



Universidad
Zaragoza

Trabajo Fin de Grado

Análisis económico-financiero de la empresa NH
Hotel Group

Autor

Carlota Pina Subías

Director

Marta Blanco Vázquez de Prada

Facultad de Economía y Empresa

2017

RESUMEN

El sector turístico es una de las actividades económicas de mayor relevancia en España, representando en 2015 un 11,1% del PIB, por lo tanto, nuestro trabajo consiste en un estudio de una de las principales compañías del sector: NH Hotel Group.

Se trata de un análisis económico y financiero a través del cual se pretende estudiar en profundidad la situación de esta compañía en el período de la crisis, así como realizar una doble comparación, por un lado, con su principal competidora, Meliá Hotels International, y por otro, con la media del sector.

Para ello, primero hemos estudiado el entorno en el que se encuentra esta empresa, y después mediante el análisis de ratios, hemos detectado los posibles problemas financieros y los éxitos que ha conseguido la compañía desde el 2009 hasta el 2015.

Por último, hemos llevado a cabo un modelo de predicción de insolvencia, el modelo Z-Score de Altman, para prever cuál es el futuro de la compañía.

Palabras clave: Análisis económico y financiero, NH, Meliá, ratios, estructura financiera, rentabilidades, Altman.

ABSTRACT

The tourism sector is one of the most important economic activities in Spain, accounting for 11.1% of GDP in 2015, therefore, our work consists of a study of one of the main companies in the sector: NH Hotel Group.

It is an economic and financial analysis through which it is intended to study in depth the situation of this company in the period of the crisis, as well as to make a double comparison, on the one hand, with its main competitor, Meliá Hotels International, and on the other, with the sector average.

To do this, we first studied the environment in which this company is located, and then through the analysis of ratios, we have detected the possible financial problems and the successes that the company has achieved from 2009 to 2015.

Finally, we have carried out an insolvency prediction model, Altman's Z-Score model, to predict the future of the company.

Key words: Economic and financial analysis, NH, Meliá, ratios, financial structure, profitability, Altman.

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	5
1.1. METODOLOGÍA	5
2. LA EMPRESA: SU ENTORNO Y SU HISTORIA	7
2.1. ENTORNO SECTORIAL	7
2.1.1. Sector Turístico	7
2.1.2. Sector Hotelero	8
2.2. HISTORIA DE LA COMPAÑÍA	9
2.3. ANÁLISIS DEL ENTORNO: “LAS CINCO FUERZAS DE PORTER”	10
2.4. ANÁLISIS INTERNO: “ANÁLISIS DAFO”	11
3. ANÁLISIS PATRIMONIAL: COMPOSICIÓN Y EVOLUCIÓN	12
3.1. ESTRUCTURA ECONÓMICA	12
3.1.1. Activo No Corriente	15
3.1.2. Activo Corriente	16
3.2. ESTRUCTURA FINANCIERA	17
4. ANÁLISIS DE LIQUIDEZ	19
4.1. FONDO DE MANIOBRA	19
4.2. RATIO DE LIQUIDEZ GENERAL	20
4.3. RATIO DE PRUEBA ÁCIDA	22
4.4. RATIO DE TESORERÍA O DISPONIBILIDAD	23
5. ANÁLISIS DE SOLVENCIA	24
5.1. RATIO DE SOLVENCIA O DE GARANTÍA	24
5.2. RATIO DE AUTOFINANCIACIÓN	25
5.3. RATIO DE AUTONOMÍA FINANCIERA	26
5.4. RATIO DE COBERTURA	27
6. ANÁLISIS DE ENDEUDAMIENTO	28
6.1. RATIO DE ENDEUDAMIENTO	28
6.2. RATIO DE LA CALIDAD DE LA DEUDA	29
7. ANÁLISIS DE RESULTADOS	30
7.1. RESULTADO DEL EJERCICIO	31
7.2. ANÁLISIS DEL EBITDA Y RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	32
7.2.1. EBITDA	32
7.2.2. Importe Neto de la Cifra de Negocios	33
7.2.3. Gastos de explotación	33
7.2.4. Resultado de explotación	35

7.3. RESULTADO FINANCIERO	36
8. ANÁLISIS DE RENTABILIDAD	37
8.1. RENTABILIDAD ECONÓMICA	37
8.2. RENTABILIDAD FINANCIERA	39
9. MODELO PREDICCIÓN INSOLVENCIA: Z SCORE DE ALTMAN	40
10. CONCLUSIONES.....	43
11. BIBLIOGRAFÍA	45
ANEXOS	47
ANEXO I: Balance de Situación NH Hotel Group	48
ANEXO II: Cuenta de Pérdidas y Ganancias NH Hotel Group	49
ANEXO III: Balance de Situación Meliá Hotels International	50
ANEXO IV: Cuenta de Pérdidas y Ganancias Meliá Hotels International	51
ANEXO V: Balance de Situación de la media del Sector.....	52
ANEXO VI: Cuenta de Pérdidas y Ganancias de la media del Sector.....	53

1. INTRODUCCIÓN

En este trabajo vamos a realizar un análisis económico y financiero de la empresa NH Hotel Group, S.A., en el período de 2009 a 2015, para conocer cuál ha sido su evolución empresarial durante esos años marcados por una severa crisis económica.

La elección de esta empresa y este sector, ha sido debido a la gran relevancia que tiene el turismo y el sector hotelero en nuestro país, tal y como se justificará en el apartado 2, y ello ha despertado nuestro interés por estudiar la evolución financiera de alguna compañía hotelera.

La elección de NH ha sido debida a que NH ha sido durante gran parte de su historia un negocio muy rentable, con elevados márgenes de beneficios y un elevado patrimonio empresarial en relación a sus competidoras, tanto dentro del territorio español como fuera de él. Sin embargo, en los últimos años, ha sufrido severamente las consecuencias derivadas de la situación de incertidumbre que provocó la crisis económica, lo que le llevó a reaccionar implantando nuevas estrategias, las cuales no han resultado positivas para la compañía.

Por todo ello, el objetivo final del estudio es conocer los motivos que han llevado a esta empresa a la situación actual, así como, mediante un modelo de predicción de quiebra, prever qué va a ocurrir en los siguientes periodos.

1.1. METODOLOGÍA

En concreto, vamos a someter a esta compañía a un estudio de solvencia y rentabilidad, así como vamos a estudiar su composición patrimonial, además de realizar una doble comparación; por un lado, con la empresa líder del sector: Meliá Hotels International, S.A., y, por otro lado, con una media de las empresas del sector.

Para seleccionar las empresas que van a formar parte de la media, elegimos el criterio de ingresos de explotación, y para ello utilizamos la base de datos SABI, escogiendo a las diez empresas que tuvieran unos ingresos de explotación similares a los de NH Hotel Group, las cuales aparecen en la siguiente tabla.

Nº	Nombre	Ingresos explotación (miles de euros)
	MELIA HOTELS INTERNATIONAL SA	603.016
1	FIESTA HOTELS & RESORTS SL	151.385
2	HOSTELERIA UNIDA SA	132.405
3	ACCOR HOTELES ESPAÑA SA	131.158
4	GRUPO HOTELERES PLAYA SOCIEDAD ANONIMA	121.554
	NH HOTEL GROUP SA	105.054
5	NORDOTEL SAU	104.370
6	CIGAHOTELS ESPAÑA SL	96.034
7	VINCCI HOTELES SA	90.739
8	ALLTOURS ESPAÑA SL	88.941
9	HOTEL DE LA VILLA OLIMPICA SA	87.616
10	RIU HOTELS SA	80.855

Fuente: Elaboración propia a partir de SABI

Para la obtención de la información económica y financiera de la principal empresa de nuestro estudio y de la de su competidora, se utilizó en un principio la base de datos SABI, pero tras intentar realizar el estudio con esos datos, fue imposible llevarlo a cabo por la falta de información de algunos epígrafes. Por lo cual, finalmente, mediante los datos arrojados en los Informes Financieros de las Cuentas Anuales de las respectivas empresas, se transcribieron las cifras a las hojas de cálculo para poder trabajar de una forma más precisa. Para la media del sector, sí que se utilizaron los datos obtenidos de la base de datos SABI.

Para la realización del análisis de ratios se han utilizado las siguientes fórmulas:

ANÁLISIS DE LIQUIDEZ	
Fondo de maniobra	Patrimonio neto + Pasivo exigible no corriente - Activo no corriente
Ratio de liquidez general	Activo corriente / Pasivo exigible corriente
Ratio de prueba ácida	(Realizable + Disponible) / Pasivo exigible corriente
Ratio de tesorería	Disponible / Pasivo exigible corriente
ANÁLISIS DE SOLVENCIA	
Ratio de solvencia	Activo / Pasivo exigible
Ratio de autofinanciación	Patrimonio neto / Activo
Ratio de autonomía financiera	Patrimonio neto / Pasivo exigible
Ratio de cobertura	(Patrimonio neto + Pasivo exigible no corriente) / Activo no corriente
ANÁLISIS DE ENDEUDAMIENTO	
Ratio de endeudamiento	Pasivo exigible / Patrimonio neto
Ratio de calidad de la deuda	Pasivo exigible corriente / Pasivo exigible total
ANÁLISIS DE RENTABILIDAD	
Rentabilidad económica (ROA)	EBIT / Activo
Rentabilidad financiera (ROE)	(EBIT - Gastos financieros) / Patrimonio neto

Fuente: Elaboración propia.

2. LA EMPRESA: SU ENTORNO Y SU HISTORIA

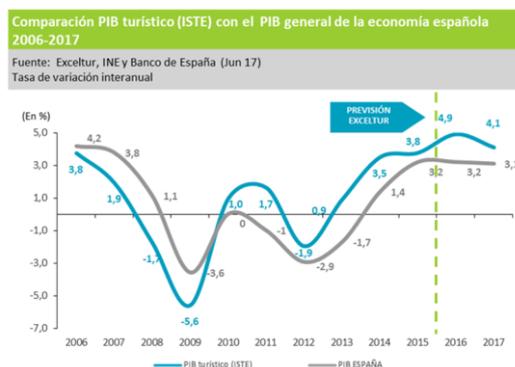
2.1. ENTORNO SECTORIAL

2.1.1. Sector Turístico

El sector turístico en España resulta una de las actividades económicas de mayor relevancia, llegando a alcanzar en 2015 un 11,1% del PIB español (INE, 2015). Si comparamos esta cifra con la del 2007, antes de que se iniciara la grave crisis económica, año en el que el turismo representaba un 10,7% del PIB (INE, 2007), podemos decir que, a pesar de los tiempos difíciles que ha atravesado la economía española, este sector ha podido soportar la recesión, creciendo incluso su importancia respecto al PIB.

También es importante mencionar el Indicador Sintético del PIB Turístico de Exceltur (ISTE)¹, el cual podemos observar en el gráfico 1. Podemos destacar el pico de descenso en el año 2009, debido a la situación que atravesaba el país en ese momento, y tras él podemos observar que el crecimiento ha sido en la mayor parte de los años positivo. Con este gráfico podemos observar que el PIB turístico ha crecido por encima del PIB general de la economía, y ha alcanzado en 2015 el valor con el que contaba antes del inicio de la crisis.

Gráfico 1: Comparación PIB turístico (ISTE) con el PIB general de la economía española 2006-2017. Tasa de variación interanual.



Fuente: Exceltur

Por otro lado, España fue en 2014 el destino turístico más elegido en la Unión Europea, con 260 millones de pernoctaciones en establecimientos de alojamiento turístico, el 21,5 % del total de la Unión Europea, seguido de Italia, Francia y Reino Unido. (EUROSTAT, 2014).

¹ El Indicador Sintético del PIB Turístico (ISTE) es un índice elaborado a partir de un conjunto de variables relativas a la demanda turística, tanto nacional, que son el consumo privado y las pernoctaciones hoteleras de los residentes, como extranjera, que son las llegadas de turistas extranjeros, los ingresos por turismo y viajes de la Balanza de Pagos y, por último, el PIB de los principales mercados, que permite reflejar la evolución coyuntural del PIB turístico en España. (EXCELTUR)

Otro dato que corrobora la importancia de este sector, aparece en una Nota de Prensa del Ministerio de Energía, Turismo y Agenda Digital, del 12 de enero del 2017, en la cual afirman que el turismo español batió en 2016 su récord de visitantes internacionales con la llegada de 75,3 millones de turistas, suponiendo un incremento del 9,9% respecto al 2015. Así como el crecimiento del gasto total realizado por los turistas que visitaron España, en un 8,3% respecto al año anterior, ascendiendo a 77.000 millones de euros. (MINETAD, 2017)

Por tanto, con todas estas cifras mencionadas, nos parece un sector dentro de la economía española muy interesante a analizar, al ser uno de los pilares del motor económico español.

2.1.2. Sector Hotelero

Los tres grandes bloques sobre los que se sustenta la industria turística son los transportes, la restauración y la hotelería, siendo éste último, el de mayor peso específico y el centro de nuestro trabajo. En este sentido, el sector hotelero comprende todos aquellos establecimientos que se dedican profesional y habitualmente a proporcionar alojamiento a las personas, mediante precio, con o sin servicios de carácter complementario. (Mestres, 1999).

La estructura actual del sector hotelero español se encuentra fuertemente influenciada por los siguientes aspectos estructurales (Gonzalo, 2012):

- En términos de plazas hoteleras, España representa el segundo mercado de la Unión Europea (UE-15), por detrás de Italia, con una cuota de mercado de 16%, y superando desde 1998 a la oferta hotelera de Francia, Alemania y Reino Unido.
- Aproximadamente el 77% de las plazas hoteleras se encuentran concentradas en seis Comunidades Autónomas: Islas Baleares, Islas Canarias, Cataluña, Andalucía, Comunidad Valenciana y Comunidad de Madrid.
- La estructura de la planta hotelera española se caracteriza por un alto grado de atomización², poca profesionalización y una clara sobreoferta del producto existente, en especial en destinos urbanos, que se ha visto fuertemente frenada con la llegada de la crisis económica y financiera global.
- La necesidad de diferenciarse por calidad más que por precio ha cambiado y seguirá cambiando la forma de operar de la planta hotelera española, pudiendo convertirse la crisis en una oportunidad de reconversión, concentración, depuración y profesionalización del sector hotelero español.

² Atomización: Característica de un mercado en el que la oferta y la demanda las constituye un elevado número de compradores y vendedores sin que ninguno ejerza una posición que le permita influir en el equilibrio del mercado.

2.2. HISTORIA DE LA COMPAÑÍA

La empresa objeto de estudio es NH Hotel Group (en adelante NH), y según la información obtenida en su página web, inició su actividad en 1978 de la mano de Antonio Catalán Díaz, abriendo el primer establecimiento, el hotel Ciudad de Pamplona, con vocación urbana y dirigida fundamentalmente al cliente corporativo. En los ochenta comenzó su expansión nacional, con hoteles en Madrid, Barcelona y Zaragoza.

La necesidad de inversión externa, obligó a NH a buscar un socio capitalista. En 1988, el holding empresarial Corporación Financiera Reunida, S.A. (en adelante COFIR) se convierte en accionista principal y va tomando importancia dentro de la hotelera, haciéndola crecer en los años posteriores, siendo a finales de 1995 una de las principales cadenas urbanas de España. En 1997, COFIR adquiere el 100% del capital de NH, formándose una sociedad que pasa a cotizar en Bolsa con el nombre de NH Hoteles.

