a Meliá Hotels International atendiendo a su presencia global, cartera de marcas y segmentos de mercado atendidos.

6.3. Selección de los múltiplos a aplicar.

En lo que respecta a los indicadores y clases de múltiplos a aplicar, en el presente trabajo de fin de grado se han escogido tres, por considerarse los más apropiados y más extendidos en la actividad de valoración de empresas. Estos son los siguientes:

- La capitalización bursátil / EBITDA (en términos anuales),
- Capitalización bursátil / ventas (ingresos) anuales de las mencionadas empresas,
- PER (“Price Earning Ratio”) o también denominado relación precio-beneficio.

Además de ser muy utilizados en la práctica profesional de la valoración de empresas, se consideran los más adecuados para valorar el Grupo Meliá. En primer lugar, el EBITDA complementado con el volumen de ventas. En nuestra opinión, las variables que mejor capturan el valor de la empresa. Además, el EBITDA es el más utilizado para hacer una valoración de forma rápida de una empresa.

Finalmente, se ha considerado razonable utilizar en la valoración el PER, pues tiene en cuenta la rentabilidad inicial que obtiene el accionista cuando hace su inversión.

6.4. Aplicación de los múltiplos a la empresa y rango de valoración obtenido.

El siguiente paso es aplicar dichos múltiplos a las empresas comparables y a la empresa objeto de valoración. Todos los datos han sido extraídos de Google Finance. El resultado (expresadas todas las cantidades en miles de euros) de aplicar los múltiplos seleccionados a las empresas se detalla en la siguiente tabla:

| COMPAÑÍA | CAP. BURSÁTIL | EBITDA | VENTAS | CB/EBITDA | CB/VENTAS | PER |
|----------------------|---------------|-----------|-----------|--------------|-------------|--------------|
| NH | 1.841.010 | 312.130 | 1.722.360 | 5,9 | 1,1 | 12,8 |
| HILTON | 42.323.530 | 2.084.537 | 3.426.234 | 20,3 | 12,4 | 36,3 |
| MARRIOT | 59.693.143 | 3.444.576 | 4.911.914 | 17,3 | 12,2 | 23,5 |
| INTERCONTINENTAL | 13.599.273 | 655.990 | 2.803.533 | 20,7 | 4,9 | 25,6 |
| ACCOR | 8.648.480 | 596.000 | 4.224.000 | 14,5 | 2,0 | 14,1 |
| MEDIANA TOTAL | | | | 17,33 | 4,85 | 23,48 |
| MELIÁ | 1.294.841 | 227.180 | 1.679.770 | 5,70 | 0,77 | 9,47 |

Tabla 6.1: Comparación por múltiplos. Fuente: elaboración propia.

Como ya se ha mencionado en el epígrafe anterior, se ha comparado el Grupo objeto de valoración (Grupo Meliá) con otros grupos y empresas con mayor volumen de operaciones y mayor tamaño, pues no se han encontrado cadenas hoteleras de menor dimensión que coticen en bolsa. Se han escogido las mejores cadenas hoteleras de cada país que ocupan las primeras posiciones en los rankings a nivel mundial.

No obstante, como también se ha apuntado anteriormente, estas pueden considerarse comparables a Meliá pues reúnen el resto de criterios: misma actividad y sector en el que operan, perspectivas de negocio y segmentos de mercado similares, etc.

Como resulta lógico, todas las empresas comparables presentan resultados mucho mayores que Meliá. Se ha calculado la mediana en vez de la media puesto que existe mucha dispersión.

En la tabla se observa que, tomando la mediana de las 5 empresas comparables, el valor de mercado (capitalización bursátil) de estas empresas es 17,33 veces mayor que su EBITDA, 4,85 veces mayor que sus ventas o ingresos y que el precio actual de la acción es 23 veces mayor que las ganancias por acción de estas empresas.

Si comparamos estos resultados con los de la empresa que se está valorando en este trabajo de fin de grado, se puede ver que presenta múltiplos mucho menores.

El hecho de que estas empresas presenten múltiplos más elevados que Meliá puede deberse a diversos factores. Puede ser que la empresa cuente con una posición más sólida en el mercado, que los inversores tengan las expectativas de crecimiento futuro muy altas y que por ello decidan pagar una prima por cada unidad de ingresos que genere la empresa.

