



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

**TRABAJO FIN DE GRADO
GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS**

VALORACIÓN DE EMPRESAS NO COTIZADAS: HOTELES SUCO S.L.
Ana Logroño Etayo

DIRECTOR
Nuria Suárez

Pamplona-Iruña
13 de Junio de 2014

En este trabajo se realiza la valoración de la empresa Hoteles Suco SL en el año 2012 a través del método de descuentos de flujos de caja. En primer lugar, se introducirá la empresa y se comparará con el sector para establecer una idea inicial sobre la compañía.

Posteriormente presentaremos las hipótesis asumidas para la proyección de los flujos de caja que la empresa va a lograr alcanzar en los futuros 5 años. Tras la obtención de los flujos de caja para el periodo 2013-2017, se procederá al cálculo de la tasa de actualización correcta. Para conseguir un WACC o tasa de actualización adecuado será necesario estimar el riesgo de la empresa. Una vez realizados todos estos cálculos se estima el valor residual o valor futuro a partir del año 2017 y se obtiene el valor de la empresa en el año 2012 actualizando todos estos flujos a dicho punto temporal.

ÍNDICE:

1. Introducción.....	6
1.1. Marco conceptual de la valoración de empresas.....	6
1.2. Justificación del criterio elegido.....	9
2. Contenidos.....	10
2.1. Modelo de negocio.....	10
2.1.1. Contextualización Empresa.....	10
2.1.2. Estrategia competitiva de la Empresa.....	12
2.1.3. Comparativa Empresa y Sector.....	12
2.1.3.1. Coyuntura económica del sector.....	12
2.1.3.2. Posicionamiento de la empresa.....	13
2.1.3.3. Comparación Ingresos de Explotación.....	14
2.1.3.4. Comparación Resultados Ordinarios.....	14
2.1.3.5. Comparación endeudamiento.....	15
2.1.3.6. Comparación número de empleados.....	16
2.2. Plan de negocio.....	17
2.2.1. Estrategia de la empresa para la realización de la valoración.....	17
2.2.1.1. Hipótesis y supuestos establecidos.....	17
2.2.1.2. Cálculo de Flujos de Caja Libres.....	20
2.2.1.3. Cálculo de la Tasa de Actualización.....	27
2.2.1.4. Cálculo del Valor Residual y Valor de la Empresa.....	33
2.3. Valoración de la Empresa: Interpretación del Resultado.....	36
2.4. Análisis de sensibilidad.....	38
2.4.1. Sensibilidad ante cambios en NOF.....	38
2.4.2. Sensibilidad ante cambios en Rf.....	39
2.4.3. Sensibilidad ante cambios en el Valor Residual.....	40
3. Conclusiones.....	41
4. Bibliografía.....	42
5. Anexos.....	43

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1: Facturación hotelera de Palencia.....	12
Tabla 2: Proyección Resultado de Explotación Hoteles Suco S.L.....	21
Tabla 3: Resultado antes de Impuestos e Impuestos sobre beneficios.....	22
Tabla 4: Tasa impositiva aplicada para la valoración.....	22
Tabla 5: Periodos medios Hoteles Suco S.L.....	23
Tabla 6: Compras Hoteles Suco S.L (2008-2012).....	24
Tabla 7: Porcentaje de compras Hoteles Suco S.L respecto a la cifra de negocios.....	25
Tabla 8: Proyección compras Hoteles Suco S.L como porcentaje de las ventas.....	25
Tabla 9: Necesidades operativas del fondo de rotación.....	26
Tabla 10: Flujos de Caja Libre Hoteles Suco S.L.....	26
Tabla 11: Beta apalancada de Melia.....	28
Tabla 12: Beta apalancada de NH Hoteles.....	29
Tabla 13: Estructura financiera de NH.....	30
Tabla 14: Estructura financiera de Melia S.L.....	30
Tabla 15: Cálculo beta del negocio o Bu.....	31
Tabla 16: Estructura financiera Hoteles Suco S.L.....	31
Tabla 17: Rentabilidad Semanal y Anual Ibex.....	32
Tabla 18: Tasa de crecimiento del Valor Residual.....	34
Tabla 19: Flujo de Caja Libre 2017 Normalizado.....	34
Tabla 20: Valor de la empresa Hoteles Suco S.L.....	35
Tabla 21: NOF estimadas con Media Móvil.....	38
Tabla 22: Diferencias nuevas NOF y antiguas.....	38
Tabla 23: Valor de la Empresa con diferentes Rf.....	39
Tabla 24: Valor de la Empresa con diferentes Valores Residuales.....	40

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Ingresos de Explotación de las 10 empresas internacionales similares a Hoteles Suco S.L.....	14
Gráfico 2: Ingresos ordinarios de las 10 empresas más similares en cuanto a ingresos de explotación.....	15
Gráfico 3: Endeudamiento de las 10 empresas similares a Hoteles Suco S.L.....	16
Gráfico 4: Número de empleados de las 10 empresas similares a Hoteles Suco S.L.....	17
Gráfico 5: Resultado de Explotación Hoteles Suco S.L (2008-2017).....	36
Gráfico 6: Necesidades Operativas de Fondos Hoteles Suco S.L.....	37
Gráfico 7: Evolución Flujos de Caja Libres Hoteles Suco S.L.....	37

1. INTRODUCCIÓN

1.1 Marco conceptual de la valoración de empresas

En este Trabajo Fin de Grado se va a llevar a cabo la valoración de una empresa no cotizada, Hoteles Suco S.L, compañía hotelera con domicilio social en Palencia que se dedica a prestar servicio de hospedaje y alojamiento. Para ello, se aplicará la metodología de valoración de empresas por descuento de flujos de caja.

Antes de comenzar con la valoración concreta de la empresa objeto de este Trabajo, previamente se hace necesario introducir algunos conceptos básicos sobre la valoración de Empresas. La valoración de empresas es un ejercicio de sentido común y de conocimientos técnicos. En general una empresa no tiene el mismo valor para todos los compradores. No hay una única cifra que refleje de forma contundente el valor de la empresa.

Para proceder a la realización de la valoración de una empresa hay que tener claro qué es lo que se está haciendo, para qué se hace, para quién se hace, porqué se efectúa de una determinada manera y bajo qué circunstancias.

La valoración conlleva algunos problemas en los criterios. El valor no debe confundirse con el precio. Es difícil estimar los flujos futuros y para ello se hace necesario el cálculo de un valor residual. Para llevar a cabo la realización de una valoración hay que partir de hipótesis y esto supone la utilización de variables que se basan en una percepción muy subjetiva.

Hay diferentes motivos para llevar a cabo una valoración como pueden ser operaciones de compraventa, valorar una empresa que cotiza en bolsa, herencias, fusiones y adquisiciones, separación de socios de empresas no cotizadas, ampliaciones de empresas no cotizadas con entrada de nuevos socios, planificación estratégica...

Nuestro proyecto se basa en la valoración de Hoteles Suco S.L, es decir en la obtención del valor de una empresa no Cotizada. Hay varios métodos en lo que a la valoración de empresas se refiere, y encontrar el correcto en ocasiones es un sendero muy difícil. A continuación, se pasan a enumerar los métodos de valoración de empresas más usualmente empleados:

Basados en Balance

- ✓ Valor contable
- ✓ Valor contable ajustado

- ✓ Valor de liquidación
- ✓ Valor sustancial
- ✓ Activo neto real

Basados en Cuenta de resultados

- ✓ Múltiplos de beneficio; PER, Ventas, EBITDA y otros múltiplos.

Mixtos (Goodwill)

- ✓ Clásico
- ✓ Unión de expertos
- ✓ Contables europeos
- ✓ Renta abreviada
- ✓ Otros

Descuento de flujos

- ✓ Free cash flow
- ✓ Cash flow acciones
- ✓ Dividendos
- ✓ Capital cash flow
- ✓ APV

Creación de valor

- ✓ EVA
- ✓ Beneficio económico
- ✓ Cash value added
- ✓ CFROI

Opciones

- ✓ Black y Scholes
- ✓ Opción de invertir
- ✓ Ampliar el proyecto
- ✓ Aplazar la inversión
- ✓ Usos alternativos

Los métodos basados en el patrimonio neto de la empresa o en el balance son métodos de valoración estática y que no tienen en cuenta el valor futuro de la empresa. Además son métodos sesgados por la aplicación de las normas del PGC (Plan General Contable). Dentro los diferentes métodos estáticos presentados anteriormente cabe

mencionar que el que más lógica tiene es el de valor de liquidación ya que responde a la pregunta ¿Cuánto dinero se obtendría por las acciones si se liquidara la empresa?

Los métodos basados en la cuenta de resultados tratan de determinar el valor de la empresa a través de la magnitud de los beneficios, de las ventas o de otro indicador. Estos criterios se pueden utilizar como una aproximación si se requiere una valoración rápida o si los flujos de caja son muy inciertos. O para contrastar el resultado obtenido con los flujos de caja. Además para llevar a cabo este tipo de valoración será necesaria la utilización de múltiplos de empresas comparables.

Los métodos mixtos tratan de superar la visión estática o de balance añadiendo algún componente dinámico que proviene de la cuenta de resultados. Intentan cuantificar el valor que generará la empresa en el futuro. Es decir, añadir al valor conjunto de su patrimonio una plusvalía resultante de su capacidad para generar beneficios futuros.

El método de descuento de flujos de caja, que será el que se emplee en este trabajo, está basado en el cálculo de la rentabilidad futura. Consiste en la estimación de los flujos de dinero que la empresa generará en el futuro, para luego descontarlos a una tasa de actualización apropiada al riesgo de dichos flujos. Es el único método de valoración conceptualmente correcto. Para la obtención de los flujos de caja hay que pronosticar detalladamente cada una de las partidas vinculadas a la generación de los cash flows. Para llevar a cabo la valoración con este método, hay que determinar cuál es la tasa de descuento adecuada para cada flujo de fondos, y para ello tendremos que tener en cuenta el riesgo asumido. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes y se realiza teniendo en cuenta las volatilidades históricas y el riesgo.