La inyección de liquidez aportada, supuso un crecimiento importante en la compañía, entrando a partir de 1998 en el mercado Iberoamericano, posicionándose en Argentina, Chile y Uruguay. Con la compra y fusión de la cadena hotelera holandesa Krasnapolsky (año 2000), NH se constituye como la tercera cadena hotelera de negocios de Europa. Contaría en ese momento con 168 hoteles, 7.300 empleados y presente en 16 países.

En 2009 se hizo cargo de la gestión de los hoteles Hesperia, creando el mayor grupo hotelero urbano español, con ya 400 establecimientos distribuidos en 25 países.

En 2013, NH mejoró la liquidez y solvencia gracias a una ampliación de capital suscrita por el accionista HNA, así como por los avances en el proceso de reestructuración de activos, formalizando una nueva estructura de deuda acorde a sus planes.

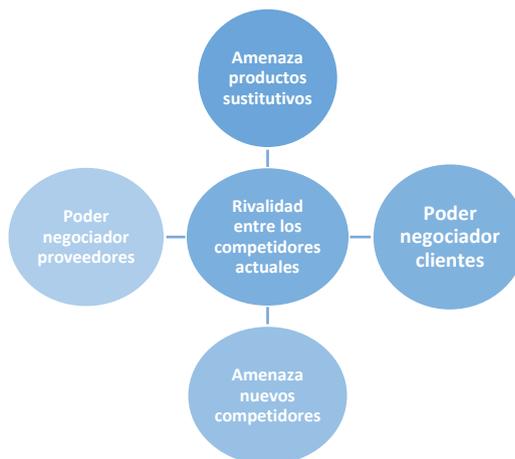
En 2014, NH construyó una propuesta de valor constituida por varias marcas bajo la denominación de NH Hotel Group, y se dividía en *NH Collection*, para los hoteles premium ubicados en las principales capitales de Europa y América; *NH Hotels*, para hoteles urbanos de tres y cuatro estrellas; *nhow*, para hoteles de diseño no convencionales en las ciudades más internacionales; y *Hesperia Resorts*, para hoteles vacacionales.

En cuanto a la expansión, a principios de 2015 adquirió la compañía latinoamericana Hoteles Royal, pudiendo estar presente por tanto en Colombia, Chile y Ecuador; además de una joint venture en China, con la que pretende desarrollar una cartera de hoteles en ese país.

2.3. ANÁLISIS DEL ENTORNO: “LAS CINCO FUERZAS DE PORTER”

En este apartado se va a analizar el sector en el que opera la compañía, según el análisis de las cinco fuerzas competitivas, que de acuerdo con Porter (1982) constituye la metodología de análisis estandarizada para intentar conocer y aprovechar las oportunidades externas y combatir las amenazas internas de la empresa.

Gráfico 2: Las cinco fuerzas de Porter.



Fuente: Elaboración propia

Amenaza de entrada de productos sustitutivos: En los últimos años ha aumentado la oferta de alquileres de apartamentos o pisos por parte de particulares para un uso similar al hotelero, en plataformas como *Airbnb* o *Wimdu*, con lo cual, son potenciales productos sustitutivos de los hoteles tradicionales.

Amenaza de nuevos competidores: Hace referencia a la potencial entrada al sector de nuevos hoteles, de manera que, cuanto más fácil sea integrarse en el sector, mayor será la competencia. En este caso, las barreras de entrada en el sector hotelero son bastante elevadas, debido principalmente a la gran inversión inicial que hay que realizar.

Rivalidad entre los competidores: La competitividad del sector hotelero es bastante alta, ya que el número de empresas que opera dentro de este sector es muy elevado y analizando cada tipo de hotel según el número de estrellas, por ejemplo, solo pueden diferenciarse en el precio, ya que las diferencias en el producto en sí, son mínimas.

Poder de negociación de los proveedores: En este sector los proveedores no resultan significativos.

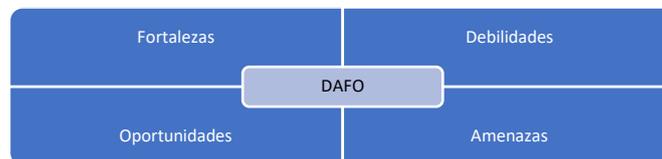
Poder de negociación de los clientes: Está relacionado con la existencia de alternativas en la búsqueda de servicios hoteleros y derivados. Como se ha comentado, este sector es

altamente competitivo, ya que muchas empresas tienen cabida en él, desde grandes corporaciones a establecimientos familiares, por lo que el poder de negociación de los clientes es alto, además del alto nivel de información que existe y del mínimo coste de cambio de producto.

2.4. ANÁLISIS INTERNO: "ANÁLISIS DAFO"

Por último, vamos a llevar a cabo un análisis donde se van a agrupar las principales fortalezas y debilidades internas de la empresa, por un lado, y las amenazas y oportunidades externas por otro, el denominado, según Johnson y Scholes (1997), análisis DAFO, en el cual se resume todo el análisis estratégico, tanto interno como externo.

Gráfico 3: Matriz DAFO



Fuente: Elaboración propia

Oportunidades

- Las crisis de los países árabes como Egipto o Siria, están provocando que el turismo que elegía estos países como destino preferente, se desvíe hacia España, especialmente el sur y las Islas Canarias por la similitud del clima.
- Las altas barreras de entrada en el sector por la elevada inversión, hace que sea más difícil para nuevas empresas entrar e incrementar la competencia
- Aparición de nuevos segmentos de clientes, como por ejemplo las parejas sin hijos.
- Las buenas infraestructuras de transporte, tanto por carretera, gracias a las autopistas de peaje hacia las zonas de costa, como por transporte ferroviario mediante el AVE, así como, gracias al abaratamiento del transporte aéreo con las compañías de bajo coste.

Amenazas

- La estacionalidad que caracteriza a este sector, ya que la demanda turística se concentra en los períodos vacacionales de verano, Semana Santa y Navidad. Especialmente se produce en las zonas de costa, por eso es muy importante para las cadenas hoteleras que busquen la diversificación territorial.
- La proliferación de otros tipos de alojamiento, que han ido incrementando en los últimos años, como el alquiler de apartamentos de particulares mediante plataformas como Airbnb o Wimdu, ya que suelen ser más económicos.

- La masificación de algunas zonas, especialmente se puede percibir en algunas zonas de costa lo que provoca que el precio del suelo sea muy elevado.

Fortalezas

- NH cuenta con una larga trayectoria profesional, lo que le ha dado una fuerte imagen de marca, especialmente en el sector negocios.
- Han encontrado su nicho de mercado, especialmente en zonas urbanas.
- Buena imagen de marca también debido al respaldo de líderes de opinión como Ferrán Adriá, encargado del diseño de conceptos gastronómicos, o Adolfo Domínguez, diseñando los uniformes de la cadena.

Debilidades

- Malas rentabilidades en los últimos años.
- Estancia de corta duración de clientes de negocios.
- Baja tasa de ocupación en periodos no laborables.

3. ANÁLISIS PATRIMONIAL: COMPOSICIÓN Y EVOLUCIÓN

Según Sanz Santolaria (2011), el análisis patrimonial estudia la evolución y tendencia de los principales elementos y masas patrimoniales pertenecientes a las estructuras económicas y financiera, así como las correlaciones existentes en las mismas.

En este apartado se van a analizar la estructura económica y la estructura financiera de NH comparado con su principal competidor y la media del sector.

La posición económica obedece a la generación de beneficios, utilidades y rentabilidad, lo cual se asocia con el motor estratégico y la responsabilidad con stakeholders; de otra parte, la posición financiera atiende a la capacidad de responder con los compromisos adquiridos con un tercero en cualquier periodo de tiempo, lo que implica un análisis de las dimensiones de liquidez y endeudamiento (Pérez Carballo, 1997).

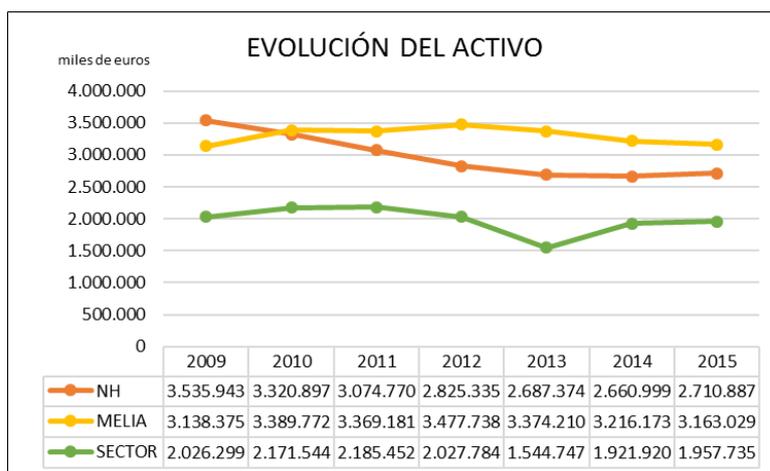
3.1. ESTRUCTURA ECONÓMICA

Según autores como Domínguez (2007), el análisis de la estructura del activo nos indicará el grado de inmovilización de los recursos que utiliza la empresa, según sea el peso de los dos grandes grupos, fijo y circulante, y la composición de estos.

En este apartado vamos a analizar en primer lugar la evolución del activo total, posteriormente, para poder explicar el origen de esta evolución, vamos a analizar la estructura porcentual del mismo y su variación anual, mediante los porcentajes que representan las masas patrimoniales respecto del total.

En el siguiente gráfico se muestra la evolución del activo en el período.

Gráfico 4: Evolución activo NH, Meliá y Sector.



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales.

Del gráfico 4 podemos decir que, el activo de NH ha disminuido en global en el período de estudio en un 23,33%, lo cual comparado con las cifras de su principal competidor, que ha aumentado en neto un 0,79%, supone una variación muy negativa para nuestra empresa objeto de estudio. Si comparamos estas variaciones con el activo de la media del sector, el cual ha disminuido en un 3,38%, podemos decir que la empresa que mejor ha mantenido la cifra total de su activo ha sido Meliá.

Para conocer más a fondo el origen de estas evoluciones, vamos a analizar cómo está estructurado el activo y las variaciones que se han producido en las masas patrimoniales.

Como podemos ver en el gráfico 5, en los tres casos, la estructura porcentual es similar, predominando el activo no corriente oscilando entre un 72 y un 89%, y siendo mucho menor el activo circulante, con un porcentaje de entre un 11 y un 27%. Esto puede ser debido al tipo de actividad que realizan estas empresas, ya que en el sector hotelero, las entidades cuentan con una gran cantidad de inmovilizado, al tener que adquirir los edificios para llevar a cabo el negocio.

Gráfico 5: Estructura porcentual del activo de NH, Meliá y Sector.



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales.

En NH predomina el activo fijo, además de haber incrementado su importancia desde el inicio en casi un 2%, y teniendo como promedio, un 84,71% de activo fijo y un 15,29% de activo circulante.

En cambio, comparando con Meliá, ésta cuenta con un porcentaje algo mayor de activo corriente, con un promedio de un 25,18% de activo fijo y un 74,82% de activo no corriente, y al contrario que NH, ha disminuido en alrededor de un 1% la importancia del activo fijo.

Y, comparando con el sector, de media ha contado con un 87,35% de activo fijo y un 12,65% de circulante, cifras más similares a las de NH, aunque en cuanto a la evolución ha sido más parecido el comportamiento de Meliá, ya que tras el período de estudio ha disminuido la importancia del activo no corriente en cerca de un 6%.

Para conocer más detalladamente el origen estas variaciones, podemos ver en los siguientes apartados gráficos las partidas desglosadas de activo corriente y no corriente.

3.1.1. Activo No Corriente

Gráfico 6: Estructura porcentual del activo no corriente de NH, Meliá y Sector.



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales.

En el gráfico 6, en el que hemos agrupado las partidas en inmovilizado intangible³, inmovilizado material⁴ y otros activos⁵, podemos ver que en los tres casos la partida que más importancia cobra dentro del activo fijo es el inmovilizado material.

En la compañía NH, se ha visto reducida la importancia del inmovilizado material en alrededor de un 7% debido a una reducción paulatina de la partida “Terrenos y Construcciones”. En el caso de Meliá, también se ha reducido en casi un 20% y en la media del sector se ha mantenido.

En cuanto al intangible, tanto en NH como en Meliá, ha aumentado su relevancia respecto del total, debido en NH a que aunque la cifra total del activo ha disminuido, la del intangible

³ En la compañía NH se considera “Inmovilizado Intangible”: “Derechos de usufructo”, “Primas por contratos de alquiler”, “Concesiones, patentes y marcas” y “Aplicaciones informáticas”, así como hemos incluido en esta partida el “Fondo de comercio”. En la compañía Meliá se considera “Inmovilizado Intangible”: “Fondo de comercio”, “Derechos de traspaso”, “Aplicaciones informáticas”, “Otro inmovilizado intangible” e “Inmovilizado en curso”. (Según Informes Cuentas Anuales)

⁴ En la compañía NH se considera “Inmovilizado Material”: “Terrenos y construcciones”, “Instalaciones técnicas y maquinaria”, “Otras instalaciones, utillaje y mobiliario”, “Otro inmovilizado” e “Inmovilizado en curso”. En la compañía Meliá se considera “Inmovilizado Material”: “Terrenos”, “Construcciones”, “Instalaciones técnicas y maquinaria”, “Otro inmovilizado material” y “Obras en curso” (Según Informes Cuentas Anuales).

⁵ En la compañía NH se incluye dentro de “Otros activos”: “Inversiones inmobiliarias”, “Inversiones financieras no corrientes”, “Activos por impuestos diferidos” y “Otros activos no corrientes”. En la compañía Meliá se incluye dentro de “Otros activos”: “Inversiones inmobiliarias”, “Inversiones en entidades asociadas”, “Créditos a entidades asociadas”, “Activos financieros disponibles para su venta”, “Instrumentos financieros derivados” y “Activos por impuestos diferidos”.

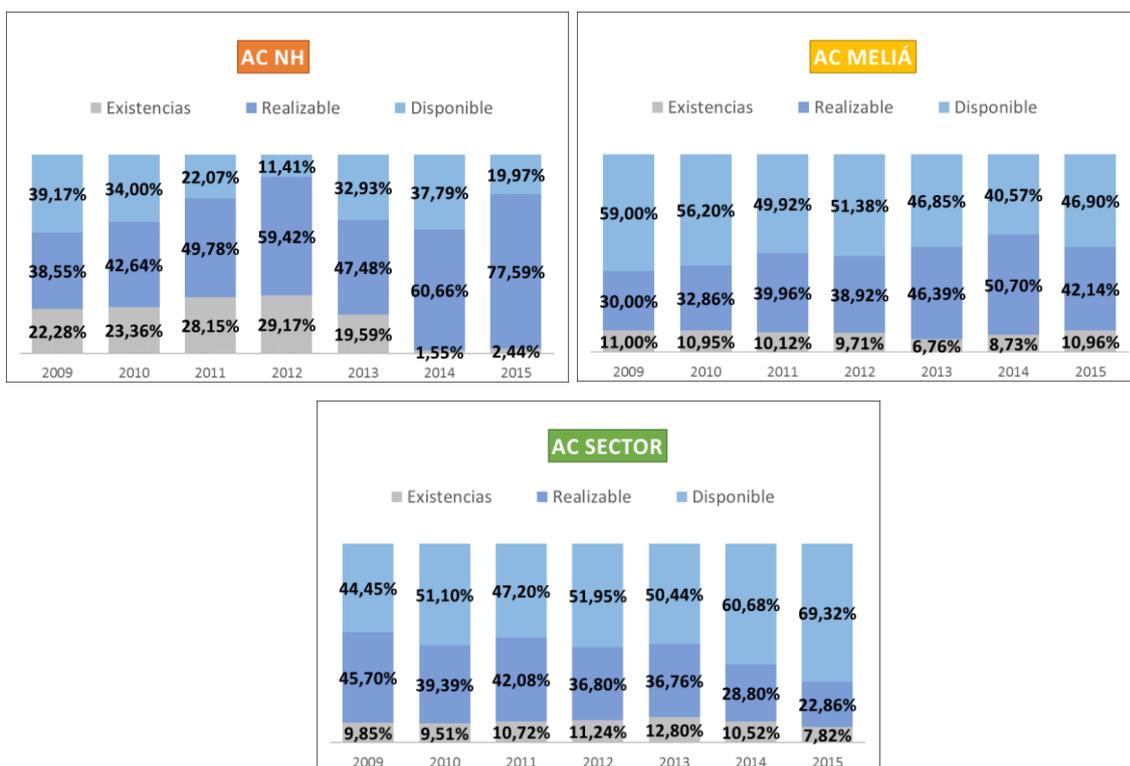
se ha mantenido, por lo que representa un mayor porcentaje; y en Meliá, el aumento ha sido debido a que ha aumentado sus activos intangibles, en concreto el “Fondo de comercio”.