Así pues, en concordancia con la tabla y aplicando la metodología detallada en este epígrafe, la valoración que se obtiene del Grupo Meliá Hotels International por el método de múltiplos es la resultante de aplicar la mediana de los múltiplos empleados, esto es, el EBITDA y la cifra de ventas de las empresas comparables del sector.

De esta manera, el valor del Grupo Meliá por este método se ha obtenido como sigue:

| |
|---|
| Valor del Grupo Meliá (múltiplo EBITDA) = mediana CB/EBITDA * EBITDA de Meliá |
| Valor del Grupo Meliá (múltiplo EBITDA) = 17,33 * 227.180 |
| Valor del Grupo Meliá (múltiplo EBITDA) = 3.936.939,89 miles de € |

Tabla 6.2: Valoración del Grupo Meliá en función del EBITDA. Fuente: elaboración propia.

| |
|---|
| Valor del Grupo Meliá (múltiplo Ventas) = mediana CB/Ventas * Ventas de Meliá |
| Valor del Grupo Meliá (múltiplo Ventas) = 4,85 * 1.679.770 |
| Valor del Grupo Meliá (múltiplo Ventas) = 8.148.165,97 miles de € |

Tabla 6.3: Valoración del Grupo Meliá en función del volumen de ventas. Fuente: elaboración propia.

Como ya se ha dicho en numerosas ocasiones, la función principal de este método de múltiplos es contrastar los resultados obtenidos por el método de descuento de flujos. Concretamente, si comparamos el valor del *equity value*, el cual era de 4.670.971,81 miles

de euros, con ambos múltiplos, se comprueba que presenta unos resultados de valoración casi idénticos con el múltiplo del EBITDA, el cual es de 3.936.939,89 miles de euros.

Todo ello se observa en la siguiente tabla comparativa:

| |
|--|
| Valor del Grupo Meliá (según múltiplo EBITDA) = 3.936.939,89 miles de € |
| Valor del Grupo Meliá (según múltiplo Ventas) = 8.148.165,97 miles de € |
| Valor del Grupo Meliá (según método de descuento de flujos) = = Equity Value = 4.670.971,81 miles de € |

Tabla 6.4: Comparación del valor del Grupo Meliá Hotels International por los distintos métodos. Fuente: elaboración propia.

De la anterior tabla se extrae que la valoración de Meliá obtenida por el método basado en el descuento de flujos de caja está en línea con la valoración del Grupo que se obtiene comparándolo con empresas pertenecientes al sector en función de su EBITDA. Observamos que presentan resultados de valoración casi idénticos, en torno a los 4.000.000.000 y 4.700.000.000 €.

Sin embargo, en función del indicador Ventas o Ingresos, se obtiene una valoración que duplica el valor del *Equity Value*. Estas diferencias se pueden explicar por las altísimas brechas existentes en las grandes cadenas hoteleras utilizadas como comparables de Meliá.

Concretamente, analizando la tabla del epígrafe anterior, se puede ver claramente las enormes diferencias que existen entre las magnitudes Capitalización bursátil y Ventas de los grupos hoteleros internacionales: Marriot, Hilton e Intercontinental, cuya cifra de ventas es en torno a 14 veces mayor que su capitalización bursátil. Sin embargo, las diferencias entre dichos indicadores se reducen en las cadenas hoteleras en el plano nacional: NH y Meliá, cuyo volumen de ventas es casi idéntico a su capitalización bursátil.

7. CONCLUSIONES.

Tal y como se ha expuesto en el presente Trabajo de Fin de Grado, la actividad de valoración de empresas no es una ciencia exacta, en la cual se obtengan siempre los mismos resultados de valoración, sino que depende del criterio profesional de cada persona, sin perjuicio de estar sujeta a una serie de reglas y parámetros que deben ser respetados.

A lo largo del trabajo, se ha explicado el marco teórico de los distintos métodos existentes en dicha actividad y se ha profundizado en tres de ellos, por considerarse los más extendidos en la práctica profesional de valoración de empresas. Para ello, se ha llevado a cabo la valoración del *Grupo Meliá Hotels International*, a través del método de valor contable ajustado, el método del descuento de flujos y el método de múltiplos.

En primer lugar, una vez analizado el Grupo en profundidad, el primer método que se ha empleado en la valoración de Meliá es el valor contable ajustado, el cual, partiendo del patrimonio neto contable, se ha estimado en 2.055.124 miles de euros. Como ya se ha explicado en numerosas ocasiones en este TFG, este es un método estático utilizado en la práctica como un buen punto de partida de valoración.