El método de creación de valor es utilizado normalmente para calcular el valor que el equipo directivo ha creado en la empresa a través de su gestión. Es decir, está basado en el cálculo del valor añadido en la empresa a través de la gestión y con él se consigue saber cuál es el fondo de comercio. Parte de la base de que la empresa crea valor cuando la rentabilidad de los activos es superior al coste de los recursos financieros.

El método de valoración por opciones se basan en el arbitraje, la posibilidad de formar una cartera replica que proporcione unos flujos idénticos a los de la opción financiera y son muy exactas. Pero muy pocas veces tiene sentido utilizar directamente

estas fórmulas para valorar opciones reales porque las opciones reales no son casi nunca replicables.

1.2 Justificación del Criterio Elegido

El método más apropiado para obtener el valor del grupo hotelero Hoteles Suco SL es descontar flujos de caja futuros esperados, ya que el valor de las acciones del grupo suponiendo su continuidad proviene de la capacidad del grupo para generar dinero o fondos para los propietarios de las acciones.

Este método también requiere la implicación de la empresa, los directivos han de estar implicados en el análisis de la empresa, del sector y en las proyecciones de flujos.

La técnica de actualización de los flujos es similar en todas las valoraciones, pero la estimación de los flujos y la calibración del riesgo han de tener en cuenta la estrategia de cada unidad de negocio.

Aunque el valor depende de las expectativas futuras, un análisis histórico de la evolución financiera, estratégica y competitiva de las distintas unidades de negocio es fundamental para evaluar la consistencia de las previsiones.

El método elegido es consistente, puesto que parte de unos criterios técnicamente correctos. Se calculan los flujos se lleva a cabo un adecuado tratamiento del riesgo que se traduce en las tasas de descuento calculadas, se da coherencia a los flujos utilizados con las tasas aplicadas y se calcula el valor residual.

Para llevar a cabo la valoración de la empresa objeto de este estudio, además de la utilización del criterio de flujo de caja libre, será necesario llevar a cabo un análisis financiero de la empresa y del sector, observando la evolución de las cuentas de resultados y balances, de los flujos generados por la empresa y por el sector y de sus inversiones.

Para saber realmente en qué situación se encuentra nuestra empresa es de creciente importancia realizar un análisis estratégico y competitivo fijándonos en la evolución de los empleados, la evolución de la posición competitiva de la empresa, la identificación de la cadena de valor y su posición respecto a los competidores.

Para la realización de las proyecciones tanto de la cuenta de resultados como de las inversiones y la obtención del valor residual se hace necesario partir de unos criterios que deberemos estipular y comentaremos más adelante.

También cabe mencionar que para la determinación del valor de la compañía hay que tener en cuenta el coste o rentabilidad exigida de los recursos y el coste ponderado de los recursos que también deberemos calcularlo.

Habrá que utilizar conceptos de matemática financiera y actualizar los flujos futuros generados por la empresa a un coste medio ponderado calculado.

Para finalizar con una adecuada y acertada valoración se hace necesario también realizar un análisis de sensibilidad del valor de la empresa Hoteles Suco SL a cambios en parámetros fundamentales. De esta forma nos aseguraremos de que nuestro resultado no está sesgado.

2. CONTENIDOS

2.1 Modelo de Negocio

2.1.1 *Contextualización de la Empresa*



El grupo Hoteles Suco SL fue constituido el 25/06/1993 y está ubicado en la localidad de Palencia. Su lema esta siempre asociado al confort, el relax y el descanso del cliente.

El grupo está constituido por tres hoteles, un hostel y un Área de Servicio, todos ellos localizados en el centro de Palencia y alrededores.

El Hotel Europa Centro de cuatro estrellas cuenta con 122 habitaciones, el Hotel Castilla Vieja de tres estrellas que consta de 69 habitaciones, el Hotel Don Rodrigo de dos estrellas que tiene 24, el Hostel Villodrigo de dos estrellas que cuenta con 15 habitaciones y el Hotel Área Suco de tres estrellas que es el área de servicio más grande de Europa y está integrada por 40 habitaciones.



La empresa pretende estar disponible para el cliente siempre que éste lo desee y por eso presta servicios de recepción 24 horas.

Las instalaciones están muy bien acondicionadas, pensadas para el descanso. Las habitaciones generalmente son amplias, luminosas y funcionales. Cuentan con aire acondicionado, calefacción, teléfono, televisión LCD 22 pulgadas, mini bar, mesa de trabajo, hilo Musical, radio, wifi gratis, baño completo, secador de pelo, televisión

El hotel se caracteriza por la buena atención al cliente, y presta los siguientes Servicios:

Teléfono, fax, fotocopiadora, cambio de Divisas, ascensores, cafetería, restaurante, salones, piscina, gimnasio gratuito, sauna de uso libre, parking exterior gratuito, garaje de pago y un ordenador de cortesía e internet gratis. Además admiten mascotas en las habitaciones

El grupo Hoteles Suco SL, está formado por los Hoteles mencionados los cuales disponen de restaurantes en los que se puede disfrutar de una buena degustación gastronómica.

Este grupo hotelero también está abierto al campo de las celebraciones y está capacitado con amplios salones para la celebración de eventos sociales, banquetes, reuniones de empresa, convenciones, congresos, mesas redondas y todo tipo exposiciones.



Además, el área de servicio presta servicios de teléfono, fax, garaje cubierto, parking, piscina, gasolinera, tienda, autoservicio, servicio médico, ambulancia, farmacia, duchas, lavadero de camiones, taller mecánico, cambio de aceite de camiones, etc.

En cuanto a las tarifas:

En Hotel Europa centro presenta una tarifa estándar por noche de 63€ habitación para 2 personas con desayuno incluido.

En el Don Rodrigo una habitación para 2 personas cuesta 36€ la noche sólo alojamiento.

En Castilla Vieja solo alojamiento la habitación para 2 personas cuesta 53€ y la suite 80€.

Si tenemos en cuenta que la tarifa media por habitación ocupada en el sector hotelero español es de 69,1 €, podemos concluir la relevancia que la empresa Hoteles Suco SL le aplica a un factor tan importante como es la diferenciación por coste, en la medida en que los precios ofertados por Hoteles Suco SL pretenden adaptarse a las condiciones y necesidades del cliente.

2.1.2 Estrategia Competitiva de la Empresa

La estrategia llevada a cabo por Hoteles Suco SL se basa en la diferenciación, destacando el confort de sus instalaciones y su interés hacia el cliente. Además no presenta tarifas elevadas, es decir se muestra como una empresa que opta por no descuidar ninguno de los tres factores clave: ni la calidad, ni el precio, ni la atención al cliente.

2.1.3 Comparativa Empresa y Sector

2.1.3.1 Coyuntura Económica del Sector

La demanda de los turistas españoles en el sector hotelero español empieza a repuntar muy ligeramente en 2013. Durante los últimos meses, el sector hotelero ha venido apoyándose en el boom de turistas extranjeros para salvar las cuentas y ha estado sufriendo el desplome de la demanda de los clientes españoles. Las pernoctaciones en los hoteles españoles se incrementan en Abril de 2013 en un 15.9% aproximadamente respecto al periodo anterior según el INE.

Este incremento se vio motivado tanto por la subida de las pernoctaciones de los viajeros españoles que se dispararon en un 12,7%, como por la de los extranjeros que suben en un 5,9%.

Según datos difundidos por el Ministerio de Hacienda el turismo acumula máximos históricos en 2013 en cuanto a llegada de viajeros internacionales. En este año ha habido casi 1,3 millones de viajeros más en relación al año pasado.

Parece estar cambiando el ánimo en el sector turístico y por primera vez desde el comienzo de la crisis se espera un importante incremento de las pernoctaciones y de ocupación antes de la temporada de verano. Este cambio nos ofrece una visión optimista acerca del sector a analizar de cara al periodo de valoración futuro.

Cabe destacar también respecto al análisis coyuntural de este sector, que la hotelería representa una actividad económica importante dentro del sistema productivo español aunque solo represente el 0,9% de la producción española.

2.1.3.2 Posicionamiento de la Empresa

Según un estudio llevado a cabo por Expansión, Hoteles Suco S.L se sitúa en el puesto número uno del ranking de facturación por sector de Palencia.