En lo referido a la partida “otros activos”, en el caso en el que mayor importancia cobra es en la media del sector, la cual ha mantenido la estructura de sus activos fijos muy similar a la de la situación inicial. Meliá ha doblado la significatividad de esta partida, explicado fundamentalmente por el aumento de “Otros activos financieros no corrientes”. En el caso de NH, el aumento ha sido debido a unos mayores “Activos por impuestos diferidos”.

3.1.2. Activo Corriente

Respecto al activo corriente lo hemos dividido como se puede ver en el Gráfico 7 en existencias⁶, realizable⁷ y disponible⁸.

Gráfico 7: Estructura porcentual del activo corriente de NH, Meliá y Sector.



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales.

⁶ En la compañía NH se consideran “Existencias”: “Terrenos urbanizados”, “Terrenos no urbanizados”, “Obras terminadas” y “Existencias comerciales”. En la compañía Meliá se consideran “Existencias”: “Mercaderías”, “Comida y bebida”, “Combustible”, “Repuestos y mantenimiento”, “Materias auxiliares” y “Material de oficina”. (Según Informes Cuentas Anuales)

⁷ En la compañía NH se considera “Realizable”: “Activo no corriente mantenido para la venta”, “Deudores comerciales”, “Deudores no comerciales”, “Inversiones financieras corrientes” y “Otros activos corrientes”. En la compañía Meliá se considera “Realizable”: “Activos no corrientes mantenidos para la venta”, “Clientes y cuentas a cobrar”, “Saldos a cobrar con entidades asociadas”, “Activos por impuestos sobre las ganancias corrientes”, “Otros activos financieros corrientes”. (Según Informes Cuentas Anuales)

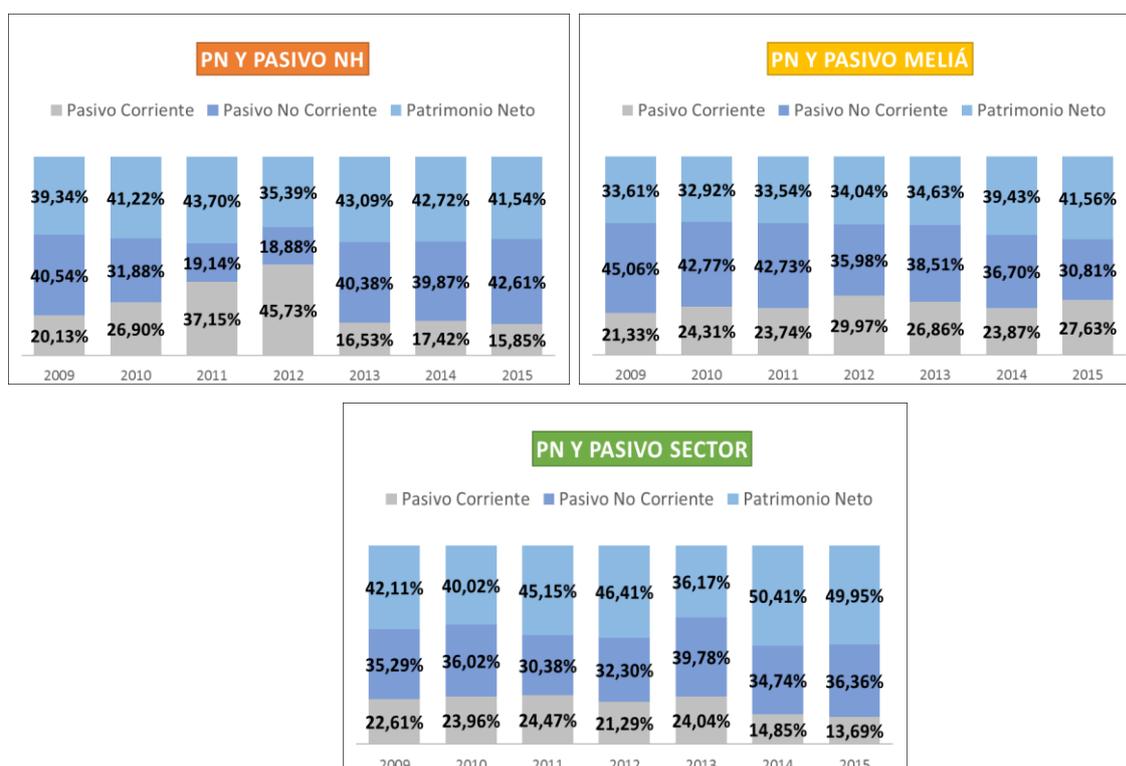
⁸ En la compañía NH se considera “Disponible”: “Tesorería y otros activos líquidos equivalentes”. En la compañía Meliá se considera “Disponible”: “Efectivo y otros medios líquidos equivalentes” (Según Informes Cuentas Anuales)

En el caso de NH se han producido muchas variaciones en el período, reduciendo sus existencias de un 22,28% a un 2,44%, y el disponible y realizable que suponían a partes iguales el resto del activo corriente en 2009, han modificado su importancia relativa, predominando en 2015 en un 77,59% del total el realizable. Esta estructura del activo corriente es bastante distinta en la compañía Meliá, en la que las existencias suponen un porcentaje en torno al 10% y el resto se divide entre el realizable y el disponible a partes más o menos iguales. En cambio en la media del sector, predomina en el último ejercicio el disponible, representando el 69,32% del total y se repite el patrón de la mínima importancia de las existencias, con un 7,82%.

3.2. ESTRUCTURA FINANCIERA

De acuerdo con Suárez Suárez (1990), mediante el estudio de la estructura financiera de una empresa, podemos conocer cómo ésta financia las inversiones que realiza, es decir, informa de las fuentes de financiación que utiliza la empresa, y éstas pueden ser propias, que aparece reflejado en el patrimonio neto, o ajenas, que aparece reflejado en el pasivo, el cual puede ser a largo plazo o a corto plazo. A continuación, vamos a estudiar cómo está financiada la empresa objeto de nuestro estudio, NH, y posteriormente la compararemos como hemos hecho con el activo, con su principal competidora Meliá y con la media del sector.

Gráfico 8: Estructura porcentual del patrimonio neto y pasivo de NH, Meliá y Sector.



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales

En el gráfico 8 podemos ver que la financiación en los tres casos está repartida de una forma similar, en torno a un 40% la propia y 60% la ajena, y dentro de la ajena, en la mayoría de los períodos, predomina la financiación a largo plazo frente a la corriente.

Comenzando por la compañía NH, podemos decir que si nos fijamos en el año 2015 ha mejorado su situación respecto al 2009, ya que ha aumentado ligeramente su patrimonio neto y ha crecido la importancia del pasivo no corriente disminuyendo la del corriente.

Cabe destacar el ejercicio 2012, en el que se redujo en un 25,60% el patrimonio neto respecto al año anterior debido principalmente a las enormes pérdidas del ejercicio. Por otro lado, respecto al pasivo fijo, también se redujo, pasando la partida “Deudas con entidades de crédito” en 2009 de 942.555 a 180.501 miles de euros en 2012, lo que supuso la reducción del pasivo fijo respecto del total. En cuanto al activo corriente, supone este ejercicio la mayor partida, representando un 45,73% del total, explicado por un aumento generalizado de todas sus partidas.

En el ejercicio siguiente, se produjo un aumento del patrimonio neto de un 15,82% gracias a una ampliación de capital, con fecha 17 de abril de 2013 según su Informe Anual, realizada por el grupo empresarial chino HNA, pasando a contar tras la ampliación con una participación del 20% del capital social. Por otro lado, se reclasificó la deuda de corto a largo plazo, aumentando el pasivo no corriente en un 103,41%, y por consiguiente reduciéndose el pasivo corriente en un 65,62%. En los dos ejercicios siguientes, 2014 y 2015 no se han llevado a cabo variaciones de una gran significatividad, ya que tanto la cifra total se ha mantenido más o menos constante, no se han producido grandes variaciones en las partidas.

En lo que se refiere a su principal competidor, Meliá, cuenta en el último período con una estructura financiera muy parecida a la de NH, suponiendo la financiación propia la misma importancia prácticamente, y siendo un poco más diferente la ajena, ya que está más repartida a partes iguales entre largo y corto plazo, situación que se ha ido dando a lo largo de los años, ya que en el 2009, contaba con un 45,06% a largo y un 21,33% corriente, y poco a poco ha ido disminuyendo el pasivo no corriente y aumentando el corriente.

Y, por último, la media del sector otorga un poco más de importancia relativa al patrimonio neto, ya que en el año 2015 está prácticamente repartida a la mitad la financiación propia y la ajena. Ésta última, resulta más similar a nuestra empresa objeto de estudio que a su principal competidora, ya que resulta de mayor importancia la financiación a largo que a corto plazo.

4. ANÁLISIS DE LIQUIDEZ

La liquidez de una empresa establece la capacidad que tiene para satisfacer sus deudas a corto plazo utilizando las partidas de existencias, tesorería y el resto de activo circulante.

Para realizar el estudio nos vamos a apoyar en los resultados del fondo de maniobra y de tres ratios principales en cuanto al análisis de liquidez, en primer lugar, el de liquidez general, tras él, el de prueba ácida y por último el de tesorería. Todos ellos van a estar acompañados de un gráfico para poder visualizar mejor el resultado obtenido.

4.1. FONDO DE MANIOBRA

Se define fondo de maniobra, como los recursos de largo plazo que una empresa tiene para financiar las necesidades operativas de corto plazo, una vez que ha financiado su activo fijo (Bernstein, 1993). La adecuada relación entre la estructura financiera del pasivo y la estructura económica del activo, determinará el equilibrio patrimonial de la empresa, de forma que lo ideal sería que el activo corriente sea financiado con el pasivo corriente y del mismo modo en lo referente al no corriente (Amat, 2008). Para su cálculo, tomamos el pasivo no corriente y los recursos propios y les restamos el activo no corriente.

$$\text{FONDO DE MANIOBRA} = \text{Patrimonio neto} + \text{Pasivo exigible no corriente} - \text{Activo no corriente}$$

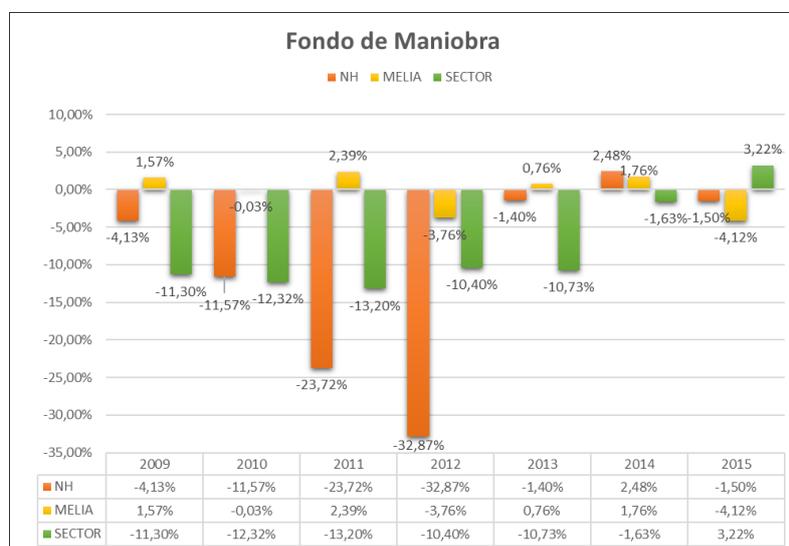
La teoría en general dice que un resultado positivo en el fondo de maniobra indica una gran solidez para afrontar deudas y un resultado negativo la falta de liquidez a corto plazo. Sin embargo, en el caso de las empresas que estamos analizando, al estar dentro del sector en el que operan, un dato negativo en el fondo de maniobra podría estar causado por las elevadas cantidades que suponen las operaciones de compra de hoteles. A continuación, se muestra en una tabla los valores en términos monetarios del fondo de maniobra y en el siguiente gráfico aparece el fondo de maniobra en los tres casos, representados por el porcentaje que representan respecto del activo.

Tabla 1: Fondo de maniobra (en miles de euros)

FM	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
NH	-145.962	-384.066	-729.428	-928.690	-37.712	66.072	-40.686
MELIA	49.217	-1.067	80.572	-130.827	25.616	56.597	-130.452
SECTOR	-228.970	-267.432	-288.525	-210.888	-165.745	-31.290	63.126

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales.

Gráfico 9: Porcentaje del fondo de maniobra respecto del total del activo de NH, Meliá y Sector



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales.

La compañía NH ha contado desde el 2009 al 2015 con un fondo de maniobra negativo, a excepción del ejercicio 2014, en el que se alcanzó un capital circulante superior al de su principal competidor Meliá. En el 2012 fue el año en el que se obtuvo un dato más negativo, situación que se revirtió en el 2013 mejorando notablemente las cifras.

En cuanto a Meliá, se encuentra en una situación un poco mejor en cuanto a este índice, ya que ha contado en un mayor número de años con cifras positivas, sin embargo, en el 2015 ha alcanzado un fondo de maniobra negativo mucho mayor que el alcanzado por NH.

Por último, comparando estos resultados con la media del sector, podemos observar que, a excepción del último año, en todos los ejercicios el fondo de maniobra era negativo, debido seguramente a que la estructura financiera en los primeros ejercicios estaba constituida en mayor medida por financiación ajena, con lo que el resultado del capital circulante era de valores negativos. Sin embargo, en el 2014 y 2015 la situación se equilibró ligeramente entre recursos propios y ajenos, dando lugar a mejores resultados de fondo de maniobra.