En segundo lugar, puesto que la combinación de varios métodos a la hora de valorar una multinacional aporta más fiabilidad y seguridad en los resultados, se ha procedido a completar el resultado obtenido anteriormente con el descuento de flujos de caja.

Esto es así porque los métodos dinámicos, como es el descuento de flujos, se basan en la generación de beneficios o flujos futuros, los cuales ofrecen unas valoraciones superiores cuando las empresas tienen buena trayectoria e importantes beneficios en los últimos ejercicios o los proyecten hacia el futuro. Todo ello explica que el método de valoración basado en el descuento de flujos de caja sea el más reconocido y el más utilizado por los profesionales de valoración de empresas.

Los resultados arrojados por este método de valoración para el Grupo Meliá ascienden a 14.718.558 miles de euros, cifra estimada para el valor total de la empresa (o *enterprise value*) y 4.670.972 miles de euros, correspondiente con el valor del *Grupo Meliá Hotels International* para los accionistas (o *equity value*).

La metodología arroja unos resultados muy superiores a los valores de mercado (cotización en bolsa). La valoración bursátil de Meliá a fecha de valoración, se ha detallado en la siguiente tabla:

| | |
|--|------------------|
| Nº de acciones (en miles de uds) | 220.400 |
| Precio de cotización (€/acción) | 6,77 |
| Valoración bursátil de Meliá (miles de €) | 1.492.108 |

Tabla 7.1: Valoración bursátil de la matriz Meliá Hotels International. Fuente: Yahoo Finance.

Se observa que la valoración bursátil es cuatro veces menor que la obtenida por el método de flujos, concretamente el *equity value*. Se piensa que estas diferencias vienen motivadas por el valor atribuido al resto de empresas que conforman el Grupo Meliá, pues la valoración bursátil comprende únicamente la matriz del Grupo, que es la que cotiza en bolsa. Sin embargo, el ámbito de valoración del presente TFG se extiende, no solamente a la matriz sino a todo el Grupo Meliá Hotels International. Concretamente, dicho Grupo cuenta en torno con 100 entidades dependientes.

Además, hay que tener en cuenta la elevada cifra de valor residual que la metodología atribuye al valor final de la empresa. Si elimináramos este valor residual, obtendríamos un resultado mucho más cercano al valor de mercado de la compañía.

El hecho de que sea tan elevado el valor residual se debe a que tiene en cuenta la generación de beneficios e intangibles futuros de la empresa a perpetuidad, y es esto lo que justifica las diferencias de valor tan altas entre los métodos estáticos y el valor de capitalización.

Finalmente, se ha estimado razonable comparar los resultados obtenidos por el método de descuento de flujos con el método por múltiplos. Como ya se ha expuesto en el epígrafe anterior, el Grupo Meliá presenta unos resultados de valoración más bajos que la mediana de sus comparables.

A pesar de ello, aplicando el múltiplo obtenido de Capitalización Bursátil / EBITDA de la mediana de las empresas comparables, a la magnitud del EBITDA de Meliá, resulta una cantidad cercana a la que se ha obtenido en la valoración por el método de descuento de flujos, referente al *equity value*, lo cual es indicador de la fiabilidad del cálculo obtenido. Esta cantidad es de 3.936.939,89 miles de €.

Como ya se comentó en el epígrafe anterior, utilizando el otro múltiplo Capitalización Bursátil / Ventas, se obtenía una cantidad que duplicaba las otras dos. Esta cantidad es de 8.148.165,97 miles de €. Esta diferencia se explicaría por las altísimas diferencias en las

magnitudes de ventas existentes entre los grandes grupos hoteleros internacionales y los nacionales, los cuales presentan cifras más parejas.

A modo de resumen, se presenta la siguiente tabla de resultados de valoración obtenidos por los distintos métodos aplicados en el presente TFG:

| VALOR DEL GRUPO MELIÁ (en miles de €) | |
|--|------------------|
| Valor contable ajustado | 2.055.124 |
| Descuento de flujos (Equity Value) | 4.670.972 |
| Múltiplo EBITDA | 3.936.940 |
| Múltiplo Ventas | 8.148.166 |
| Valor bursátil (de la matriz) | 1.492.108 |

Tabla 7.2: Valor del Grupo Meliá Hotels International según los distintos métodos de valoración. Fuente: Elaboración propia.