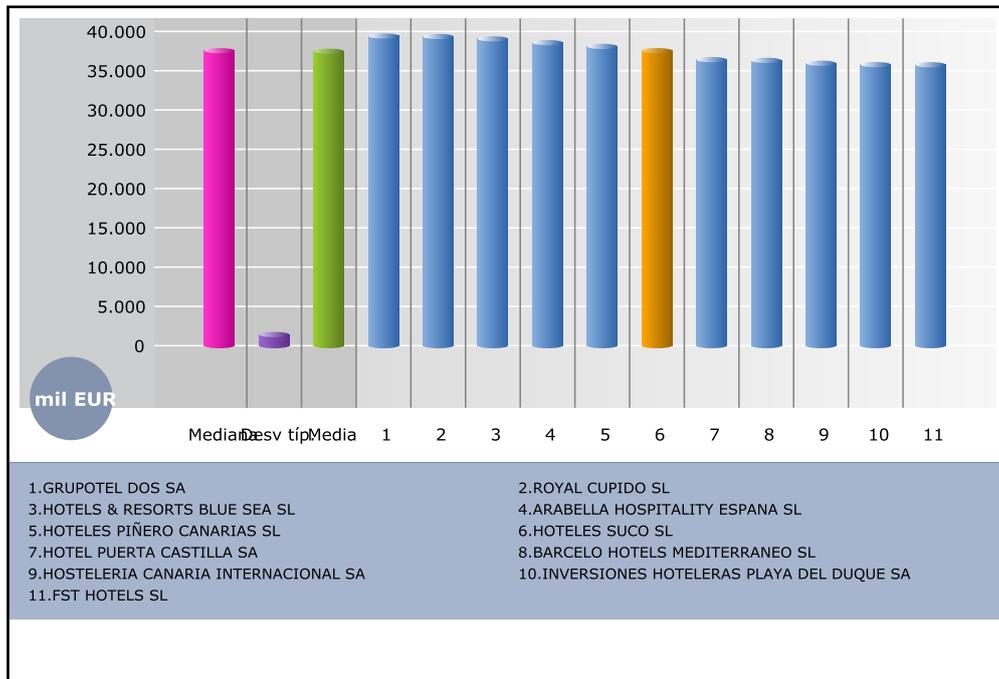
Tabla 1: Facturación hotelera de Palencia

HOSTELERIA EN PALENCIA		
Pos.	Empresa	Rango de ventas
1	HOTELES SUCO SL	> 2.500.000€
2	BALNEARIO DE LA HERMIDA SOCIEDAD LIMITADA	> 2.500.000€
3	HOSTAL LOS CHOPOS SA	1.000.001 € - 2.500.000 €
4	EXPLOTACIONES RINCON-SAN JOSE SL	1.000.001 € - 2.500.000 €
5	HOTEL VALENTIN SL	1.000.001 € - 2.500.000 €
6	EL PORTAL DEL CERRATO S.L	1.000.001 € - 2.500.000 €
7	HIJOS DE TIMOTEO NORIEGA SA	1.000.001 € - 2.500.000 €
8	CASTILLA SIGLO XXI SL	500.001 € - 1.000.000€
9	LA CASA DEL ABAD DE AMPUDIA SL	500.001 € - 1.000.000€
10	AC HOTEL PALENCIA SL	500.001 € - 1.000.000€

Fuente: Expansión, periódico económico de noticias

2.1.3.3 Comparación Ingresos de Explotación 2012

Gráfico 1: Ingresos de Explotación de las 10 empresas internacionales similares a Hoteles Suco S.L



Fuente: Base de datos científica Sabi

En el gráfico anterior se observan las diez principales empresas más similares a la nuestra en cuanto a ingresos de explotación.

Hoteles Suco presenta unos ingresos de explotación en el año 2012, año correspondiente a la valoración, de 37.555 miles de euros, y esto nos da una idea inicial de cómo puede ir encaminada la empresa.

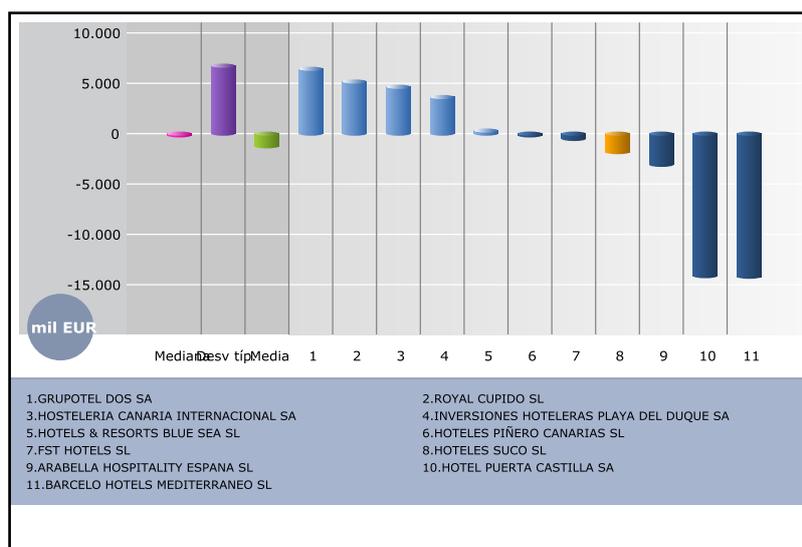
Los ingresos de explotación son aquellos ingresos correspondientes a la actividad principal y por lo tanto deben de ser los ingresos más importantes de la compañía.

A la vista de los resultados, la empresa lleva una adecuada realización de su actividad típica.

2.1.3.4 Comparación: Resultados Ordinarios antes Impuestos 2012

En el siguiente gráfico se muestran los resultados ordinarios medios de las 10 empresas Internacionales más cercanas en cuanto a Ingresos de explotación a Hoteles Suco SL en el año 2012.

Gráfico 2: Ingresos ordinarios de las 10 empresas más similares en cuanto a ingresos de explotación



Fuente: Base de datos científica Sabi

Los resultados antes de impuestos de la compañía Hoteles Suco SL han alcanzado en 2012 unos niveles mínimos de -1.834 miles de euros.

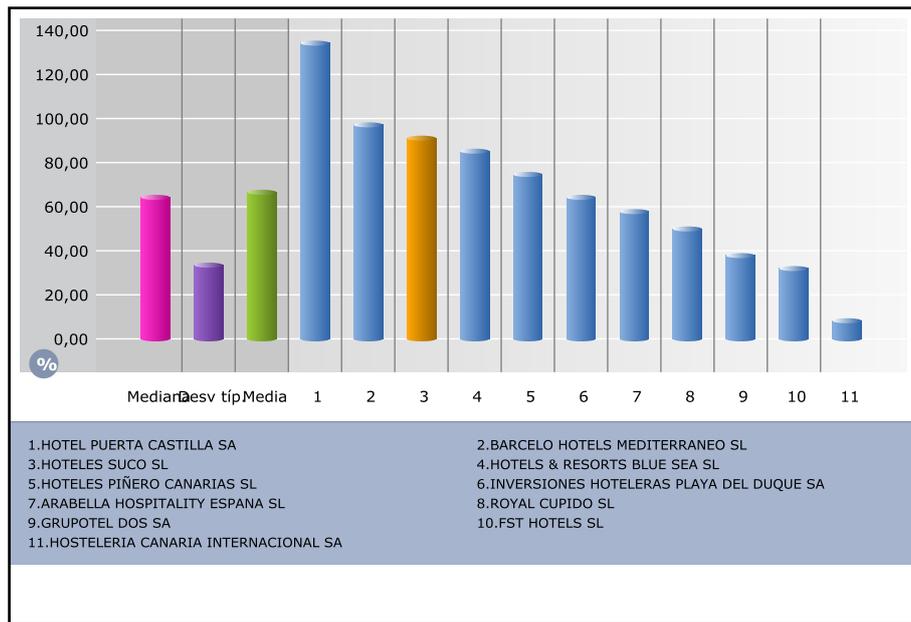
Esta cuantía no ofrece una buena perspectiva sobre la empresa observándola por separado, pero si nos fijamos en las 10 empresas más cercanas a Hoteles Suco en cuanto a ingresos de explotación no está muy alejada de los resultados antes de impuestos medios de ese año que alcanzan una cifra de -1.252 miles de euros. Estos resultados ponen de manifiesto nuevamente la desfavorable situación sufrida por todo el sector hotelero durante este año.

También es relevante mencionar que esos resultados negativos no provienen de los ingresos y gastos de explotación ya que la empresa en 2012 alcanza un beneficio de explotación positivo de 332 miles de euros. No obstante, cabe destacar la variación negativa respecto al año anterior, ya que los resultados de explotación de Hoteles Suco SL de 2011 fueron de 1.130 miles de euros.

2.1.3.5 Comparación Endeudamiento 2012

En la siguiente imagen podemos observar la comparativa del endeudamiento de las 10 empresas más cercanas a Hoteles Suco SL en cuanto a ingresos de explotación.

Gráfico3: Endeudamiento de las 10 empresas similares a Hoteles Suco S.L



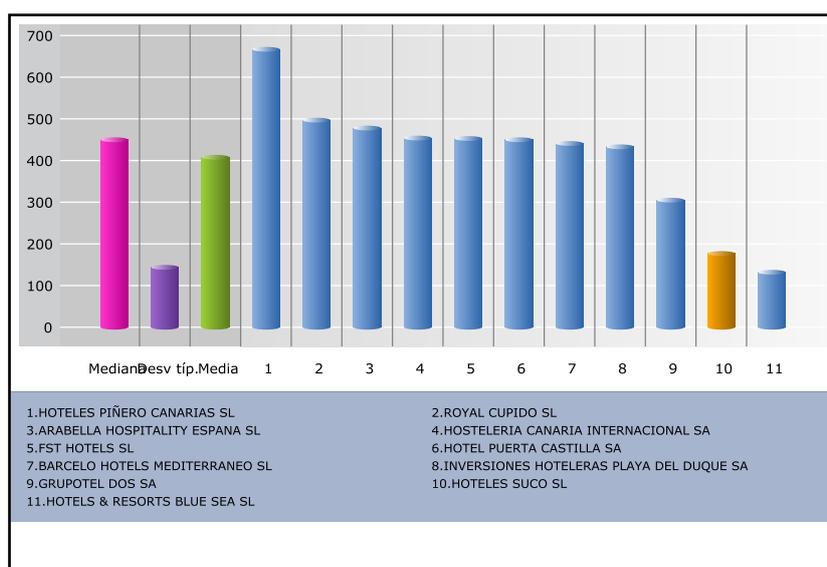
Fuente: Base de datos científica Sabi

La empresa Hoteles Suco SL presenta un elevado apalancamiento, con un porcentaje de endeudamiento en torno al 91% y muy superior al de la media de las 10 empresas del sector que es del 67%. La compañía que se enfrenta a la valoración está fuertemente apalancada y opta por una elevada financiación ajena. Esta empresa presenta un riesgo medio por apalancamiento superior al del sector hotelero en cuanto a lo que el endeudamiento se refiere.