4.2. RATIO DE LIQUIDEZ GENERAL

Según Domínguez (2007), esta ratio, también llamada de solvencia corriente, muestra la posibilidad de atender las deudas sin alterar la estructura financiera ni el proceso productivo. En términos generales se estima que esta ratio debe ser superior a la unidad, de modo que cuanto mayor sea el valor de la misma, mejor es la liquidez de la empresa y mayor será la garantía otorgada a los acreedores a corto plazo. De hecho, según Amat (2008) el valor de

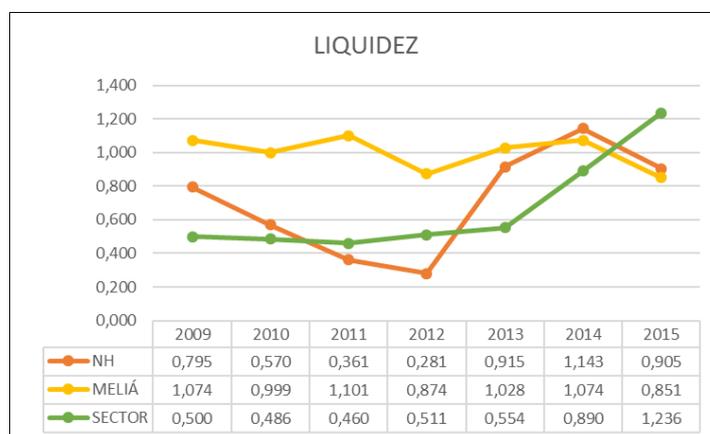
referencia debería situarse en torno al 1,5 y 2. Una insuficiencia de activo circulante frente a un pasivo exigible a corto plazo, puede determinar la necesidad de recurrir a la financiación a medio o largo plazo.

El cálculo se realiza con la siguiente fórmula:

$$\text{RATIO DE LIQUIDEZ} = \text{Activo corriente} / \text{Pasivo exigible corriente}$$

A continuación, se muestran los datos obtenidos, que serán objeto de análisis, así como el gráfico ilustrativo.

Gráfico 10: Ratio de liquidez de NH, Meliá y Sector.



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales.

Podemos observar, que la liquidez general de la compañía NH ha ido variando de forma extrema, ya que, en los años 2011 y 2012, atravesó por unos momentos en los que no podía hacer frente a sus obligaciones corrientes con sus recursos a corto plazo, contando con valores de liquidez inferiores al 50%, para mejorar su situación en el 2013 pasando a un valor más positivo (0,915), el cual siguió aumentando en el período siguiente (1,143) y bajando de nuevo en el 2015 (0,905), manteniéndose por tanto en valores cercanos a la unidad siendo unos valores de liquidez muy adecuados.

Comparando estos valores con los de su principal competidor, Meliá, podemos decir que, en términos de liquidez general, está mejor posicionada que NH. Por un lado, a lo largo de la mayor parte del período de estudio, la liquidez de NH se encuentra por debajo de la de Meliá, sin embargo, en el último período, la liquidez de Meliá disminuyó por debajo de la de NH (0,851), aunque sigue siendo un valor adecuado cercano a la unidad.

Por último, si nos fijamos en los valores de liquidez obtenidos de la media del sector, podemos observar que, a excepción del último año, ninguno llegaba a la unidad, por lo que

la liquidez general del sector no ha sido muy buena en este período. En 2015, ha mejorado notablemente, consiguiendo un muy buen resultado de liquidez (1,24), el cual se encuentra por encima del de NH (0,905) y el de Meliá (0,851).

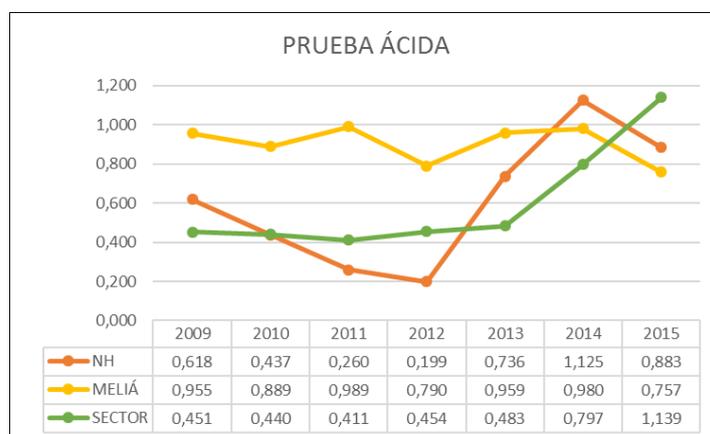
4.3. RATIO DE PRUEBA ÁCIDA

La ratio de prueba ácida, al igual que la de liquidez general, relaciona el activo corriente con el pasivo corriente, pero en este caso no se tienen en cuenta las existencias para el cálculo, es decir, esta ratio amortigua el efecto de las existencias utilizando solamente elementos que no precisan su transformación o venta para su conversión en efectivo. De acuerdo con Amat (2008), para evitar problemas de liquidez, el valor de la ratio debe ser próximo a 1. Por todo ello, los valores obtenidos deberían ser similares a los obtenidos en el anterior apartado, además de que, en nuestro estudio, las existencias cuentan con muy poca relevancia.

El cálculo se realiza mediante la siguiente fórmula:

$$\text{RATIO DE PRUEBA ÁCIDA} = (\text{Realizable} + \text{Disponibile}) / \text{Pasivo exigible corriente}$$

Gráfico 11: Ratio de prueba ácida de NH, Meliá y Sector.



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales.

Los resultados obtenidos en esta ocasión son muy similares a los obtenidos en el apartado anterior, debido a la escasa importancia que tienen en los tres casos las existencias respecto del total del balance.

Por tanto, las conclusiones en cuanto a capacidad de hacer frente a las deudas a corto plazo con los activos líquidos, no presentan grandes discrepancias con respecto a las anteriores. En primer lugar, NH, atravesó dos ejercicios con dificultades con valores en torno al 0,2, y ha recuperado su posición al final del período de estudio, finalizando en 2015 con un valor superior al de su principal competidora Meliá (0,883 frente a 0,757).

Por otro lado, la media del sector, ha obtenido todos los años unos resultados bastante pequeños en términos de liquidez, inferiores al 0,5, sin embargo, en el último ejercicio mejoró su situación, contando con una ratio de prueba ácida superior a la unidad (1,139).

4.4. RATIO DE TESORERÍA O DISPONIBILIDAD

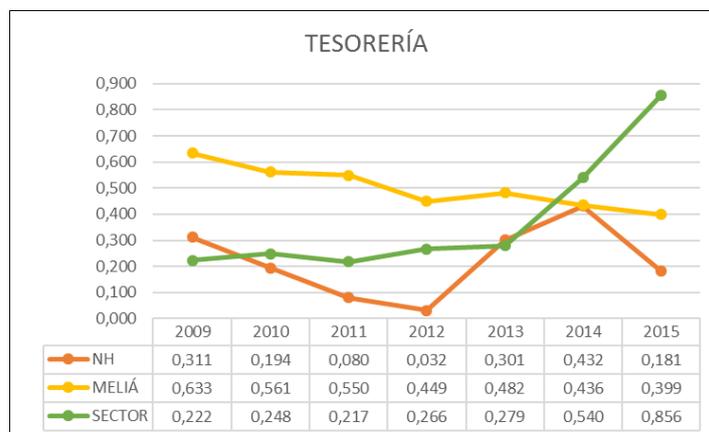
Se trata de la ratio más exigente ya que sólo considera las partidas totalmente líquidas y las convertibles en efectivo en pocos meses, esto es, efectivo y equivalentes. Muestra la capacidad de respuesta inmediata para atender las deudas corrientes, es decir, qué porcentaje de deuda la empresa puede devolver con el disponible actual.

De acuerdo con Goxens y Gay (1999) es aconsejable que su valor se sitúe entre el 0,2 y el 0,3. En caso de un valor muy superior, supondría la existencia de recursos ociosos.

El cálculo se realiza mediante la siguiente fórmula:

$$\text{RATIO DE TESORERÍA} = \text{Disponible} / \text{Pasivo exigible corriente}$$

Gráfico 12: Ratio de tesorería de NH, Meliá y Sector.



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales.

En primer lugar, podemos decir que NH, a excepción de 2011 y 2012 que tuvo valores muy bajos (0,08 y 0,03 respectivamente), ha obtenido valores próximos a los recomendados por Goxens y Gay.

En cuanto al principal competidor, Meliá, tiene valores de liquidez inmediata adecuados, no superando en ningún caso la unidad, pero sí algo mayores que los de NH, estando todos en torno al 0,5, lo cual supone una mayor liquidez inmediata.

Y, por último, la media del sector se sitúa en una posición moderada, rondando habitualmente valores entre 0,2 y 0,3. Sin embargo, al final del período de estudio ha aumentado a un 0,86, por lo que se encontraría con el mayor valor obtenido entre los tres casos de estudio.

5. ANÁLISIS DE SOLVENCIA

Mediante el análisis de la solvencia o análisis de la liquidez a largo plazo, conocemos la capacidad que tiene una empresa de generar recursos para atender sus compromisos financieros en el largo plazo. Vamos a llevar a cabo el análisis mediante cuatro ratios: de solvencia, de autofinanciación, de autonomía financiera y de cobertura.

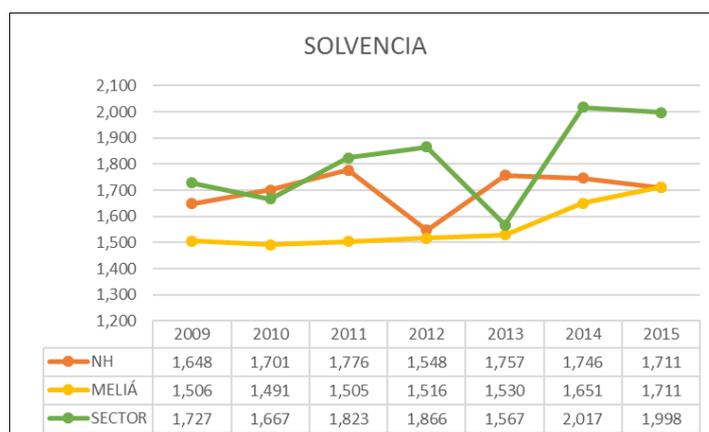
5.1. RATIO DE SOLVENCIA O DE GARANTÍA

La ratio de solvencia, o también llamada de garantía, mide a capacidad de pago de las obligaciones de la empresa con su activo total. Según Goxens y Gay (1999), informa a los acreedores de la empresa de la seguridad de que puedan o no cobrar sus créditos. Es decir, observamos la garantía que la empresa muestra a los acreedores en el hipotético caso de liquidación. Y, por otro lado, de acuerdo con Amat (2008), interesan valores superiores a la unidad, ya que a medida que se acerca a 1 se aproximará la quiebra, y en caso de ser inferior a la unidad, podríamos decir que se encontraría en quiebra técnica. Por ello, cuanto mayor sea el valor obtenido, mejores resultados mostrará en cuanto a este índice, ya que implica un alejamiento de la distancia a la quiebra.

El cálculo se realiza mediante la siguiente fórmula:

$$\text{RATIO DE SOLVENCIA} = \text{Activo} / \text{Pasivo exigible}$$

Gráfico 13: Ratio de solvencia de NH, Meliá y Sector.



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales.

Se puede decir con los datos reflejados en el gráfico que NH obtiene mejores valores que su principal competidora en la mayoría de los años del período de estudio, alrededor del 1,7. Por lo que, NH ofrece garantía suficiente a sus acreedores en caso de liquidarse.

Si la comparamos con Meliá, es la que peores resultados obtiene de los tres casos objetos de estudio, sin embargo, tampoco obtiene resultados negativos, siendo todos los valores mayores a la unidad.

Por último, la media del sector se sitúa entre ambas compañías, obteniendo valores entre 1,50 y 2, por lo que también ofrece seguridad ante los acreedores de atender todas las deudas.

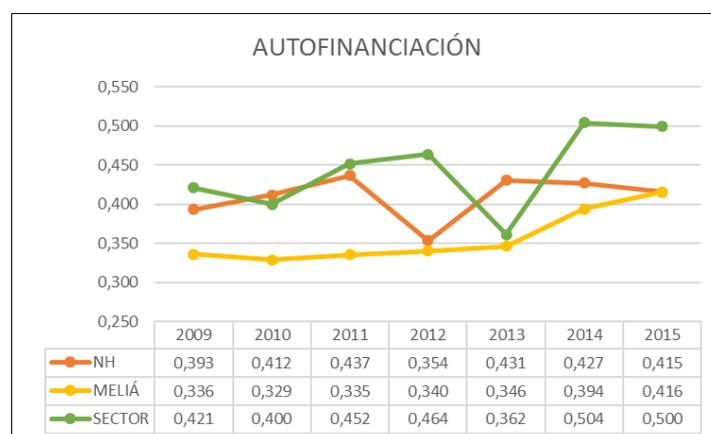
5.2. RATIO DE AUTOFINANCIACIÓN

Mediante esta ratio podemos conocer el volumen de activos de la empresa que están siendo financiados con sus recursos propios, o lo que es lo mismo, cuánto está de apalancada. Además, esta ratio tiene una estrecha relación con la ratio de endeudamiento, que será estudiada más adelante, ya que cuanto mayor sea el nivel de apalancamiento menor será el nivel de endeudamiento.

El cálculo se realiza mediante la siguiente fórmula:

$$\text{RATIO DE AUTOFINANCIACIÓN} = \text{Patrimonio neto} / \text{Activo}$$

Gráfico 14: Ratio de autofinanciación de NH, Meliá y Sector.



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales.

En esta ocasión, NH también obtiene mejores resultados que Meliá, al contar con mayor porcentaje de activo financiado con recursos propios, situándose alrededor del 40%, mientras que Meliá ronda el 30%. NH ha mantenido una tendencia constante durante todos los años, pudiendo destacar un ligero pico de descenso en 2012, coincidiendo con la reducción de patrimonio neto que se llevó a cabo ese año ocasionada por las pérdidas.

En cuanto a los valores de Meliá, son algo menores que los de los otros dos casos objeto de estudio, manteniéndose constante en todo el periodo en valores en torno al 0,3. Sin embargo,

ha mejorado su posición al final, llegando a alcanzar en el último año, el 2015, su mayor porcentaje de autofinanciación (0,42).

Y, en lo referido a la media del sector, se comporta de forma similar a NH, llevando una tendencia más o menos constante entre los valores 0,4 y 0,5, y sufriendo en un momento concreto un descenso más marcado, en este caso en el 2013, situándose en una autofinanciación del 36%, pero finalizando el periodo con un valor del 50%, lo cual significa que financia a partes iguales entre recursos propios y ajenos su activo.

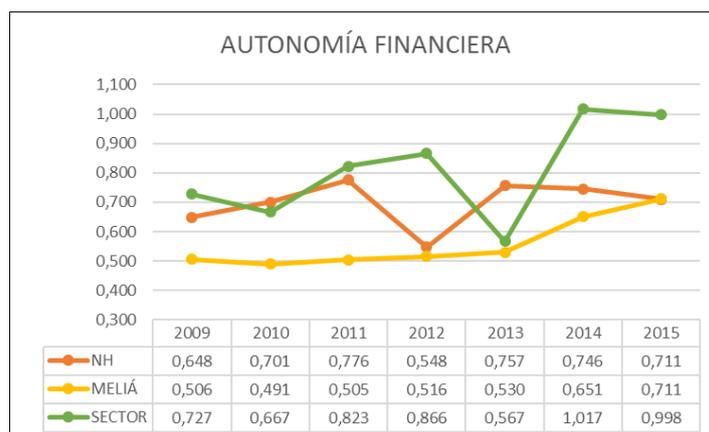
5.3. RATIO DE AUTONOMÍA FINANCIERA

Este cociente relaciona el patrimonio neto con las deudas totales de la empresa, e informa de la composición de las fuentes de financiación. Esta ratio mide la autonomía o independencia financiera de la empresa y a través de la cual, se intenta conocer el nivel óptimo de endeudamiento de la misma.