Por todo lo expuesto en este epígrafe, la actividad de valoración de empresas o grupos es una actividad extremadamente compleja y subjetiva, la cual se debe llevar a cabo por profesionales que actúan conforme a su mejor criterio profesional, atendiendo a los principios de prudencia y cautela.

A pesar de ello y atendiendo a dichos criterios, en el presente trabajo se ha llevado a cabo una labor de investigación y análisis, intentado realizar una valoración del Grupo Meliá Hotels International a través de los tres métodos mencionados, obteniendo una horquilla de valoración final del Grupo en torno a los 4.000 millones y 4.500 millones de euros.

8. BIBLIOGRAFÍA

REGISTRO DE EXPERTOS CONTABLES. *Guía del Exprto Contable. Documento n°1. Valoraciones de empresas. El método del descuento de flujos de caja.*

LAÍNEZ GADEA, J. A. *Modelos de Valoración de Empresas utilizados en la práctica profesional.*

Cotizalia. (2022, 12 diciembre). El valor de los activos de Meliá se eleva un 5,8% desde 2018 y alcanza los 4.641M de euros. *elconfidencial.com*. https://www.elconfidencial.com/empresas/2022-12-12/valor-activos-melia-crece-2018_3538735/

Ep. (2023, 19 enero). La mallorquina Meliá, entre las 30 marcas españolas más valiosas. *Diario de Mallorca*. <https://www.diariodemallorca.es/mallorca/2023/01/19/mallorquina-melia-30-marcas-espanolas-81411143.html>

Ep, Ep, & Ep. (2023, 17 enero). El PIB turístico cerró 2022 recuperando el nivel prepandemia. *Cinco Días*. https://cincodias.elpais.com/cincodias/2023/01/17/companias/1673960751_828579.html

Europa Press. (2023, 27 junio). Los retos de Meliá Hotels para este 2023. *Ultima Hora*. <https://www.ultimahora.es/noticias/local/2023/06/22/1962157/hoteles-melia-retos-compania-para-este-2023.html>

Guía de Negocios en España. (2023a, septiembre 6). *1.5. Estructura económica - Guide to Business in Spain (ICEX)*. Guide to Business in Spain (ICEX). <https://www.guidetobusinessinspain.com/espana-un-pais-atractivo-para-la-inversion/1-5-estructura-economica/#>

Morales, A. (2017, 23 mayo). Meliá Hotels: de Mallorca a medio mundo en 60 años de historia. *Merca2.es*. <https://www.merca2.es/2017/05/23/melia-hotels-mallorca-medio-mundo-60-anos-historia-21737/>

Perarnau, P. (2023, 17 mayo). El 14,6% del PIB y el 14,4% del empleo en España depende del turismo. *Radio Intereconomía*. <https://intereconomia.com/noticia/empresas/el-146-del-pib-y-el-144-del-empleo-en-espana-depende-del-turismo-20230517-1643/#>

PlantillasPyme. (2022, 6 febrero). Métodos de valoración de empresas basados en el balance. *PlantillasPyme*. <https://www.plantillaspyme.com/blog-pymes/finanzas-y-contabilidad/metodos-de-valoracion-de-empresas-basados-en-el-balance>

Premios y reconocimientos - Web corporativa oficial de Meliá. (s. f.). <https://www.meliahotelsinternational.com/es/perfil-compania/sobre-nosotros/premios-y-reconocimientos>

Ranking Merco Companies Spain. (s. f.). <https://www.merco.info/es/ranking-merco-empresas?edicion=2022>

Redacción, & Redacción. (2022, 20 enero). Meliá es reconocida como empresa 'Top Employer 2022' en España, México y República Dominicana. *Economía de Mallorca*. <https://www.economiademallorca.com/articulo/empresas/melia-es-reconocida-como-empresa-top-employer-2022-en-espana-mexico-y-republica-dominicana/20220120121011042356.html>

Tolosa, M. (2017, 15 febrero). Análisis fundamental Meliá Hotels ¿Cómo le afecta el crecimiento del turismo? *Rankia*. <https://www.rankia.com/blog/bolsa-al-dia/3476428-analisis-fundamental-melia-hotels-como-afecta-crecimiento-turismo>

9. ANEXOS

ANEXO I. Balance de situación consolidado a 31 de diciembre de 2022.