2.1.3.6 Comparación: Número empleados 2012

En el siguiente grafico se muestra una comparativa en cuanto a número de empleados del grupo Hoteles Suco SL y las 10 empresas más similares en cuanto a ingresos de explotación.

Gráfico 4: Número de empleados de las 10 empresas similares a Hoteles Suco S.L



Fuente: Base de datos científica Sabi

La empresa a analizar es una compañía pequeña dentro del sector en cuanto a lo que al número de trabajadores se refiere, ya que la media de empleados para las empresas que más se asemejan a ella en cuanto a ingresos de explotación es de 408 trabajadores y Hoteles Suco tan sólo cuenta con 177 trabajadores.

Esta compañía, con un nivel de trabajadores muy inferior al de la media, logra alcanzar unos ingresos de explotación similares, lo que quiere decir que lleva a cabo una buena utilización de los recursos.

2.2 Plan de Negocio

2.2.1 Estrategia de la empresa para la realización de la valoración

Para llevar a cabo la valoración de la empresa Hoteles Suco SL se hace necesario, en primera instancia, tomar decisiones en cuanto a las variables a utilizar y procedimientos a aplicar, a partir de algunos supuestos o hipótesis previas que se pasan a enumerar a continuación.

2.2.1.1 Hipótesis y supuestos establecidos

- a) Para la estimación de los flujos de caja:

A diferencia de lo que ocurre en los procesos de valoración de proyectos de inversión, al tratarse de la valoración de una compañía, no hay un desembolso inicial establecido para el año de la valoración 2012.

El horizonte temporal o número de periodos durante los cuales se va a evaluar a la empresa mediante el cálculo de los flujos de caja pronosticados es de 5 años. Momento a partir del cual, se hace necesaria la aproximación del cálculo de un valor residual para la compañía. Sobre este aspecto entraremos en más detalle en las próximas líneas.

Otro supuesto de partida a tener en cuenta es el hecho de que esta empresa realiza inversiones en reposición, es decir, supondremos que la empresa va invirtiendo anualmente en activos fijos la misma cuantía que va amortizando.

Para la proyección de la cuenta del beneficio de explotación de los 5 años futuros, (para el periodo 2013-2017), nos hemos basado en el cálculo de una media móvil de los 5 años anteriores. Así la cuantía calculada para cada partida en el año “x” será igual a la media de esa partida en los 5 años anteriores.

Este criterio de media móvil es muy eficaz, ya que va teniendo en cuenta las variaciones a lo largo de los periodos, y trata cada año como un periodo diferente. Esta técnica elemental de predicción al ser usada con un periodo medio de 5 años, no está teniendo una excesiva relevancia de datos antiguos, es decir, se basa en datos más recientes a nuestra predicción.

Se hace necesario también conocer una tasa impositiva aplicable a la valoración. Para ello, hemos calculado la tasa impositiva media a aplicar durante los años valorables 2013-2017 en función de los datos que la cuenta de resultados de Hoteles Suco S.L nos releva sobre los resultados antes de impuestos y los impuestos aplicados en cada año correspondiente al periodo 2008-2012.

La justificación es la aplicación de un tipo medio constante para el resto de la valoración y que se asemeje al tipo impositivo que se le ha ido aplicando a la compañía en el pasado.

Para la obtención del flujo de caja libre es necesario estimar el incremento de necesidades del fondo de rotación (NFR), y para calcular los incrementos lo más habitual y justificado es la utilización de los periodos medios de cobro (PMC), almacén (PMA) y pago (PMP). Para obtener las NFR inicialmente hemos hallado el PMP, PMC

y PMA medio para los 5 años anteriores a la valoración y con ese periodo medio procedemos a estimar la cuantía de clientes, proveedores y existencias correspondientes a cada año del periodo 2013-2017.

Para la estimación de las compras del periodo 2008-2012 que se hacen necesarias para hallar el periodo medio de pagos estimar, utilizaremos la fórmula matemática simple procedente de sistemas de inventario:

$$\text{Compras (año x)} = \text{Consumo (año x)} + \text{Ef (año x)} - \text{Ei (año x)}$$

Para la obtención de la cifra de proveedores será necesario el cálculo de las compras para el periodo 2013-2017 y las hallaremos calculando un porcentaje medio de compras respecto a la cifra de negocios basándonos en los años anteriores y aplicando este porcentaje medio al periodo 2013-2017.

Se decide estimar las compras en función del porcentaje de las mismas respecto a la cifra de negocios porque son dos variables que están muy interrelacionada y que dependen fuertemente la una de la otra.

b) Para la estimación de la tasa de actualización:

Para el cálculo del Coste Medio Ponderado de Capital (CMPC o WACC en inglés) se hace necesario calcular los costes de cada una de las fuentes de financiación con las que cuenta la empresa: fondos propios y fondos ajenos. Dado que nuestra empresa no cotiza en Bolsa, para el cálculo del coste de los recursos propios, es preciso basarse en la información de empresas cotizadas que comparten sector de actividad con Hoteles Suco SL. Para el cálculo de las rentabilidades, tanto de mercado, como de las dos empresas cotizadas en el sector, se utilizará una periodicidad semanal correspondiente al año 2013 la cual anualizaremos y nos ofrecerá una rentabilidad positiva, una vez comparada con la rentabilidad del activo libre de riesgo en ese mismo período. Si procediéramos al cálculo de la rentabilidad para periodos anteriores al 2013 obtendríamos una rentabilidad de mercado negativa debido al desplome producido por la reciente crisis financiera sufrida en el mercado español desde 2007. Lo más razonable en este contexto por lo tanto es considerar datos a partir de 2013. La consideración de datos de 2013 para el cálculo de las tasas de descuento, parece lógica, además, teniendo en cuenta que 2013 es precisamente el año a partir del cual comenzaremos a realizar la proyección de la empresa.

Para el cálculo de las betas de las empresas cotizadas y el de nuestra empresa vamos a tomar la rentabilidad libre de riesgo de las Letras del Tesoro a 1 año correspondientes a los datos asignados en el Banco de España en el mercado secundario público a 28 de Diciembre de 2012 que es el dato más cercano al 1 de Enero de 2013.

La segunda fuente de financiación sobre la cual tenemos que basarnos para el cálculo del CMPC, son los recursos ajenos. Para hallar el coste medio de la deuda se realiza una media de las deudas a largo plazo y de los gastos financieros mostrados por las cuentas anuales de Hoteles Suco. Así se obtiene el coste medio de la deuda para todo el periodo de la valoración. Como deuda para el cálculo de la estructura financiera también se ha asignado la cifra correspondiente a deudas a largo plazo que son aquellas que vencen con periodicidad superior a un año vista. Y como cifra de equity se ha asignado la cuantía correspondiente al patrimonio neto de la empresa, que constituye todas las fuentes de financiación internas.

Para el cálculo de la tasa apropiada para descontar cada flujo el criterio elegido es el modelo CAPM que considera que la tasa de rendimiento requerida por parte de los inversores es igual a la tasa sin riesgo más una prima de riesgo. Al estar realizando la valoración de una compañía que no cotiza en bolsa, para hallar la beta o el riesgo de nuestro negocio hay que estimar la beta de las empresas cotizadas de nuestro sector, y en este caso hemos calculado las betas de Meliá Hotels International S.A y de Nh Hoteles SA.

c) Para la estimación del Valor Residual

Para establecer el valor residual parece necesario normalizarlo, ya que el valor residual es una renta perpetua del último flujo de caja normalizado que refleja el crecimiento y la rentabilidad sostenible por el negocio en el largo plazo. Para el cálculo del valor residual se presupone un crecimiento igual al crecimiento medio de la cifra de negocios. Establecemos esta igualdad ya que la cifra de negocios es una variable muy relevante y está muy ligada al posible crecimiento del negocio.

2.2.1.2 Cálculo de Flujo de Caja Libres

Para proceder al análisis de los flujos de caja libre es necesario realizar una serie de cálculos previos.

En primer lugar hay que hallar el beneficio de explotación correspondiente a los años del análisis. Es decir hay que realizar la proyección financiera del beneficio de explotación correspondiente al periodo 2013-2017.

Para llevar a cabo la proyección nos hemos basado en el criterio de la media móvil mencionado anteriormente en las hipótesis y supuestos establecidos.

Este método de aplicación consiste en la utilización de la siguiente fórmula:

$$\text{Importe año 2013} = \frac{\text{Importe2008} + \text{Importe2009} + \text{Importe2012} + \text{Importe2011} + \text{Importe2012}}{5}$$

Pondremos como ejemplo el cálculo del importe neto de la cifra de negocios del año 2017 para que se entienda de forma clara.