Cuanto mayor sea su valor, menor será el riesgo de insolvencia que sufra la empresa y mayor su independencia financiera. Por tanto, en caso de ser un valor elevado, le daría lugar a la empresa a menores dificultades a la hora de encontrar fuentes de financiación. El cálculo se realiza mediante la siguiente fórmula:

$$\text{RATIO DE AUTONOMÍA FINANCIERA} = \text{Patrimonio neto} / \text{Pasivo exigible}$$

Gráfico 15: Ratio de autonomía financiera de NH, Meliá y Sector.



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales.

Los resultados obtenidos se corresponden con las ratios calculadas anteriormente, situándose una vez más NH por encima de Meliá, con unos valores de autonomía financiera algo mayores, no situándose sin embargo ninguno de ellos por encima de la unidad, por lo que tiene una independencia financiera bastante débil, pudiendo encontrar dificultades a la hora

de encontrar fuentes de financiación. Podemos destacar el valor obtenido en 2012 una vez más, se ocasionó un descenso de la autonomía financiera debido a la disminución del patrimonio neto.

En el caso de Meliá, aunque ha aumentado desde el 2009 (0,506) hasta el 2015 (0,71), no alcanza la unidad en ninguno de los ejercicios, lo que al igual que en el anterior caso se traduce en una independencia financiera muy débil.

El sector ha mejorado su situación, ya que ha pasado de contar con unos valores por debajo de la unidad en todo el período de estudio, para acabar situándose en 2014 y 2015 con el valor 1, aunque debería seguir mejorando y superar la unidad, para que, por cada euro de deuda contraída con terceros, se posea al menos una unidad monetaria de recursos para hacerlas frente, y así solventar los posibles riesgos de insolvencia.

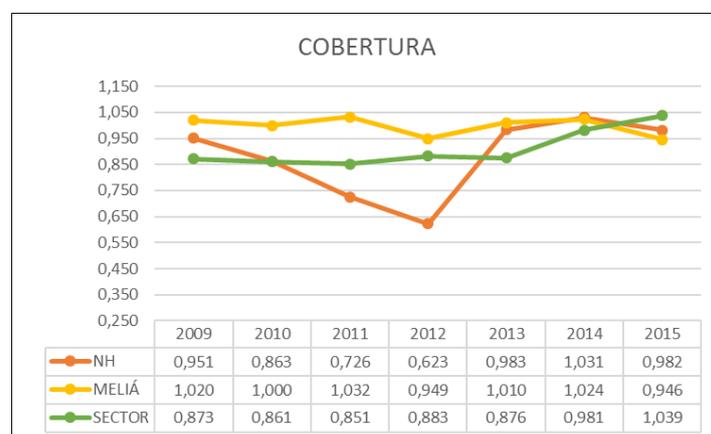
5.4. RATIO DE COBERTURA

La ratio de cobertura, o también llamada, ratio de estabilidad, compara las masas patrimoniales a largo plazo de activo y pasivo, es decir, cómo se financian los activos no corrientes con recursos permanentes de la empresa. Es por tanto aconsejable que su valor sea superior a la unidad.

Según Rivero (1998), un valor de la ratio inferior a la unidad mostraría un déficit de recursos propios y ajenos a largo plazo, al estar financiado el activo no corriente, en parte, por recursos ajenos a corto plazo, lo que se traduce normalmente en un desequilibrio en el tiempo entre disponibilidades y exigibilidades. El cálculo se realiza mediante la siguiente fórmula:

$$\text{RATIO DE COBERTURA} = (\text{Patrimonio neto} + \text{Pasivo exigible no corriente}) / \text{Activo no corriente}$$

Gráfico 16: Ratio de cobertura de NH, Meliá y Sector.



Fuente: elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales.

En lo referido a NH, cuenta con unos valores por lo general, inferiores a la unidad, salvo en una ocasión, en 2014 (1,031), por lo que podemos decir que la empresa no cuenta con recursos permanente suficientes para financiar sus activos fijos, aunque al final del periodo ha mejorado su situación con valores más próximos a la unidad

Comparando estas cifras con Meliá, ésta presenta valores constantes sin grandes oscilaciones en torno a la unidad durante todo el período de estudio, por lo que en términos de cobertura está mejor posicionada que NH, y cuenta por tanto con recursos permanentes suficientes para financiar sus activos fijos.

Por último, en cuanto a la media del sector, los valores no alcanzaban la unidad en ninguno de los años, ya que se encontraban en torno al 80%, a excepción del último, que se ha situado en un 1,04 en el año 2015, lo cual significa que ha mejorado su posición en cuanto a los problemas de financiación a largo plazo que podía presentar.

6. ANÁLISIS DE ENDEUDAMIENTO

De acuerdo con Rivero (1998), las ratios de endeudamiento se elaboran para emitir señales, información sobre situaciones estructurales del pasivo, que faciliten en base a ellas, un diagnóstico respecto a la cuantía y calidad de los compromisos de pago (a corto y largo plazo) adquiridos por la empresa.

Vamos a estudiar el endeudamiento mediante el cálculo, por un lado, de la ratio de endeudamiento y, por otro lado, de la calidad de la deuda.

6.1. RATIO DE ENDEUDAMIENTO

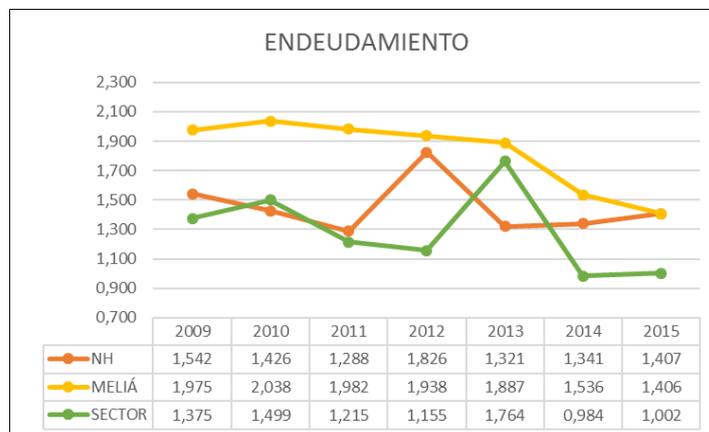
En primer lugar, con esta ratio vamos a estudiar la relación entre el pasivo exigible total y el patrimonio neto, con el objetivo de conocer el grado de dependencia financiera. Para Goxens y Gay (1999) esta ratio debería ser cercano a 1, aunque lo ideal es que sea inferior a la unidad, ya que, en caso contrario, la sociedad estaría en mano de los acreedores, con el consiguiente riesgo para los accionistas.

Por tanto, vamos a medir la intensidad de los fondos ajenos en relación con los fondos propios, y, con ello, el grado de dependencia de los acreedores en el desarrollo normal de la actividad, ya que de acuerdo con Rivero (1998), esta ratio supone una medida del riesgo financiero asociado con los fondos aportados o retenidos por los accionistas, siendo reflejo del riesgo que corren, tanto estos como los acreedores.

El cálculo se realiza mediante la siguiente fórmula:

$$\text{RATIO DE ENDEUDAMIENTO} = \text{Pasivo exigible} / \text{Patrimonio neto}$$

Gráfico 17: Ratio de endeudamiento de NH, Meliá y Sector.



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales.

En lo relativo al endeudamiento de NH, podemos decir que se encuentra en una situación similar a la de la media del sector, y mejor posicionada en estos términos que Meliá, al contar todo el período con un endeudamiento menor. Sin embargo, en todos los ejercicios obtiene valores superiores a la unidad, destacando el valor de 2012 (1,826) en el que empeoró su situación de endeudamiento, coincidiendo con los datos obtenidos en las anteriores ratios calculadas. Ha finalizado el período de estudio con un valor de 1,407 que supone que, por cada unidad monetaria de recursos propios, se utilizan 1,407 unidades monetarias de deuda.

En cuanto a Meliá, obtiene unos valores bastante más negativos en términos de endeudamiento, superando en todos los ejercicios la unidad, y llegando incluso a alcanzar en varios años valores cercanos a 2. Posteriormente, los valores se van relajando, situándose en el 2015 con un 1,406, igualando prácticamente a NH, pero siendo un valor demasiado alto para este índice, ya que puede implicar mayor riesgo de insolvencia a largo plazo, al financiarse en mayor medida de acreedores que de socios.

Por último, la media del sector aporta unos valores un poco más moderados que los de Meliá, pero son aun así superiores a la unidad prácticamente todo el período de estudio, disminuyendo hasta alcanzar el valor 1 en el último año.

6.2. RATIO DE LA CALIDAD DE LA DEUDA

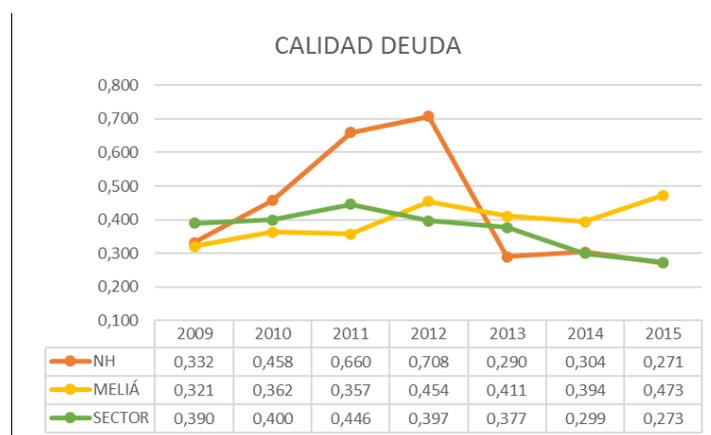
Se define como cociente entre los fondos ajenos a corto plazo y los fondos ajenos totales, informando del nivel relativo de endeudamiento a corto plazo. De acuerdo con Cabal (2010), esta ratio mide el grado de inestabilidad financiera en función del vencimiento del exigible,

interpretándose que la deuda es de mayor calidad cuanto más a largo plazo sea, ya que ello permitiría a la empresa disponer de un mayor margen de tiempo para adoptar las medidas correctoras que fuesen oportunas de cara a superar posibles situaciones de dificultad empresarial.

El cálculo se realiza mediante la siguiente fórmula:

$$\text{RATIO DE CALIDAD DE LA DEUDA} = \text{Pasivo exigible corriente} / \text{Pasivo exigible}$$

Gráfico 18: Ratio de calidad de la deuda de NH, Meliá y Sector.



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales.

En este caso, podemos observar que tanto Meliá como la media del sector se han mantenido más o menos constantes en valores en torno al 30 y 40 por ciento, lo cual significa que la calidad de la deuda no es especialmente mala, al contar en mayor medida con financiación ajena a largo plazo. Sin embargo, nuestra empresa objeto de estudio, NH, ha sufrido oscilaciones muy fuertes en esta ratio, ya que en el 2011 y 2012 sufrió un fuerte aumento llegando a alcanzar la cifra de 70,8% de exigible a corto plazo, lo cual resulta preocupante. No obstante, esta situación se revirtió al año siguiente, ya que como hemos comentado en apartados anteriores llevó a cabo una reclasificación de la deuda de corto a largo plazo, por lo que los valores obtenidos en los siguientes tres ejercicios resultan mucho más positivos, situándose en 2015 con tan solo un 0,271.

7. ANÁLISIS DE RESULTADOS

Tras analizar la estructura del balance y la capacidad de la empresa para hacer frente a sus compromisos de pago, en este apartado vamos a estudiar la capacidad de la empresa para generar beneficios, siendo este análisis de gran importancia, ya que, a través del análisis económico en el que se examinan los resultados se puede conocer la eficacia de la gestión empresarial tanto a corto como a largo plazo (Goxens y Gay, 1999).

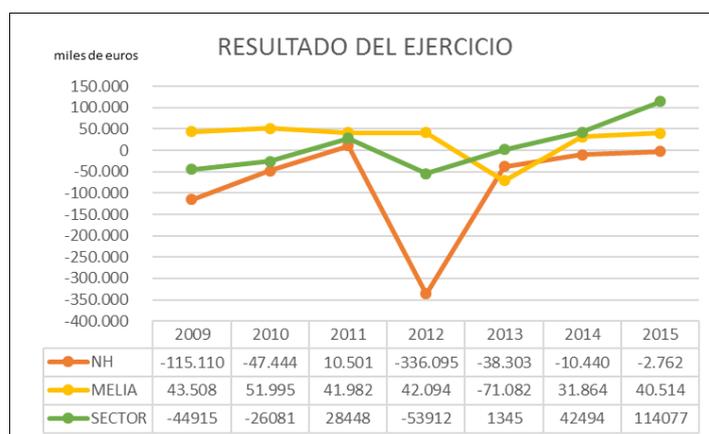
Este análisis se basa en la cuenta de pérdidas y ganancias, para obtener una visibilidad conjunta de la rentabilidad, la productividad y el crecimiento de la empresa (Rivero y Rivero, 1992)

En este apartado vamos a utilizar la Cuenta de Pérdidas y Ganancias que ha elaborado la empresa según el formato del PGC y vamos a analizar por separado el resultado del ejercicio, el resultado de explotación y el resultado financiero, y posteriormente en el siguiente apartado pasaremos a estudiar las rentabilidades que ofrecen en los tres casos del estudio.

7.1. RESULTADO DEL EJERCICIO

En este epígrafe vamos a observar cómo ha ido evolucionando el resultado del ejercicio en los tres casos, el cual incluye el resultado de explotación y el resultado financiero.

Gráfico 19: Resultado del ejercicio de NH, Meliá y Sector.



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales.

En el caso de NH, ha mejorado algo su situación desde el inicio del período, ya que comenzó obteniendo resultados muy negativos, pasando en 2012 por unas pérdidas bastante elevadas, y ha acabado en 2015 con una cifra negativa de -2.762 miles de euros, lo cual no refleja una situación favorable para la compañía, pero sí algo mejor que el resto de ejercicios.

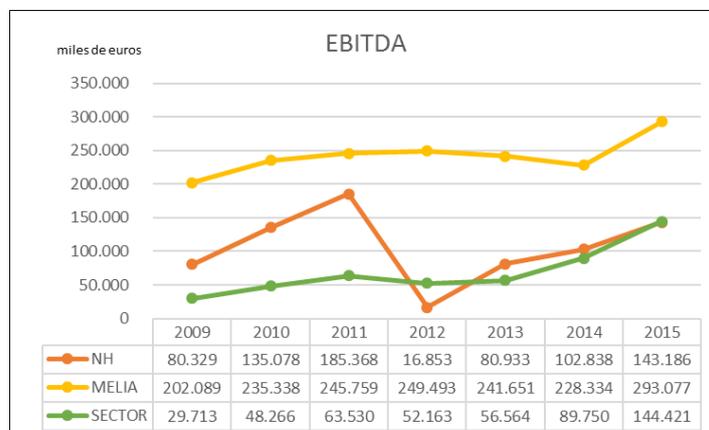
Meliá, sin embargo, ha obtenido resultados positivos la mayoría de los ejercicios, lo cual le posiciona en una situación bastante más favorable que a NH, estando hasta el 2013 obteniendo más resultados que la competidora y que la media del sector, ya que ese año obtuvo pérdidas, pero en los dos ejercicios siguientes recuperó su situación.