| ACTIVO (miles de euros) | 2022 |
|---|------------------|
| Fondo de comercio | 27.940 |
| Otros activos intangibles | 52.288 |
| Inmovilizado material | 1.619.824 |
| Derechos de uso | 1.370.817 |
| Inversiones inmobiliarias | 114.893 |
| Inversiones valoradas por el método de la participación | 206.192 |
| Otros activos financieros no corrientes | 203.473 |
| Activos por impuestos diferidos | 300.823 |
| Activos No Corrientes | 3.896.250 |
| Existencias | 30.186 |
| Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar | 183.356 |
| Activos por impuestos sobre las ganancias corrientes | 22.670 |
| Otros activos financieros corrientes | 67.411 |
| Efectivo y otros medios líquidos equivalentes | 148.680 |
| Activos Corrientes | 452.303 |
| Total Activos | 4.348.553 |

PN Y PASIVO (miles de euros)

| | 2022 |
|---|------------------|
| Capital suscrito | 44.080 |
| Prima de emisión | 1.079.054 |
| Reservas | 435.552 |
| Acciones Propias | -3.936 |
| Ganancias acumuladas | -1.027.440 |
| Diferencias de conversión | -228.618 |
| Otros ajustes por cambio de valor | 3.803 |
| Resultado del ejercicio atribuido a la Sociedad Dominante | 110.694 |
| <i>Patrimonio Neto atribuido a la Sociedad Dominante</i> | <i>413.189</i> |
| Participaciones no dominantes | 32.661 |
| Patrimonio Neto | 445.850 |
| Obligaciones y otros valores negociables | 52.026 |
| Deudas con entidades de crédito | 1.131.464 |
| Pasivos por arrendamientos | 1.313.728 |
| Otros pasivos financieros no corrientes | 7.746 |
| Subvenciones de capital y otros ingresos diferidos | 313.612 |
| Provisiones | 30.198 |
| Pasivos por impuestos diferidos | 176.946 |
| Pasivos No Corrientes | 3.025.720 |
| Obligaciones y otros valores negociables | 24.042 |
| Deudas con entidades de crédito | 151.561 |
| Pasivos por arrendamientos | 148.838 |
| Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar | 500.763 |
| Pasivos por impuestos sobre las ganancias corrientes | 7.755 |
| Otros pasivos financieros corrientes | 44.024 |
| Pasivos Corrientes | 876.983 |
| Total Pasivos | 3.902.703 |
| Total Patrimonio Neto & Pasivo | 4.348.553 |

ANEXO II. Cuenta de Pérdidas y Ganancias consolidada a 31 de diciembre de 2022.

Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidada

| (miles de €) | Nota | 2022 | 2021 |
|---|-------------|--------------------|------------------|
| Ingresos operativos | | 1.679.774 | 827.208 |
| Plusvalías inmovilizado | | 12.239 | 75.226 |
| Total Ingresos Operativos y plusvalías inmovilizado | 7.1 | 1.692.013 | 902.434 |
| Consumos | 7.2 | (177.947) | (91.590) |
| Gastos de personal | 7.3 | (473.397) | (307.364) |
| Otros gastos de explotación | 7.4 | (591.339) | (372.603) |
| Total gastos operativos | | (1.242.683) | (771.557) |
| EBITDAR (*) | | 449.330 | 130.877 |
| Arrendamientos | 17.2 | (18.571) | (5.348) |
| EBITDA (*) | 6.1 | 430.759 | 125.529 |
| Amortización y deterioro material e intangible | 7.5 | (89.927) | (125.581) |
| Amortización y deterioro derechos de uso | 7.5 | (139.733) | (145.294) |
| EBIT /Resultado de explotación | | 201.099 | (145.346) |
| Resultado cambiario | | (13.712) | (1.549) |
| Financiación bancaria | | (45.488) | (39.157) |
| Gasto financiero pasivos por arrendamientos | 17.2 | (29.415) | (27.422) |
| Otros resultados financieros | | 27.438 | 5.281 |
| Resultado Financiero | 7.7 | (61.177) | (62.847) |
| Resultado de entidades valoradas por el método de la participación | 12 | 16.389 | (9.198) |
| RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS | | 156.311 | (217.391) |
| Impuesto sobre las ganancias | 19.6 | (36.188) | 19.531 |
| RESULTADO CONSOLIDADO | | 120.123 | (197.860) |
| a) Atribuido a entidad dominante | 8 | 110.693 | (192.901) |
| b) Atribuido a intereses minoritarios | 15.6 | 9.430 | (4.959) |