Así:

$$\begin{aligned} \text{Ventas 2017} &= \frac{\text{Ventas2012} + \text{Ventas2013} + \text{Ventas2014} + \text{Ventas2015} + \text{Ventas2016}}{5} \\ &= \frac{35.921.640 + 32.523.963,5 + 33.757.269,5 + 36.121.931,7 + 37.339.012}{5} \\ &= 35.132.763,4\text{€} \end{aligned}$$

Tabla 2: Proyección Resultado de explotación Hoteles Suco S.L

R. Explotación	2013	2014	2015	2016	2017
Ventas	32.523.963	33.757.269	36.121.931	37.339.012	35.132.763
Variación de existencias	120.005	104.763	95.593	107.599	89.075
Aprovisionamientos	- 5.541.614	-26.398.699	- 28.547.058	-29.614.517	- 27.696.242
Otros ingresos de explotación	1.364.662	1.303.278	1.327.580	1.337.522	1.393.219
Gastos de personal	- 3.419.783	- 3.462.467	-3.531.350	-3.550.075	- 3.484.018
Otros gastos de explotación	- 3.526.437	- 3.776.675	-4.050.993	- 4.191.063	- 4.054.330
Amortización Inmov.	- 750.535	-748.737	- 756.921	-760.136	- 750.275
Subvenciones	54.790	54.421	53.977	53.445	52.807

Deterioro y resultados	53.863	64.636	77.202	38.890	45.694
Otros resultados	58.333	66.189	76.336	85.227	60.473
R. Explotación	937.249,0	963.977,9	866.299,9	845.903,3	789.164,0

Fuente: Elaboración propia con datos del SABI

Una vez proyectado el resultado de explotación, hay que calcular cuál es la tasa impositiva aplicada para esta empresa, para ello, fijándonos en los 5 años anteriores de la Cuenta de Resultados de la empresa Hoteles Suco SL hemos obtenido cual es la tasa impositiva media a aplicar.

Tabla 3: Resultado antes de Impuestos e Impuestos sobre beneficios Hoteles Suco S.L

Años	2008	2009	2010	2011	2012
R. Antes de Impuestos	177.274	100.796	-643.496	125.002	-1.834.027
Impuesto	-83.710	-11.415	178.121	-47.370	540.316

Fuente: Elaboración propia con datos del SABI

La tasa impositiva correspondiente a cada año se calcula dividiendo los impuestos correspondientes a cada año entre el resultado antes de impuestos de cada año. De esta manera se obtiene la siguiente tabla.

Tabla 4: Tasa impositiva aplicada para la valoración

Años	2008	2009	2010	2011	2012	Tasa Imp. Media
Tasa Imp.	0,472	0,113	0,277	0,379	0,295	0,30716495

Fuente: Elaboración propia con datos del SABI

Para obtener la tasa impositiva aplicada a nuestra empresa en la valoración hemos realizado una media de los tipos impositivos medios aplicados en los 5 periodos anteriores, es decir una media de los tipos correspondientes al periodo 2008-2012. Una vez hallada la tasa impositiva media ya se puede calcular el impuesto aplicable en los flujos de caja sobre el BAIT, que se hallarán multiplicando el BAIT por esta tasa impositiva media de 30,716%.

Para la obtención del flujo de caja libre también es necesario estimar el incremento de necesidades del fondo de rotación. El concepto de NOF, o Necesidades Operativas de Fondos, es una partida estrechamente relacionada con el ciclo de explotación de la empresa y recoge cual es el volumen necesario de fondos para que la empresa pueda desarrollar su actividad sin que se produzcan desequilibrios en tesorería.

Para poder proceder al cálculo de las necesidades del fondo de rotación se hace necesario hallar los periodos medios de cobro, pago y almacén de los 5 años anteriores, para saber en qué rango de periodo medio se mueve la empresa y poder proceder a la estimación de los 5 años siguientes de clientes proveedores y existencias.

Inicialmente calculamos el periodo medio de cobro de cada año dividiendo clientes entre ventas y multiplicándolo por los 360 días correspondientes al año comercial. Toda esta información la hemos extraído del balance y cuenta de resultados de la empresa.

Por ejemplo;

$$PMC(2012) = \frac{\text{Clientes}(2012)}{\text{Ventas}(2012)} * 360 = \frac{682.247}{35.921.640} * 360 = 6,83 \text{ días}$$

Una vez calculados los periodos de cada año, para obtener un periodo medio aplicable al resto de los años que se van a proyectar se calcula un periodo medio con los 5 años anteriores.

Obtenemos así un periodo medio de cobro que se aplicará para el cálculo de la cifra de clientes de 23,78 días. Es una cifra pequeña y no parece extraña al tratarse de una empresa hotelera.

Tabla 5: Periodos medios Hoteles Suco S.L

PERIODOS MEDIOS	2008	2009	2010	2011	2012	Periodos medios
PMC=(Clientes/Ventas)*360	27,2	35,0	31,1	18,6	6,83	23,786
PMP=(Proveedores/Compras)*360	25,2	37,8	54,8	36,1	23,2	35,476
PMA=(Existencias/Coste de ventas)*360	13,9	18,9	28,4	17,1	6,33	16,975

Fuente: Elaboración propia con datos del SABI

Para el cálculo del periodo medio de pago necesitamos primero hallar las compras que es una información que no nos aparece en la Cuenta de Resultados ni en el Balance como tal.

Obtenemos la cuantía de compras correspondiente al periodo 2008-2012 con la siguiente fórmula:

Compras (año x) = Consumo (año x) + Existencias Finales (año x) – Existencias Iniciales (año x)

Tabla 6: Compras Hoteles Suco S.L (2008-2012)

	2008	2009	2010	2011	2012
Compras	21.311.792	15.662.280	24.219.976	39.237.825	27.010.786

Fuente: Elaboración propia con datos del SABI

Una vez obtenidas las compras, calculamos el periodo medio de pago correspondiente a cada año como la división de la cifra de proveedores de ese año entre la cifra de compras de ese año, multiplicado por 360 días que corresponden al año comercial de la empresa hotelera.

Por ejemplo;

$$PMP(2012) = \frac{\text{Proveedores}(2012)}{\text{Compras}(2012)} * 360 = \frac{1.747.809}{27.010.786,5} * 360 = 23,29 \text{ días}$$

El periodo medio de pago que se aplicará para proyectar la cifra de proveedores es de 35,47 días.

Para hallar el periodo medio de almacén se dividen las existencias entre el coste de ventas de ese año y se multiplica posteriormente por 360 días.

El cálculo del periodo medio de almacén para 2012 se obtendrá;

$$PMA(2012) = \frac{\text{Existencias}(2012)}{\text{Coste de Ventas}(2012)} * 360 = \frac{499.777}{28.379.324} * 360 = 6,33 \text{ días}$$

De este modo se obtiene con los periodos de pago de cada año un periodo medio de almacén aplicable para el periodo 2013-2017 de 16,97 días.

Una vez estimados los periodos medios que se aplicarán en la empresa en los próximos años se realiza el cálculo de la cifra de clientes, proveedores y existencias.

La cifra de clientes correspondiente a cada año la obtengo de la siguiente manera:

$$Clientes = \frac{PMC \text{ (Estimado)}}{Ventas} * 360$$

La cuantía de proveedores la saco con esta fórmula:

$$Proveedores = \frac{PMP \text{ (Estimado)}}{Compras} * 360$$

Para la obtención de la cifra de proveedores será necesaria la estimación también de las compras del periodo 2013-2017. Y para la obtención de dichas compras nos basaremos en un porcentaje medio respecto a la cifra de ventas.

Tabla 7: Porcentaje de compras Hoteles Suco S.L respecto a la cifra de negocios

	2008	2009	2010	2011	2012	% medio
% Respecto a Ventas	81%	71%	81%	81%	75%	78%

Fuente: Elaboración propia con datos del SABI

En los años anteriores a la valoración hemos observado un porcentaje medio de compras respecto a las ventas del 78%. Así las ventas de cada año las proyectaremos como el 78% de la cifra de ventas de ese año.

Tabla 8: Proyección compras Hoteles Suco S.L como porcentaje de las ventas

	2013	2014	2015	2016	2017
Ventas	32.523.963,5	33.757.269,5	36.121.931,7	37.339.012,0	35.132.763,4
Compras	25.317.423,4	26.277.458,0	28.118.167,0	29.065.571,2	27.348.175,0

Fuente: Elaboración propia con datos del SABI

$$Compras (2013) = 32.523.963,5 * 0,78 = 23.317.423,4$$

Las existencias correspondientes a los 5 próximos años se hallarán de la siguiente forma;

$$Existencias = \frac{PMA(Estimado)}{Coste de Ventas} * 360$$

Aplicando las fórmulas comentadas llegamos al cálculo de las necesidades del fondo de rotación que se presentan en la siguiente tabla.

Tabla 9: Necesidades operativas del fondo de rotación

Cálculo NFR	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Cientes=(PMC*Ventas)/360	682.247	2.148.947	2.230.435	2.386.675	2.467.091	2.321.318
Existencias=(PMA*C. Ventas)/360	5.025.007	1.204.373	1.244.788	1.346.090	1.396.425	1.305.972
Proveedores=(PMP*Compras)/360	1.747.809	2.494.918	2.589.525	2.770.918	2.864.281	2.695.039
NOF	3.959.445	858.403	885.698	961.847	999.234	932.250
Incremento NOF		3.101.042	27.295	76.148	37.388	-66.984

Fuente: Elaboración propia con datos del SABI

La cuantía de necesidades de fondo de rotación es la suma de clientes y existencias minorada por la cifra de proveedores.

$$\text{NOF (año x)} = \text{Clientes (año x)} + \text{Existencias (año x)} - \text{Proveedores (año x)}$$

El incremento anual de las necesidades del fondo de rotación las obtenemos aplicando lo siguiente:

$$\text{Incremento NOF año x} = \text{NOF año x} - \text{NOF año x-1}$$

De esta forma observamos una minoración en las NOF del periodo 2012 a 2013 y de 2016 a 2017 y un incremento de las mismas de 2013 a 2014, de 2014 a 2015 y de 2015 a 2016.

Los incrementos de necesidades del fondo de rotación se aplican como una minoración del flujo de caja libre como se puede observar en la siguiente tabla.