El sector es el que mejor resultados ha obtenido, ya que, a pesar de comenzar con valores negativos, a partir de 2013 comenzó a tener beneficios, y ha finalizado en 2015 con un muy buen valor de resultado del ejercicio de 114.077 miles de euros.

7.2. ANÁLISIS DEL EBITDA Y RESULTADO DE EXPLOTACIÓN

7.2.1. EBITDA

Gráfico 20: EBITDA de NH, Meliá y Sector.



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales.

El EBITDA⁹, el cual podemos observar en el gráfico 20, se calcula teniendo en cuenta los ingresos y gastos de explotación, antes de incorporar las amortizaciones y deterioros de inmovilizado, lo cual daría lugar al resultado de explotación. Su objetivo es obtener una imagen fiel de lo que la empresa está ganando o perdiendo en el núcleo del negocio.

En el caso de NH, el resultado ha oscilado a lo largo de los años, sufriendo un descenso en 2012, que fue lo que originaría las enormes pérdidas de ese año, para después, los años siguientes, ir poco a poco aumentando el mismo.

En cuanto a Meliá, ha obtenido resultados mucho más positivos, manteniéndose más o menos constante todos los años y aumentando en el último ejercicio, por lo tanto, gracias a la evolución positiva de las ventas, la compañía será rentable y su éxito dependerá de la política de tratamiento o gestión de los gastos financieros, así como de la política de depreciaciones y amortizaciones.

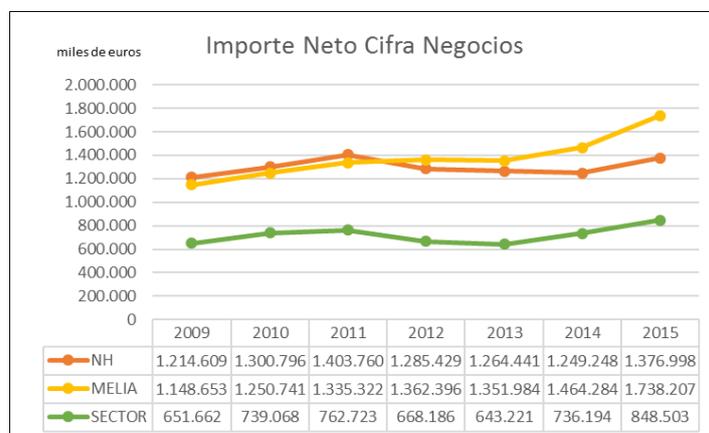
En el caso de la media del sector, es la que peores resultados ha obtenido en este índice, aunque ha finalizado el período de estudio con unos valores muy similares a los de NH.

Para estudiar de forma más detenida los ingresos y los gastos en los que incurre cada caso, vamos a utilizar los siguientes gráficos.

⁹ EBITDA corresponde al término anglosajón "Earnings before interests, taxes, depreciations and amortizations".

7.2.2. Importe Neto de la Cifra de Negocios

Gráfico 21: Importe Neto de la Cifra de Negocios de NH, Meliá y Sector.



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales.

Como se puede observar en el gráfico 21, el importe neto de la cifra de negocios de NH y Meliá ha ido a la par en todo el período de estudio, y aunque comenzó siendo superior la de NH, a partir de 2012, se revirtió la situación para ponerse en primer lugar Meliá, aunque como dato positivo podemos decir, que ambas compañías han mejorado su cifra desde el inicio hasta el 2015.

La media del sector se sitúa en valores muy lejanos, cercanos a la mitad de la cifra de la compañía, aunque también ha aumentado su cifra al final del periodo con respecto al 2009.

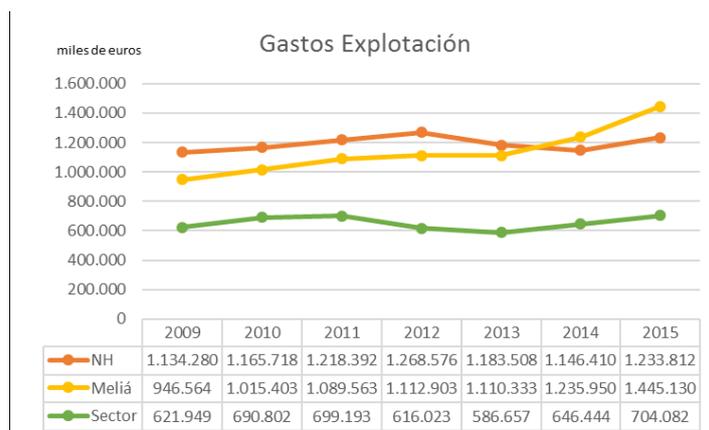
Por lo tanto, teniendo una cifra de ingresos de explotación similar, es necesario analizar en el siguiente apartado los gastos de explotación para conocer si proviene de ahí el origen de los diferentes resultados que han ido obteniendo las compañías.

7.2.3. Gastos de explotación

En cuanto a los gastos de explotación, los cuales se pueden observar en los gráficos siguientes, podemos ver en el gráfico 22 la evolución de la cifra total de los gastos de explotación, y los siguientes gráficos detallan cada una de las partidas en las que emplean cada una de las empresas sus gastos¹⁰, mediante los porcentajes respecto del total de la cifra de ventas que representan cada uno de ellos.

¹⁰ Los gastos de explotación incluyen "Consumos y aprovisionamientos", "Gastos de personal" y "Otros gastos operativos". La partida "Otros gastos operativos" incluye según los Informes Anuales "Arrendamientos" y "Servicios Exteriores"

Gráfico 22: *Gastos de explotación de NH, Meliá y Sector*

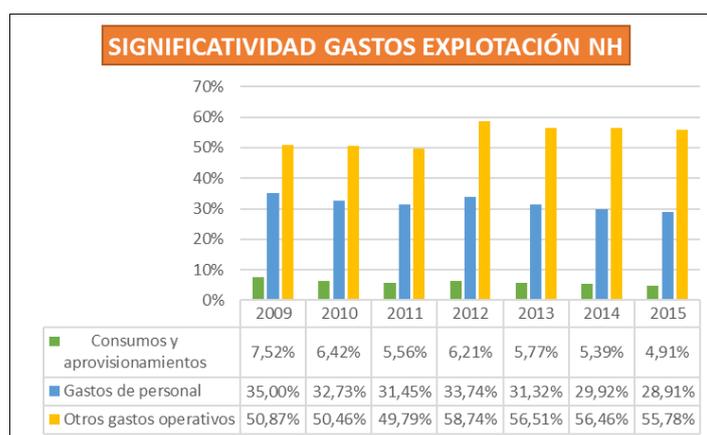


Fuente: *Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales.*

Como se puede observar, la evolución de los gastos es muy similar en los tres casos, aunque cabe destacar el aumento en un 52,67% de los gastos de Meliá, el cual es debido principalmente al aumento de los “Gastos de personal”, así como el aumento de la partida “Otros gastos operativos”; mientras que NH sólo los ha aumentado en un 8,77% y el sector en un 13,21%.

Por lo tanto, el origen de los diferentes resultados obtenidos en el EBITDA de las tres empresas, no proviene de los gastos de explotación incluidos en los gráficos siguientes.

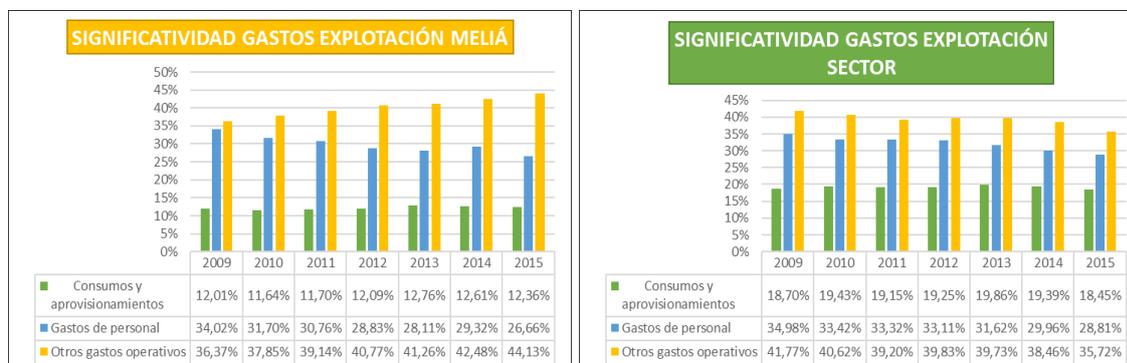
Gráfico 23: *Significatividad de los gastos de explotación sobre ventas de NH.*



Fuente: *Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales.*

En el gráfico 23 podemos ver que la principal partida de gastos en NH es la de “Otros gastos operativos”, que aumenta su representatividad respecto de la cifra de ventas; seguidos de los “Gastos de personal” y, por otro lado, los “Consumos y aprovisionamientos” no representan una gran importancia.

Gráficos 24 y 25: Significatividad de los gastos de explotación sobre ventas de MELIÁ y del Sector.



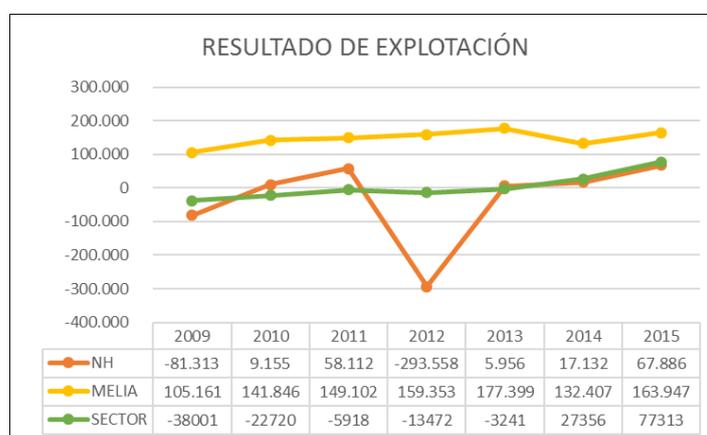
Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales.

En el caso de Meliá, también destaca la partida “Otros gastos operativos”, los “Gastos de personal” tienen un porcentaje similar, y cobran un poco más de importancia los “Consumos y aprovisionamientos”.

Por último, en el caso de la media del sector, destaca por encima de los otros gastos, “Otros gastos operativos”, aunque siguen siendo de importancia los “Gastos de personal”.

7.2.4. Resultado de explotación

Gráfico 26: Resultado de explotación de NH, Meliá y Sector.



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales.

Como ya hemos comentado, el resultado de explotación se calcula a partir del EBITDA, incluyendo la amortización y los deterioros del inmovilizado, por tanto refleja las distintas políticas de amortización que han llevado las empresas, y los deterioros en los que han incurrido, al obtener, sobre todo NH, unos resultados que difieren del EBITDA.

En este indicador, los valores de NH han oscilado bastante en el período estudiado, ya que de 2009 a 2011 estaban en fase de crecimiento, pero, sin embargo, la compañía alcanzó en

2012 un muy mal resultado (-293.558 miles de euros) explicado por el deterioro de activos que sufrió, provocando una gran cifra de “Pérdidas por deterioro de activos”; y posteriormente ha ido aumentando, hasta alcanzar su mejor resultado del período en 2015 (67.886 miles de euros).

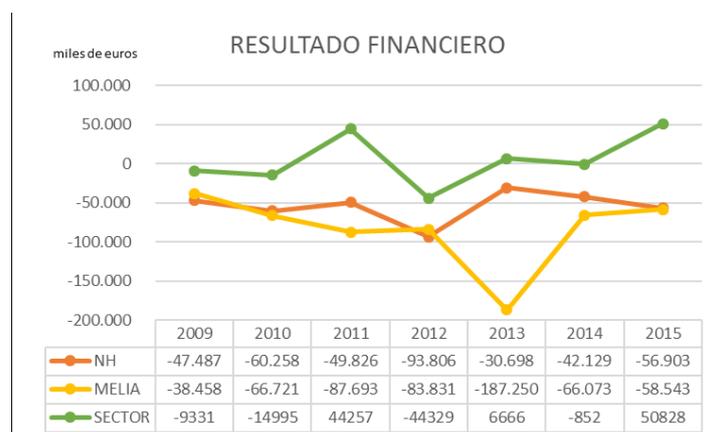
El caso de Meliá resulta más favorable, ya que no ha obtenido pérdidas en ninguno de los ejercicios, y se ha mantenido alcanzando grandes beneficios, finalizando el período con un muy buen resultado (163.947 miles de euros en 2015)

Por último, el sector se ha comportado de forma muy satisfactoria, ya que ha finalizado el período de estudio con un resultado de explotación positivo, obteniendo su cifra más alta de todo el período de estudio, de un resultado de 77.313 miles de euros, una posición más cercana a NH que a Meliá, por lo que podemos decir que Meliá es la que mejor posicionada se encuentra en cuanto a este indicador.

7.3. RESULTADO FINANCIERO

Mediante el estudio del resultado financiero podemos observar la cantidad de ingresos y gastos financieros que tienen en cada uno de los casos, de forma independiente a los resultados de la actividad de explotación.

Gráfico 28: Resultado financiero de NH, Meliá y Sector.



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales.

A grandes rasgos podemos observar que en general se incurren en más gastos financieros que los ingresos que obtienen, ya que obtienen valores negativos en la mayoría de los ejercicios los tres casos estudiados.

La compañía NH, ha obtenido en todos los ejercicios resultados negativos, aunque situándose en valores un poco menos negativos que Meliá, aunque por debajo de los resultados que ha obtenido la media del sector.

Meliá no ha obtenido en ningún año un resultado positivo, sin embargo, dentro de los valores negativos, ha ido recuperando ligeramente la situación desde el 2013, al reducir las pérdidas del gran pico de descenso que obtuvo ese año, el cual viene explicado por unos elevados gastos en el epígrafe “Financiación bancaria”.

Por último, el sector es el único que ha sido capaz de generar beneficios financieros, de forma que, aunque ha oscilado obteniendo resultados negativos algún año, ha recuperado su posición, y ha obtenido en el 2015 un beneficio de 50.828 miles de euros.

8. ANÁLISIS DE RENTABILIDAD

Según Goxens y Gay (1999), la rentabilidad permite relacionar lo que se gana a través de la cuenta de pérdidas y ganancias con lo que se precisa para poder desarrollar la actividad empresarial. En otras palabras, de acuerdo con Palomares y Peset (2015), medirá los retornos de las inversiones de la empresa, así como los retornos que obtienen la financiación propia y la financiación ajena.

Para llevar a cabo su estudio vamos a distinguir entre rentabilidad económica y rentabilidad financiera.

8.1. RENTABILIDAD ECONÓMICA

La rentabilidad económica o también llamada “Return on Assets” (ROA), se define según Palomares y Pesset (2015) como la relación entre el beneficio antes de intereses e impuestos con los activos totales medios. Mide la eficacia de la empresa para gestionar sus activos sin tener en cuenta la forma en que estos se han financiado.

De acuerdo con Amat (2008), cuanto más elevado sea esta ratio mejor, ya que indica que se obtiene más productividad del activo.

El cálculo se realiza mediante la siguiente fórmula

$$\text{ROA} = \text{EBIT} / \text{Activo total}$$

A continuación, aparecen las tablas con todos los datos necesarios para el cálculo de este índice en los tres casos.

Tabla 2: ROA de NH, Meliá y Sector.

NH (miles de euros)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Resultado explotación (EBIT)	-81.313 €	9.155 €	58.112 €	-293.558 €	5.956 €	17.132 €	67.886 €
Activo total	3.535.943 €	3.320.897 €	3.074.770 €	2.825.335 €	2.687.374 €	2.660.999 €	2.710.887 €
ROA (%)	-2,300%	0,276%	1,890%	-10,390%	0,222%	0,644%	2,504%

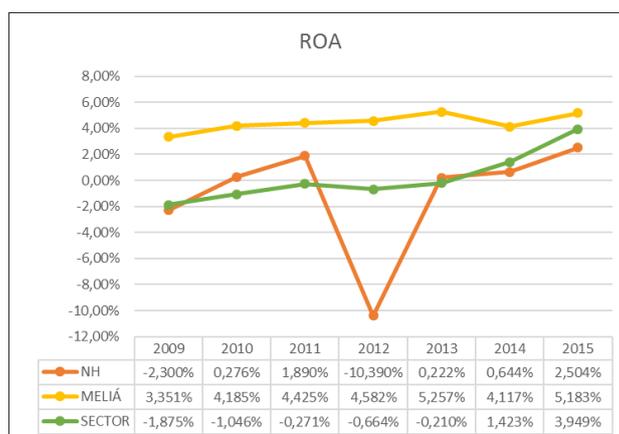
MELIÁ (miles de euros)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Resultado explotación (EBIT)	105.161 €	141.846 €	149.102 €	159.353 €	177.399 €	132.407 €	163.947 €
Activo total	3.138.375 €	3.389.772 €	3.369.181 €	3.477.738 €	3.374.210 €	3.216.173 €	3.163.029 €
ROA (%)	3,351%	4,185%	4,425%	4,582%	5,257%	4,117%	5,183%

SECTOR (miles de euros)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Resultado explotación (EBIT)	-38.001 €	-22.720 €	-5.918 €	-13.472 €	-3.241 €	27.356 €	77.313 €
Activo total	2.026.298 €	2.171.543 €	2.185.452 €	2.027.784 €	1.544.747 €	1.921.920 €	1.957.735 €
ROA (%)	-1,875%	-1,046%	-0,271%	-0,664%	-0,210%	1,423%	3,949%

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales.

Para poder explicar de una forma más clara la evolución del ROA, se muestra a continuación un gráfico con la comparación.

Gráfico 29: ROA de NH, Meliá y Sector.



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales.

Como se puede observar, NH no obtiene unos valores muy óptimos en este indicador, sobre todo en el ejercicio 2012, en el que obtuvo una rentabilidad negativa del -10,390%, y a partir de ese momento se fue recuperando poco a poco, aunque siempre por debajo de su principal competidor y de la media del sector. En cuanto a Meliá, ha obtenido las mejores rentabilidades de entre los tres casos, estando alrededor del 4 y el 5%, lo que le sitúa en una muy buena posición en términos de rentabilidad económica.

Por último, la media del sector ha mejorado su posición desde el inicio, aunque comenzó con la rentabilidad negativa en 2009, ha ido remontando la situación, hasta alcanzar en 2015 una rentabilidad de casi un 4% situándole entre las dos empresas estudiadas.

Por tanto, en general, las rentabilidades económicas alcanzadas por Meliá y la media del sector son favorables, pero las de NH deberían seguir creciendo y siguiendo el camino de crecimiento de los dos últimos años.

8.2. RENTABILIDAD FINANCIERA

La rentabilidad financiera, o también denominada como rentabilidad de los fondos o capitales propios, o en su expresión anglosajona ROE, “Return on Equity”, hace referencia según Archel (2012), a la rentabilidad de las inversiones realizadas por los propietarios en calidad de aportantes de financiación al patrimonio empresarial, es decir, la rentabilidad para los accionistas.

Por tanto, una insuficiencia de rentabilidad financiera implicaría limitaciones al acceso de nuevos fondos propios, y por el contrario, cuanto más altos sean los valores, suponen mayores beneficios para los accionistas.

El cálculo se realiza mediante la siguiente fórmula:

$$\text{ROE} = (\text{EBIT} - \text{Gastos financieros}) / \text{Patrimonio neto}$$

Tabla 3: ROE de NH, Meliá y Sector.

NH (miles de euros)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Resultado explotación (EBIT)	-81.313 €	9.155 €	58.112 €	-293.558 €	5.956 €	17.132 €	67.886 €
Gastos Financieros	57.698 €	61.902 €	68.646 €	85.019 €	77.538 €	68.829 €	73.715 €
Patrimonio Neto	1.390.924 €	1.368.817 €	1.343.797 €	999.833 €	1.158.010 €	1.136.668 €	1.126.084 €
ROE (%)	-9,994%	-3,853%	-0,784%	-37,864%	-6,181%	-4,548%	-0,518%

MELIÁ (miles de euros)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Resultado explotación (EBIT)	105.161 €	141.846 €	149.102 €	159.353 €	177.399 €	132.407 €	163.947 €
Gastos Financieros	66.231 €	78.767 €	83.531 €	102.494 €	121.668 €	107.101 €	70.708 €
Patrimonio Neto	1.054.959 €	1.115.944 €	1.129.871 €	1.183.878 €	1.168.583 €	1.267.984 €	1.314.550 €
ROE (%)	3,690%	5,653%	5,803%	4,803%	4,769%	1,996%	7,093%

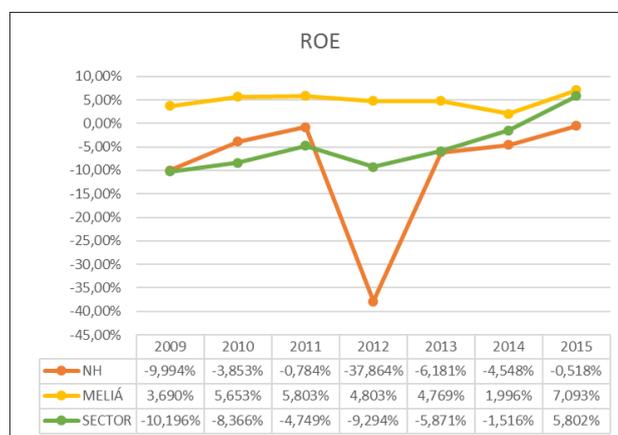
SECTOR (miles de euros)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Resultado explotación (EBIT)	-38.001 €	-22.720 €	-5.918 €	-13.472 €	-3.241 €	27.356 €	77.313 €
Gastos Financieros	48.991 €	49.982 €	40.944 €	73.989 €	29.563 €	42.042 €	20.567 €
Patrimonio Neto	853.235 €	868.983 €	986.787 €	941.009 €	558.785 €	968.905 €	977.987 €
ROE (%)	-10,196%	-8,366%	-4,749%	-9,294%	-5,871%	-1,516%	5,802%

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales.

Como se puede observar en las tablas, los valores obtenidos no resultan muy satisfactorios, siendo negativos en la mayoría de los casos, debido a que los resultados de explotación no son suficientemente elevados para soportar los gastos financieros, dando lugar a rentabilidades negativas, a excepción de Meliá, que es el único caso de los analizados que ha obtenido buenas cifras.

Para poder explicar de una forma más clara la evolución del ROE, se muestra a continuación un gráfico con la comparación.

Gráfico 30: ROE de NH, Meliá y Sector.



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales.

La compañía que peores valores ha conseguido ha sido NH, llegando a alcanzar en el 2012 la peor rentabilidad de todos los casos (-37,864%) la cual resulta alarmante, y viene explicada por lo bajos resultados de explotación, los elevados gastos financieros, y una reducción del patrimonio neto que se produjo ese ejercicio, por lo tanto, la empresa debería tomar medidas para corregir estos valores, al estar los accionistas perdiendo fondos en la empresa.

La principal competidora, Meliá, se ha mantenido más constante en términos de rentabilidad financiera, además de contar con valores muy positivos, lo cual le otorga una posición muy favorable.

Por último, la media del sector, tampoco ha obtenido valores adecuados para el correcto funcionamiento, ya que han sido negativos todo el período, a excepción del último ejercicio, ya que en el 2015 ha obtenido una rentabilidad financiera del 5,8%, y puede venir explicado por un mayor resultado de explotación que es capaz de compensar los gastos financieros.

9. MODELO PREDICCIÓN INSOLVENCIA: Z SCORE DE ALTMAN

Las ratios vistas hasta ahora pueden evaluarse de forma individual, es decir, desde una perspectiva unidimensional, y han sido las herramientas utilizadas tradicionalmente por las empresas para analizar e interpretar la situación de los estados financiero. Sin embargo, no cuentan con una gran capacidad para predecir el éxito o fracaso financiero futuro, por lo que autores como Azofra (1995) consideran que hubo la necesidad de que estas herramientas

tradicionales de diagnóstico dejaran paso a otras más modernas, las cuales se basan en el análisis multidimensional, que son más capaces de predecir el futuro.

Esta nueva herramienta comenzó a ser muy útil y estudiada por muchos autores como W. Beaver (1966), E. Altman (1968), Fulmer (1984), G. Springate (1978), J. Ohlson (1980), etc. Estos modelos sin embargo no son determinantes, aunque han resultado con unos niveles de acierto elevados. En nuestro caso nos vamos a centrar en el modelo de predicción Z Score de Altman.

El modelo Z Score de Edward Altman (1968), es un indicador financiero que mide la solvencia y el estado de una empresa diagnosticando la probabilidad de quiebra, es decir, un análisis del fracaso empresarial. Este autor construyó un modelo con ratios que respondieran a la pregunta de cuáles predecían de mejor modo la insolvencia mediante un análisis discriminante múltiple (MDA¹¹). Es una técnica estadística muy utilizada en distintos campos académicos, y que en el periodo en el que el autor realizó su estudio se extendió al ámbito financiero.

Este modelo permite construir un “credit score”, es decir, un indicador que engloba varios indicadores económicos financieros y les otorga una ponderación, de forma que constituye un indicador de la mayor o menor probabilidad de quiebra, y por lo tanto, el mayor o menor riesgo de crédito, asignando un valor (Z-score) a cada empresa en función del valor que obtenga cada una de las razones financieras que lo integran.

Respecto a la selección de ratios, seleccionó un total de 22 ratios que se podían clasificar en cinco factores en función de la naturaleza de la medida: liquidez, rentabilidad, apalancamiento financiero, solvencia y productividad. Para Altman, dichos factores mostraron ser las mejores combinaciones para el discriminante entre empresas en quiebra y empresas sin quiebra (Ibarra, 2001).

La principal ventaja es que es un modelo que ofrece resultados claros y comprensibles, ya que tiene un gran poder discriminante, de manera que una vez aplicado es fácil diferenciar las empresas que se encuentran en zonas de riesgo de aquellas que no. Y en cuanto a los inconvenientes, se podría destacar según Ibarra (2001), que por un lado es posible estar desechando información relevante, así como a veces es necesario información financiera que las empresas no publican, y por otro lado, los ratios financieros tienen poca capacidad para

¹¹ MDA corresponde al término anglosajón “multiple discriminant analysis”.

llevar predicciones “ex ante”, en cambio, cuando se realizan “ex post”, el modelo de Altman resulta muy exacto y se reconocen más las causas del fracaso a través de los estados financieros.

Su cálculo se realiza mediante la siguiente fórmula:

$$Z = 1,2 \times X_1 + 1,4 \times X_2 + 3,3 \times X_3 + 0,6 \times X_4 + 0,99 \times X_5$$

donde, las variables corresponden a las siguientes razones financieras:

X_1 = fondo de maniobra sobre activo total

X_2 = resultado del ejercicio sobre activo total

X_3 = resultado antes de intereses e impuestos (EBIT) sobre activo total

X_4 = valor de mercado del PN (capitalización bursátil¹²) sobre el pasivo total

X_5 = ventas sobre activo total.

Baremo de resultados:

$Z > 2,99$: la compañía no tendrá problemas de solvencia

$1,81 \leq Z \leq 2,99$: zona gris o zona de ignorancia, seguridad relativa.

$Z < 1,81$: riesgo de insolvencia

Tabla 4: Modelo Z Score para NH y Meliá.

2015	NH	MELIA
X_1	-0,0150	-0,0412
X_2	-0,0010	0,0128
X_3	0,0250	0,0518
X_4	1,1139	1,3116
X_5	0,5080	0,5495
Z SCORE	1,2344	1,4705

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales.

Según la fórmula plateada por Altman, las dos compañías se encuentran en riesgo de insolvencia, ya que ambas obtienen un resultado inferior a 1,81, por lo que deberían replantearse sus decisiones, y la forma en la que están gestionando y financiando sus activos para poder reducir su riesgo de insolvencia.

¹² NH <http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0161560018>
 MELIÁ <http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0176252718>

10. CONCLUSIONES

Tras realizar el análisis económico y financiero de NH, así como la comparación con la líder y la media del sector, en el periodo de 2009 al 2015, podemos afirmar que NH ha afrontado la crisis peor que el sector, atravesando momentos críticos de gran dificultad, aunque ha ido mejorando su situación en los últimos ejercicios analizados.

En lo que se refiere a la estructura económica, NH coincide con sus competidoras en mostrar un mayor porcentaje de activos fijos que de activos corrientes. Tras la crisis NH ha aumentado ligeramente la importancia de sus activos fijos llegando a alcanzar el 85,65%, a diferencia de Meliá que los ha disminuido. En cuanto al activo corriente podemos destacar el descenso muy significativo en NH de las existencias y del disponible, en favor del realizable, algo que ha ocurrido de forma similar en su competidora, frente a la media del sector que en cambio ha disminuido el realizable y las existencias en favor del disponible.

En cuanto a la estructura financiera, en NH también está repartida de forma similar a sus competidoras, en torno a un 40% de financiación propia y un 60% de financiación ajena, aunque en todos los casos han aumentado tras el período de estudio la representatividad de la propia sobre el total, lo que ha hecho que las ratios de solvencia mejoren y las de endeudamiento disminuyan.

Respecto a la financiación ajena de NH ha sufrido muchos cambios durante estos años, llevando a cabo en el 2013 una reestructuración de su deuda de corto a largo plazo, gracias a la confianza que otorgó el aumento de capital llevado a cabo ese año, lo cual mejoró los indicadores de liquidez, aunque NH ha mostrado una peor posición que la de su principal competidora, lo cual aparece también reflejado en el fondo de maniobra negativo con el que ha contado la mayoría de los ejercicios.

Por otro lado, la ratio de cobertura de NH refleja que no ha sido capaz de financiar sus activos fijos con recursos permanentes, y respecto al endeudamiento, NH se sitúa en valores próximos a la media del sector, frente a Meliá que cuenta con unos datos de endeudamiento algo más elevados.

En lo que se refiere a resultados, NH ha obtenido pérdidas a lo largo de todo el período analizado, presentando peores resultados que el resto de sus competidoras. El ejercicio 2012 marcó para NH un punto de inflexión, ya que, tras obtener ese año el peor resultado de todo el período, tras la ampliación de capital y la reestructuración de su deuda, el resultado mostró un cambio de signo comenzando a mejorar, sin embargo, no ha alcanzado los valores de sus

competidoras. Las rentabilidades reflejan por tanto toda esta situación, contando NH con una rentabilidad económica muy baja y una rentabilidad financiera negativa la mayoría de los ejercicios, frente a las rentabilidades que ha obtenido su principal competidora, con unos datos mucho más positivos.