Tabla 10: Flujos de Caja Libre Hoteles Suco S.L

Cálculo FCL	2013	2014	2015	2016	2017
Ingr. Explotación	34.175.619	35.350.557	37.752.622	38.961.696	36.774.032,00
G. Explotación	-32.487.834	-33.637.842	-36.129.401	-37.355.656	-35.234.592
(-)Amortización	-750.535	-748.737	-756.921	-760.136	-750.275
BAIT	937.248	963.977	866.299	845.903	789.164
(-)Impuestos	-287.890	-296.100	-266.096	-259.831	-242.403
BDT	649.358	667.877	600.202	586.071	546.760
(+)Amortización	750.535	748.737	756.921	760.136	750.275
(-)Incr.NOF	3.101.042	-27.295	-76.148	-37.387	66.984
(-)Incr. Nuevas Inversiones	-750.535,52	-748.737,58	-756.921	-760.136	-750.275
FLUJO DE CAJA LIBRE	3.750.401,40	640.582,40	524.054,40	548.683,60	613.744,90

Fuente: Elaboración propia con datos del SABI

Tras los cálculos explicados anteriormente, se procede al cálculo de los flujos de caja libres, obteniendo de esta forma el dinero que la empresa va a generar en el futuro independientemente de su financiación. Este fondo de dinero la empresa lo podrá

utilizar para pagar intereses, amortizar préstamos, pagar dividendos, ampliar tesorería...etc.

La valoración a través de cash flow es muy adecuada, ya que, a diferencia del beneficio, no se puede modificar de manera irreal.

2.2.1.3 Cálculo de la Tasa de Actualización

La tasa apropiada para descontar el flujo de caja libre es un coste de financiación promedio que pondera el coste de cada fuente de financiación.

Para calcular la tasa de actualización adecuada, vamos a llevar a cabo la aplicación del modelo CAPM, que considera la tasa de rendimiento requerida por parte de los inversores igual a la tasa libre de riesgo más una prima de riesgo. Esta prima de riesgo se descompone en un coeficiente beta, respuesta de la acción ante las variaciones del mercado de valores, y una prima de riesgo.

Para la obtención de betas de compañías comparables se lleva a cabo un proceso para ajustar las betas mediante la regresión de la rentabilidad de las acciones (R_i) contra la rentabilidad del mercado (R_m).

Si la beta es mayor que 1 la empresa se correlaciona con el mercado de manera agresiva, es decir, por cada punto porcentual que varía el mercado el rendimiento obtenido por el título de la compañía varía más que en esta proporción.

Dado que estamos realizando la valoración de una empresa no cotizada, para proceder al cálculo del coste de los recursos propios se hace necesario considerar la beta del sector de actividad. Para llevar a cabo el cálculo del coeficiente beta apalancado se utilizará información de las dos compañías similares a Hoteles Suco SL que cotizan en bolsa: Melia Hotels International S.A y NH Hoteles S.A. La estimación de las betas se realizará a partir de información sobre las cotizaciones históricas de estas empresas en el mercado.

Inicialmente hay que calcular la rentabilidad de cada título y para ello hay que conocer su precio de cierre en el periodo (P_t), el precio de cierre en el periodo anterior (P_{t-1}) y los dividendos que se proporcionan en cada momento del tiempo.

En primer lugar con los precios semanales históricos que se observan en el mercado de valores español para Melia Hotels International S.A durante el año 2013 se

calculan las rentabilidades semanales de este periodo con la siguiente fórmula, como se puede observar en la tabla 3 del Anexo.

$$Rentabilidad\ Semanal = \ln \frac{P(\text{Semana } t) + \text{Dividendo}(\text{Semana } t)}{P(\text{Semana } t - 1)}$$

Por ejemplo, la rentabilidad para Melia correspondiente a la semana del 30 de Diciembre será:

$$Rentabilidad\ Semanal(30Dic) = \ln \frac{9,34}{9,5} = 0,01698$$

Vamos obteniendo todas las rentabilidades y las anualizamos multiplicándolas por las 52 semanas que tiene el año. De la misma forma calculamos la rentabilidad anualizada en cada semana para el índice de mercado Ibex 35.

Así una vez que tenemos las rentabilidades anualizadas correspondientes a cada semana del año 2013 tanto para la empresa cotizada Melia como para el Ibex, se procede al cálculo de la covarianza entre las rentabilidades de la empresa cotizada y del índice Ibex 35 que es nuestro referente de mercado. También se halla la varianza de las rentabilidades ofrecidas por el Ibex 35 durante ese mismo periodo. De esta forma, procedemos al cálculo de la beta apalancada de Melia Hotels International S.A que será igual a:

$$\text{Beta apalancada Melia Hotels S.A} = \frac{\text{Covarianza}(\text{Rent. Melia}; \text{Rent Ibex35})}{\text{Varianza}(\text{Rent. Ibex 35})}$$

$$\text{Beta apalancada Melia Hotels S.A} = \frac{1,189970}{1,958918} = 0,607462$$

Esta fórmula equivale al coeficiente de correlación entre ambas.

Tabla 11: Beta apalancada de Melia

Cov (Empresa, Ibex)	Var Ibex	Beta apalancada de Melia
1,189970254	1,958918815	0,607462772

Fuente: Elaboración propia con datos del Yahoo Finance

El coeficiente beta apalancado de una de nuestras empresas referentes es de 0,6074. Esta beta no alcanza un valor muy agresivo respecto al mercado,, ya que su interpretación nos indicaría que por cada 1% que varía el mercado, Melia Hotels International S.A varía en una proporción inferior.

En segundo lugar procedemos al mismo cálculo realizado con Melia para la empresa NH Hoteles S.A. Este se puede observar en la tabla 4 del Anexo.

Partiendo de los precios semanales históricos que se presentan en el mercado de valores para NH Hoteles S.A durante el año 2013 se calcula la rentabilidad semanal. Se anualiza la rentabilidad semanal de NH para cada semana correspondiente al año 2013 y se lleva a cabo el cálculo de la covarianza de las rentabilidades del Ibex 35 y las rentabilidades de NH Hoteles S.A para el periodo anual de 2013.

Tabla 12: Beta apalancada de NH Hoteles

Cov (Empresa, Ibex)	Var Ibex	B Apalancada de NH
1,899835584	1,958918815	0,969838857

Fuente: Elaboración propia con datos de Yahoo Finance

También para el cálculo de la beta apalancada de NH Hoteles S.A se debe utilizar la misma fórmula anterior. De este modo, la beta apalancada de la segunda empresa cotizada a tener en cuenta será:

$$\text{Beta apalancada NH Hoteles S. A} = \frac{\text{Covarianza}(\text{Rent. NH}; \text{Rent Ibex35})}{\text{Varianza Ibex 35}}$$

$$\text{Beta apalancada NH Hoteles S. A} = \frac{1,89983}{1,95891} = 0,9698$$

Por lo tanto obtenemos un coeficiente beta apalancado de NH Hoteles S.A de 0.9698. Esta beta, muestra que la rentabilidad de la compañía varía menos del 1% si la rentabilidad del índice IBEX 35 o la rentabilidad de mercado varían en un 1%. Es decir, en este caso, NH Hoteles S.A. se mueve casi a la vez que el mercado de referencia. Una vez calculado el valor de las betas apalancadas de las dos empresas del sector hotelero que cotizan en bolsa, habrá que eliminar el riesgo financiero de estas compañías comparables des apalancando las betas halladas.

Para proceder al des apalancamiento de dichas betas es necesario conocer la estructura financiera de cada compañía. Por lo tanto a continuación en las siguientes tablas se muestra el ratio correspondiente a la estructura financiera que aplicaremos sobre cada compañía. Para obtener el ratio parece adecuado usar una estructura financiera media, dividiendo la deuda media correspondiente al periodo 2008-2012 entre el equity medio correspondiente al mismo periodo.

Tabla 13: Estructura financiera de NH

AÑOS	2012	2011	2010	2009	2008	Media
Deudas a largo plazo	81.113	119.223	149.712	164.636	282.498	159.436
Total Equity	1.072.421	1.097.578	1.107.362	1.042.719	816.172	1.027.250
Ratio D/E medio	0,1552069					

Fuente: Elaboración propia con datos del SABI

En la empresa NH Hoteles S.A se observa un ratio de estructura financiera medio de 0,1555 lo cual nos transmite el escaso apalancamiento de dicha compañía.

Tabla 14: Estructura financiera de Melia

AÑOS	2012	2011	2010	2009	2008	Media
Total deuda a largo plazo	775.855	973.003	1.011.547	1.014.855	965.854	948222,8
Total Equity	394.719	392.915	474.835	461.894	494.553	443783,2
Ratio D/E medio	2,136680253					

Fuente: Elaboración propia con datos del SABI

Melia Hotels International S.A presenta un endeudamiento bastante superior al de NH Hoteles S.A. ya que la estructura media financiera de esta compañía es de 2,13.

Una vez que tenemos el coeficiente de riesgo de nuestras dos empresas de referencia, para obtener cuál es el riesgo de nuestro negocio hay que des apalancar las betas de las empresas cotizadas y aplicar la estructura financiera de nuestra empresa. Así, se elimina el riesgo correspondiente a la financiación de las cotizadas.

Obtenemos las betas des apalancadas de las empresas comparables utilizando la fórmula de Hamada:

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

$$B_u(\text{Melia}) = \frac{0.60746}{[1 + (1 - 0.3071) * (23.1366)]} = 0.24490$$

$$B_u(\text{NH}) = \frac{0.9698}{[1 + (1 - 0.3071) * (0.15520)]} = 0.8756$$

Tabla 15: Cálculo beta del negocio o Bu

Des apalancamiento	Bl	D/E	Tasa impositiva	(1-t)	Bu
Melia Hoteles	0,607462772	2,136680253	0,30716495	0,69283505	0,244908427
NH Hoteles	0,969838857	0,155206949	0,30716495	0,69283505	0,875675054
					0,56029174

Fuente: Elaboración propia con datos del SABI y Yahoo Finance

El cálculo de la beta des apalancada promedio para las dos empresas similares será:

$$Bu(\text{Negocio}) = \frac{0.2449 + 0.8756}{2} = 0.56029$$

Una vez que tenemos la beta des apalancada o beta del sector, para poder calcular la beta apalancada para nuestra empresa Hoteles Suco S.L es necesario considerar su estructura financiera media y el coste medio de la financiación ajena que emplea.

Tabla 16: Estructura financiera Hoteles Suco S.L

AÑOS	2012	2011	2010	2009	2008	Media
Deudas a largo plazo	13.336.023	13.333.844	13.066.666	9.393.187	6.034.720	11.032.888
Gastos financieros	1.054.489	1.070.248	742.883	795.537	712.238	875.079
Total Equity	1.979.024	3.370.537	3.266.042	3.808.844	3.869.692	3.258.828
Ratio D/E medio	3,385538907					

Fuente: Elaboración propia con datos del SABI

Como podemos observar en la tabla, nuestro ratio de endeudamiento es de 3.3855, ligeramente superior que el de las empresas comparables, y nuestro coste medio de financiación ajena es de 7.9% que lo hemos calculado dividiendo los gastos financieros medios del periodo 2008-2012 entre la deuda media del mismo periodo.

Inicialmente debemos hallar el coste de los recursos propios des apalancados o ku de la siguiente forma:

$$K_u = R_f + B_u * P_R$$

La rentabilidad del activo libre de riesgo que aplicaremos será el de las Letras del Tesoro a un año asignados por el Banco de España en el mercado secundario público que corresponde a un 2,10%. La rentabilidad de mercado la obtenemos en función de

las cotizaciones correspondientes al año 2013 del IBEX 35. Primero se calcula la rentabilidad semanal con el método de logaritmos neperianos explicado anteriormente y luego se realiza un promedio y se anualiza.

Todos estos datos y sus resultados se ven reflejados en la tabla número 5 del Anexo.

Tabla 17: Rentabilidad Semanal y Anual Ibex

Rentabilidad semanal media Ibex	0,0031103
Rentabilidad anualizada Ibex	0,16173565

Fuente: Elaboración propia con datos de Yahoo Finance

$$PR = (R_m - R_f) = (16,17 - 2,10) = 14,07$$

Con todos estos datos que mencionamos

$$k_u = R_f + B_u * PR = 2,10 + (0,56029 * 14,07) = 9,99\%$$

Para calcular la beta apalancada, primero es necesario conocer el riesgo o beta de la deuda y para ello aplicamos la siguiente fórmula:

$$B_d(\text{Deuda}) = \frac{k_d - R_f}{PR} = \frac{7,932 - 2,10}{14,07} = 0,414361$$

La beta de los fondos propios o beta apalancada de nuestra compañía Hoteles Suco S.L se calcula con el modelo de Coste de Capital de Modigliani-Miller:

$$\begin{aligned} B_l(\text{Apalancada}) &= B_u + [B_u - B_d] * (1 - t) * \left(\frac{D}{E}\right) \\ &= 0,560 + [0,560 - 0,414] * (1 - 0,307) * 3,385 = 0,9025879 \end{aligned}$$

Una vez que ya tenemos la beta de nuestros fondos propios, aplicaremos la siguiente fórmula y obtendremos el coste de nuestros recursos.

$$K_e = R_f + B_l * PR = 2,10 + 0,9025 * 14,07 = 14,803\%$$

Este k_e o cost of equity de 14,803% es lo que le cuesta a Hoteles Suco financiar sus recursos propios provenientes de accionistas.

Este coste de los recursos propios, es un dato fundamental para la imagen frente a los accionistas y debe ser menor a la rentabilidad que exigen los mismos. Si fuese mayor que la rentabilidad exigida por los socios la empresa no podría crear valor.

El cálculo de la tasa de actualización adecuada, para descontar los cash flow libres se calcula como una media entre el coste de los recursos propios ponderados por el peso que los recursos propios tienen sobre el total de fuentes de financiación de la empresa, y el coste medio de la deuda ponderado por la cuantía de deuda dentro de la estructura financiera, considerando el ahorro fiscal por los intereses.

De este modo:

$$E=3.258.827,614$$

$$D=11.032.887,68$$

$$E+D=14.291.715,29$$

$$\begin{aligned} WACC &= K_e * \left[\frac{E}{E+D} \right] + (1-t) * K_d * \left[\frac{D}{E+D} \right] \\ &= 14,80\% * \left[\frac{3258827,614}{14291715,29} \right] + (1 - 0,3071) * 7,932\% * \left[\frac{11032887,68}{14291715,29} \right] \\ &= 7,6175421\% \end{aligned}$$

El WACC obtenido de 7,6175% es la tasa de descuento que mide el coste de capital. De una forma sencilla, esta tasa mide el coste medio del activo de la empresa Hoteles Suco S.L (inmovilizado, activos financieros...), atendiendo a cómo se ha financiado la compañía: capital propio por aportaciones de los socios o recursos de terceros.

2.2.1.4 Cálculo del Valor Residual y Valor de la Empresa

El valor residual es el valor atribuido a un negocio a partir del último periodo específicamente proyectado, es decir el valor que se espera que tenga la empresa una vez finalizado el periodo de proyección. Suponiendo una vida ilimitada de la empresa, el valor residual se podría definir, por lo tanto, como una renta perpetua.

Para poder obtener el valor de la empresa, hemos estimado los flujos de caja durante el periodo 2013-2017 y a éstos hay que añadir un valor residual para incorporar el resto de flujo de fondos futuros posibles.

Estamos seguros de la continuidad de nuestro negocio y estimaremos por ello nuestro valor residual basándonos en el valor actual de un flujo de fondos de crecimiento constante a partir del año 2017.

La tasa de crecimiento constante (g) en la que nos basamos es de un 1,955%, se puede observar en la siguiente tabla y la hemos obtenido como una media de la tasa de incremento de una variable determinante para la evolución de la empresa, como es la cifra de negocios de Hoteles Suco S.L durante los años 2013-2017.

Tabla 18: Tasa de crecimiento del Valor Residual

Cálculo g	2013	2014	2015	2016	2017
Cifra de negocios	34.175.619	35.350.557	37.752.622	38.961.696	36.774.032
Incrementos cifra de negocios	1,034379	1,067949	1,032026	0,9438508	
Incremento medio	1,0195516				
Incremento porcentual	1,955%				

Fuente: Elaboración propia con datos del SABI

Una vez que conocemos la tasa de incremento g, normalizamos el flujo de caja de 2017, calculando el flujo de caja igual que todos los explicados anteriormente con una excepción: aplicamos una tasa de crecimiento a la cuantía de incremento de necesidades del fondo de rotación.

$$\begin{aligned} \text{Incremento de NFR normalizado (2017)} &= \text{Incremento NFR(2017)} * (1 + g) \\ &= 66.984,39 * (1 + 0,0196) = 68.294,04 \end{aligned}$$

Obtenemos el siguiente flujo de caja libre normalizado:

Tabla 19: Flujo de Caja Libre 2017 Normalizado

Cálculo del Valor Residual	
Beneficio de explotación	1.539.439,85
Impuestos sobre BAIT	-472.861,963
Amortizaciones	750.275,80
Inversiones en activo fijo	-750.275,80
Inversiones en NOF	68.294,04
Flujo de Caja Libre (Normalizado valor Residual)	1.134.871,92
Valor residual	20.042.305,76

Fuente: Elaboración propia con datos del SABI

Y el valor residual se calcula como:

$$VR(2017) = \frac{FC \text{ Normalizado}(2017)}{(WACC - g)} = \frac{1.134.871,92}{(7,617\% - 1,955\%)} = 20.042.305,76$$

Una vez conocidos todos los fondos que vamos a percibir en cada uno de los años, tanto en el periodo 2013-2017 como en los años posteriores, hay que proceder ya

a la actualización de dichas cuantías al momento en que se efectúa la valoración, es decir, el año 2012.

Tabla 20: Valor de la empresa Hoteles Suco S.L

	2013	2014	2015	2016	2017	VR año 2017
Flujos de Caja	3.750.401	640.582	524.054	548.683	613.744	20.042.305
Flujo de caja actualizado	3.484.935	553.106	420.462	409.062	425.179	13.884.566
Valor de la Empresa en el año 2012	19.177.313,37					

Fuente: Elaboración propia con datos del SABI

Como se observa en la tabla anterior, primero hemos ido actualizando el flujo de caja de cada año al momento 2012 de la siguiente manera:

$$\text{Flujo de caja 2013 actualizado} = \frac{FC(2013)}{(1 + WACC)} = \frac{3.750.401,43}{(1 + 0,7617)} = 3.484.935,03$$

$$\text{Flujo de caja 2014 actualizado} = \frac{FC(2014)}{(1 + WACC)^2} = \frac{640.582,40}{(1 + 0,7617)^2} = 553.106,63$$

$$\text{Flujo de caja 2015 actualizado} = \frac{FC(2015)}{(1 + WACC)^3} = \frac{524.054,41}{(1 + 0,7617)^3} = 420.462,40$$

$$\text{Flujo de caja 2016 actualizado} = \frac{FC(2016)}{(1 + WACC)^4} = \frac{548.683,68}{(1 + 0,7617)^4} = 409.062,59$$

$$\text{Flujo de caja 2017 actualizado} = \frac{FC(2017)}{(1 + WACC)^5} = \frac{613.744,90}{(1 + 0,7617)^5} = 425.179,73$$

$$\text{VR 2017 actualizado} = \frac{VR(2017)}{(1 + WACC)^5} = \frac{20.042.305,76}{(1 + 0,7617)^5} = 13.884.566,98$$

Y posteriormente, una vez actualizadas todas las cuantías monetarias procedentes de los flujos de caja y del valor residual, se suman y obtenemos el valor de la empresa Hoteles Suco S.L en el momento 2012.

$$\begin{aligned} \text{Valor Empresa Hoteles Suco S. L} \\ &= 3.484.935,03 + 553.106,63 + 420.462,40 + 409.062,59 + 425.179,73 \\ &+ 13.884.566,98 = 19.177.313,37 \end{aligned}$$

2.3 Valoración de la Empresa: Interpretación del Resultado

La cuantía obtenida como fruto de la aplicación de la metodología de valoración de empresas basada en el descuento de flujos de caja (19.177.313,37€) se puede interpretar como el valor de la empresa después de haber pagado a los proveedores, los impuestos, inversiones, pero antes de pagar deudas bancarias y dividendos. Este valor obtenido nos conduce a expresar una valoración favorable acerca de la viabilidad de la empresa analizada.