Mediante el modelo de predicción de insolvencia de Altman, hemos llegado a la conclusión de que tanto NH como su competidora presentan riesgo de insolvencia. Sin embargo, debido a las limitaciones que hemos comentado que este modelo presenta, esta predicción de insolvencia no coincide con la situación de mejora que podemos observar en los resultados y ratios de la compañía NH. Por lo tanto, basándonos en su situación, la cual ha ido mejorando en los últimos períodos con respecto a los años anteriores, se puede decir que esperamos un futuro positivo para la compañía si sigue la tendencia de estos últimos ejercicios.

11. BIBLIOGRAFÍA

ALTMAN, E. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporae bankruptcy.

AMAT, O. (2008). Análisis económico-financiero. Madrid: Gestión 2000.

ARCHEL, P., LIZARRAGA, F., SANCHEZ, S. y CANO, M. (2012). Estados contables: elaboración, análisis e interpretación. Pirámide, Madrid (España)

AZOFRA, V. (1995). Sobre el análisis financiero y su nueva orientación. Anales de Estudios Económicos y Empresariales.

BERNSTEIN LEOPOLD, A. (1993). Análisis de estados financieros. Teoría, aplicación e interpretación. Deusto. Barcelona.

CABAL, E., CUERVO, J.C., DE ANDRÉS, J. y GARCÍA, V. (2010). Manual de Análisis Contable. Servicio de Publicaciones de la Universidad de Oviedo, Oviedo.

DOMÍNGUEZ, P. R. (2007). Manual de análisis financiero. Juan Carlos Martínez Coll.

GONZALO, D. (2012). Evolución y retos del sector hotelero en España. Tesis Doctoral. Departamento de Economía Aplicada, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, U.N.E.D.

GOXENS, M.A. y GAY, J.M. (1999). Análisis de estados contables: diagnóstico económico-financiero. Prentice-Hall, Madrid (España).

IBARRA, A. (2001). Análisis de las dificultades financieras de las empresas en una economía emergente: las bases de datos y las variables independientes en el sector hotelero de la bolsa mexicana de valores (Tesis doctoral)

JOHNSON, G. y SCHOLLES, K. (1997). Dirección estratégica: análisis de la estrategia de las organizaciones. Prentice-Halls, Madrid (España)

MESTRES SOLER, J. R. (1999). Técnicas de Gestión y Dirección Hotelera. Gestión, Barcelona (España)

PALOMARES LAGUNA, J. y PESET GONZÁEZ, M.J. (2015). Estados financieros: interpretación y análisis. Pirámide, Madrid (España).

PÉREZ CARBALLO (1997). Lo que dicen o no dicen los Estados Financieros.

PORTER, M.E. (1982). Estrategia competitiva: técnicas para el análisis de los sectores industriales y de la competencia. CECSA, México.

RIVERO ROMERO, J. y RIVERO MENENDEZ, M^a. J. (1992). Análisis de los estados financieros. Trivium, Madrid (España)

RIVERO TORRE, P. (1998). Análisis por ratios de los estados contables financieros (análisis externo). Ed. Civitas, Madrid.

SANZ SANTOLARIA, C. (2011). Guía de los principales ratios. Acciones e Investigaciones Sociales, 0(14), 137-152. Recuperado de <https://papiro.unizar.es/ojs/index.php/ais/article/view/216/210>

SUÁREZ SUÁREZ, ANDRÉS S. (1990). Economía Financiera de la Empresa. Ed. Pirámide, Madrid (España)

Páginas web:

INE (2015) Instituto Nacional de Estadística

http://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=estadistica_C&cid=1254736169169&menu=ultiDatos&idp=1254735576863

INE (2007) Instituto Nacional de Estadística <http://www.ine.es/prensa/np533.pdf>

EUROSTAT (2014) Oficina Europea de Estadística de la Comisión Europea

http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Tourism_statistics/es

EXCELTUR

<https://www.exceltur.org/indice-sintetico-del-pib-turistico-espanol-iste/>

MINETAD (2017) Ministerio de Energía, Turismo y Agenda Digital.

<http://www.minetad.gob.es/es-es/gabineteprensa/notasprensa/2017/documents/170112%20np%20balance%20turismo%202016.pdf>

ANEXOS

ANEXO I: Balance de Situación NH Hotel Group

NH	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ACTIVO NO CORRIENTE	2.970.272	2.811.701	2.661.811	2.461.982	2.280.833	2.131.448	2.321.774
Inmovilizado Material	2.386.093	2.198.307	2.108.812	1.869.183	1.714.980	1.606.360	1.724.166
Fondo de Comercio	121.134	120.408	119.968	101.814	97.221	93.923	118.793
Activos intangibles	121.241	115.925	107.575	92.092	72.616	78.842	119.282
Inversiones inmobiliarias	5.671	0.160	7.864	6.405	957	0	0
Inversiones valoradas por el método de la participación	70.753	69.992	73.727	70.239	84.179	17.816	16.678
Inversiones financieras no corrientes	158.809	177.051	108.690	110.369	111.599	165.564	160.776
Activos por impuestos diferidos	105.290	119.574	134.936	211.184	198.782	157.958	165.797
Otros activos no corrientes	1.281	1.580	1.328	696	499	11.885	16.282
ACTIVO CORRIENTE	565.671	509.196	412.959	363.353	406.541	529.551	389.113
Activo no corriente mantenido para la venta	0	0	0	0	0	95.193	45.034
Existencias	126.037	118.973	116.228	106.005	79.635	8.226	9.508
Deudores comerciales	119.816	127.394	121.191	117.943	119.195	136.012	169.269
Deudores no comerciales	67.798	75.779	72.032	68.976	60.855	69.789	73.115
Inversiones financieras corrientes	14.217	94	0	0	0	2.787	2.190
Tesorería y otros activos líquidos equivalentes	221.585	173.117	91.143	41.445	133.869	200.103	77.699
Otros activos corrientes	16.218	13.839	11.365	14.134	12.987	17.441	12.298
TOTAL ACTIVO	3.535.943	3.320.897	3.074.770	2.825.335	2.687.374	2.660.999	2.710.887
PATRIMONIO NETO	1.390.924	1.368.817	1.343.797	999.833	1.158.010	1.136.668	1.126.084
Capital Social	493.235	493.235	493.235	493.235	493.235	700.544	700.544
Reservas	872.340	779.210	735.400	736.890	542.825	536.727	527.317
Otros instrumentos de patrimonio neto	0	0	0	0	27.230	27.230	27.230
Ajustes en patrimonio por valoración	-9.931	-6.577	-376	-5.690	0	0	0
Diferencias de conversión	-75.774	-59.540	-83.429	-79.811	-103.657	-102.659	-130.347
Autocartera	-1.100	-370	-11.914	-11.590	-38.115	-37.561	-37.561
Beneficios consolidados del ejercicio	-97.100	-41.296	-1.240	-292.110	-39.818	-9.550	938
Intereses minoritarios	209.254	204.155	204.650	158.909	153.001	23.181	37.963
PASIVO NO CORRIENTE	1.433.386	1.058.818	588.586	533.459	1.085.111	1.060.852	1.155.004
Obligaciones y otros valores negociables	0	0	0	0	458.288	463.982	471.871
Deudas con entidades de crédito	942.555	663.793	225.923	180.501	321.295	268.944	336.165
Acreedores por arrendamientos financieros	278	420	565	1.288	1.703	2.782	2.377
Otros pasivos no corrientes	181.566	97.344	85.048	60.455	35.865	88.484	99.180
Provisiones para riesgos y gastos	54.114	40.106	30.846	57.276	66.735	56.930	48.700
Pasivos por impuestos diferidos	254.873	257.155	246.204	233.959	201.225	179.730	196.711
PASIVO CORRIENTE	711.633	893.262	1.142.387	1.292.043	444.253	463.479	429.799
Emisión de obligaciones y otros valores negociables	0	0	0	0	3.661	3.517	3.613
Pasivos relacionados con activos no corrientes mantenidos para la venta	0	0	0	0	0	56.075	0
Deudas con entidades de crédito	394.003	507.966	831.122	855.358	96.044	70.911	75.272
Acreedores por arrendamientos financieros	806	398	416	2.274	2.428	1.056	1.267
Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar	234.469	226.880	235.678	260.732	239.760	231.427	251.043
Otros pasivos financieros corrientes	0	0	0	0	0	0	0
Administraciones Públicas acreedoras	34.765	30.633	35.672	43.116	37.495	40.094	50.835
Provisiones para riesgos y gastos	10.756	5.129	1.241	53.458	26.270	14.835	5.330
Otros pasivos corrientes	36.834	122.256	38.258	77.105	38.595	45.564	42.439
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	3.535.943	3.320.897	3.074.770	2.825.335	2.687.374	2.660.999	2.710.887
	100,00%						

ANEXO III: Balance de Situación Meliá Hotels International

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
MELIÁ							
ACTIVO NO CORRIENTE	2.419.967	2.566.734	2.488.820	2.566.143	2.442.432	2.301.802	2.419.686
ACTIVOS INTANGIBLES	97.083	94.684	91.033	90.318	136.936	137.649	158.761
Aplicaciones informáticas	15.865	14.855	19.077	18.970	33.717	35.532	61.036
Fondo de comercio	19.144	19.221	19.077	18.970	33.717	35.532	61.036
Derechos de traspaso	59.881	58.197	52.879	52.370	69.502	66.585	76.700
Propiedad industrial	0	2.211	0	0	0	0	0
Otros activos intangibles	2.193	0	71.956	71.348	105.219	102.117	97.725
ACTIVO MATERIAL	1.947.339	2.061.965	1.818.992	1.762.315	1.566.814	1.555.134	1.578.997
Terenos	407.090	409.788	409.788	409.788	409.788	409.788	409.788
Instalaciones técnicas y maquinaria	1.144.505	1.118.313	1.000.000	1.000.000	900.000	900.000	900.000
Instalaciones técnicas y maquinaria	214.636	201.806	201.806	201.806	201.806	201.806	201.806
Otro inmovilizado	165.745	156.411	156.411	156.411	156.411	156.411	156.411
Anticipos e inmovilizado material en curso	15.363	175.607	175.607	175.607	175.607	175.607	175.607
INVERSIONES INMUEBLES	137.852	135.905	135.905	135.905	135.905	135.905	135.905
OTROS ACTIVOS NO CORRIENTES	237.693	274.780	443.437	563.986	600.259	566.059	542.837
Inversiones en entidades asociadas y negocios conjuntos	30.039	32.507	70.699	101.928	100.706	192.737	179.381
Inversiones valoradas por el método de la participación	0	0	0	0	0	0	0
Créditos a entidades asociadas y negocios conjuntos	44.398	55.850	70.699	101.928	100.706	192.737	179.381
Activos financieros disponibles para su venta	25.271	26.097	0	0	0	0	0
Instrumentos financieros de derivados	0	1.419	0	0	0	0	0
Otros activos financieros no corrientes	25.984	32.329	218.559	302.928	349.538	223.949	231.270
Activos por impuestos diferidos	111.801	126.578	154.179	154.179	150.015	149.373	132.186
ACTIVO CORRIENTE	718.607	823.038	880.360	911.593	931.777	824.371	743.343
Activos no corrientes mantenidos para la venta	0	0	0	0	0	0	0
Existencias	79.068	90.112	89.090	88.476	100.338	116.777	116.777
Cuentas y cuentas a cobrar	122.055	146.631	314.045	318.697	63.945	71.999	81.460
Saldos a cobrar con entidades asociadas y negocios conjuntos	27.200	45.347	12.666	18.513	24.744	23.892	28.560
Otros saldos a cobrar con entidades asociadas y negocios conjuntos	12.852	12.924	12.666	18.513	0	0	0
Activos por impuestos sobre las ganancias corrientes	53.455	65.513	25.051	17.561	44.127	31.439	30.218
Otros activos financieros corrientes	423.887	462.511	439.508	468.346	436.560	334.422	348.617
Efectivo y otros medios líquidos equivalentes	111.801	126.578	154.179	154.179	150.015	149.373	132.186
TOTAL ACTIVO	3.138.375	3.389.772	3.369.181	3.477.738	3.374.210	3.216.173	3.163.029
PATRIMONIO NETO	1.054.959	1.115.944	1.129.871	1.183.878	1.160.583	1.267.984	1.314.550
Capital suscrito	36.955	36.955	36.955	36.955	36.955	39.811	39.811
Prima de emisión	795.517	788.180	696.377	696.364	698.102	865.213	877.318
Reservas	806.251	853.774	297.962	884.844	343.980	316.025	296.796
Reservados de ejercicios anteriores	-382.874	-388.835	247.767	239.089	326.084	259.764	301.380
Otros ajustes por cambios de valor	0	0	-7.111	-5.638	-2.369	-10.346	-10.346
Otros instrumentos de patrimonio	-166.269	-158.967	33.933	33.933	0	-2.779	-2.779
Diferencias de conversión	38.116	40.134	40.134	40.134	40.134	40.134	40.134
Resultados sociedad dominante	-105.623	-102.959	-110.413	-110.413	-108.688	-121.268	-121.268
Acciones propias	72.886	77.660	77.294	85.627	68.430	54.730	50.947
Intereses minoritarios	0	0	0	0	0	0	0
PASIVO NO CORRIENTE	1.414.025	1.449.723	1.439.521	1.251.438	1.299.465	1.180.415	974.684
Subvenciones de capital y otros ingresos diferidos	16.401	13.999	14.027	15.580	20.183	16.613	29.134
Provisiones	23.881	30.574	35.416	38.207	33.945	34.428	49.469
Deudas con entidades asociadas y negocios conjuntos	6.469	6.469	0	0	0	0	0
Deudas con entidades asociadas y negocios conjuntos	103.673	104.969	104.969	283.850	304.377	313.967	223.129
Emisión de obligaciones y otros valores negociables	162.690	168.847	168.847	564.161	774.589	652.502	494.859
Instrumentos financieros de derivados	5.791	8.061	756.883	160.175	0	0	0
Préstamos y créditos con entidades de crédito	707.287	742.848	22.469	160.175	0	0	0
Deudas con entidades de crédito por arrendamientos financieros	160.820	160.638	14.290	11.707	11.707	15.162	16.378
Otros pasivos financieros no corrientes	13.856	11.001	176.535	176.466	154.664	147.713	161.715
Pasivos por impuestos diferidos	176.330	179.921	176.535	176.466	154.664	147.713	161.715
PASIVO CORRIENTE	669.393	824.103	799.790	1.042.422	906.160	767.774	873.796
Deudas con entidades asociadas y negocios conjuntos	22.985	34.967	0	0	0	0	0
Pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta	0	0	0	0	0	0	0
Obligaciones y otros valores negociables	384	384	384	1.079	190.644	3.746	115.012
Instrumentos financieros de derivados	1.755	352	403.014	622.131	324.632	351.063	284.412
Préstamos y créditos con entidades de crédito	237.616	352.082	11.965	622.131	324.632	351.063	284.412
Deudas con entidades de crédito por arrendamientos financieros	28.085	18.549	0	0	0	0	0
Otros deudas por arrendamientos financieros	189	202	215	229	0	0	0
Accreedores comerciales	157.079	171.099	303.720	297.288	289.699	310.800	397.344
Pasivos por impuestos sobre las ganancias corrientes	16.486	17.954	14.984	23.688	16.122	21.077	26.075
Otros pasivos financieros corrientes	204.414	228.574	77.473	97.997	72.586	66.320	50.953
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	3.138.375	3.389.772	3.369.181	3.477.738	3.374.210	3.216.173	3.163.029