En términos de una interpretación más específica del resultado obtenido, podríamos pensar en el interés de Hoteles Suco SL para ser adquirida por otra compañía. A la vista de los resultados obtenidos, podríamos decir que la compañía Hoteles Suco S.L es una buena opción de compra, ya que tiene unas buenas perspectivas futuras que hacen que el valor de la misma en este momento sea elevado.

Además, cabe destacar, que aunque nuestra empresa haya presentado un resultado negativo después de impuestos en 2012 de -1.834 miles de €, si lo comparamos con el obtenido por otras empresas del mismo sector de actividad, no arroja unas perspectivas demasiado desfavorables. Además, los resultados de explotación de la compañía llevan una evolución favorable, y observando la coyuntura parece que repuntarán a partir de 2013, como muestra el siguiente gráfico:

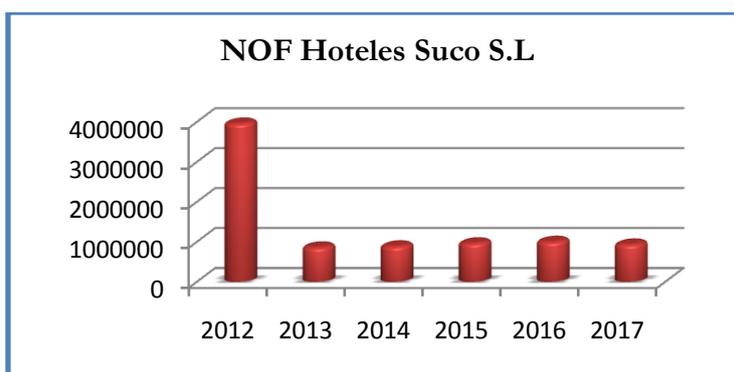
Gráfico 5: Resultado de Explotación Hoteles Suco S.L (2008-2017)



Fuente: Elaboración propia con datos del SABI

Como vemos la crisis económica no ha dejado de influir en esta empresa, aunque se prevén mejoras para el año 2013.

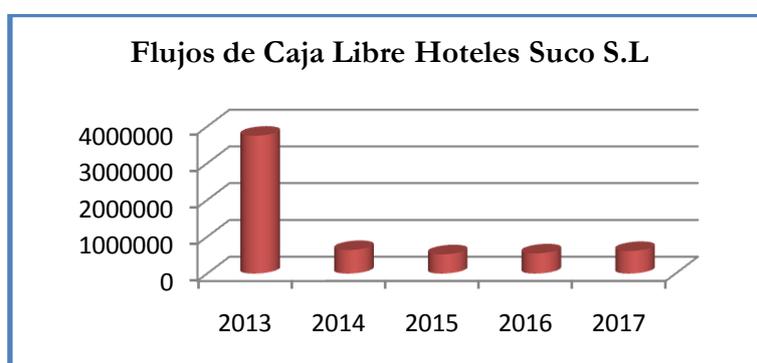
Gráfico 6: Necesidades Operativas de Fondos Hoteles Suco S.L



Fuente: Elaboración propia con datos del SABI

Las necesidades operativas en el año 2012 son muy grandes debido al mal año sufrido, pero a partir de los próximos años esperamos y confiamos en que las cosas van a mejorar en función de las proyecciones estimadas y por ello, las necesidades operativas de fondos se ven disminuidas fuertemente a partir de 2012 y esto beneficia nuestros flujos de caja y nuestra valoración.

Gráfico 7: Evolución Flujos de Caja Libres Hoteles Suco S.L



Fuente: Elaboración propia con datos del SABI

Los flujos de caja de 2013 se ven directamente beneficiados por la disminución sufrida en las NOF respecto al año 2012, este cambio drástico infla nuestro flujo de caja en este periodo y hace que posteriormente se mantengan más o menos constantes.

La Empresa Hoteles Suco S.L se valora en 19.177.313,37 €, una cuantía bastante favorable teniendo en cuenta que las proyecciones están sesgadas negativamente por la crisis económica que la empresa ha sufrido.

2.4 Análisis de Sensibilidad

Una vez realizado el análisis de valoración básico de la empresa Hoteles Suco SL. se hace interesante examinar en qué medida los resultados obtenidos pueden variar dependiendo de la alteración de algunos de los supuestos que se han establecido previamente. En los siguientes apartados se muestran los análisis de sensibilidad llevados a cabo.

2.4.1 Sensibilidad del Valor de la Empresa a cambios en las Necesidades del Fondo de Rotación

Para el cálculo de las necesidades del fondo de rotación decidimos llevar a cabo el cálculo de los periodos medios de pago, de cobro y de almacén. Al ser las necesidades operativas de fondos una variable clave y relevante para la estimación de los flujos de caja y la posterior valoración de la empresa, hemos decidido cerciorarnos de que no estamos alejándonos demasiado de la posible realidad mediante la alteración del supuesto tomado en el análisis de básico respecto a las NOF.

De forma que hemos realizado los cálculos con el método de media móvil explicado anteriormente para la proyección de las Necesidades Operativas de Fondos

Tabla 21: NOF estimadas con Media Móvil

Años	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Existencias	5025007	1170286	1240185	1471070	1249927	1126249
Clientes	682.247	1983377	1980587	1950110	1819949	1683254
Proveedores	1747809	2.503.364	2.705.225	2.916.580	2.762.055	2.527.007
NOF	3.959.445	650.301	515.549	504.601	307.822	282.498
Incremento NOF		-3.309.144	-134.752	-10.948	-196.779	-25.324

Fuente: Elaboración propia con datos del SABI

Tabla 22: Diferencias nuevas NOF y antiguas

Años	2012-2013	2013-2014	2014-2015	2015-2016	2016-2017
Incremento de NOF Anteriores	-3.101.042	27.295	76.148	37.387	-66.984
Incremento de NOF Actuales	-3.309.144	-134.751	-10.948	-196.778	-25324
Años	2013	2014	2015	2016	2017
Flujos de Caja anteriores	7.810.081	1.524.071	1.291.923	1.505.599	1.389.345
Flujos actuales	3.958.503	802.629	611.151	782.850	572.084

Fuente: Elaboración propia con datos del SABI

Valor de la Empresa Análisis Básico	19.177.313,37
Valor de la Empresa Análisis de Sensibilidad (I)	19.206.548,2

Se observa que las NOF han variado de forma positiva respecto al criterio anterior, por lo tanto parece que estamos llevando a cabo un estudio adecuado y que no sesga nuestro resultado favorablemente. El valor de la empresa obtenido en este primer análisis de sensibilidad no se aleja demasiado del resultado obtenido en el análisis básico de valoración.

2.4.2 Sensibilidad del Valor de la Empresa a cambios en R_f

Parece interesante analizar como varía el valor de la empresa ante cambios en la rentabilidad de los activos libre de riesgo, ya que la elección de esta variable es muy subjetiva.

Tabla 23: Valor de la Empresa con diferentes R_f

Fechas	R_f	B Apalancada	k_e	WACC	Valor Empresa
18/01/2012	2,276	0,92	0,15	0,08	18.991.143
28/12/2012	2,1	0,90	0,15	0,08	19.177.313
15/01/2013	1,478	0,84	0,14	0,07	19.867.769
27/12/2013	0,936	0,80	0,13	0,07	20.514.274,27

Fuente: Elaboración propia con datos del SABI

Para llevar a cabo un análisis de la repercusión de dicha variable en el sector hemos elegido diversas rentabilidades de las Letras del Tesoro ofrecidas por el Banco de España para fechas correspondientes al año 2012, que es el año de la valoración y para fechas de 2013, año en el que parece adecuado escoger las rentabilidades del mercado debido a la tendencia decreciente de los años anteriores influenciada por la crisis económica.

De esta forma, la rentabilidad de las letras del tesoro para el 18 de Enero de 2012 a un año que nos ofrece el Banco de España es de un 2,276%, ligeramente superior a la escogida para llevar a cabo la valoración en el análisis básico, de 2,1%. Este cambio en la rentabilidad libre de riesgo nos eleva el coeficiente beta apalancado, y a su vez el coste de los recursos propios y la tasa de actualización. Por todo lo anterior el valor de la empresa se ve ligeramente disminuido en 186.170,18 miles de €.

Al escoger la rentabilidad correspondiente al activo libre de riesgo del 15 Enero de 2013 a un año de 1,478%, inferior al 2,10% elegido para la valoración, la beta apalancada disminuye, al igual que el coste de los recursos propios y la tasa de actualización como bien muestra la tabla anterior. Y nuestro valor de la empresa se ve aumentado en 690.455,7 miles de €. Lo mismo pasa al escoger la correspondiente al 27 de Diciembre de 2013, que se ve incrementado el valor de la empresa en 1.336.960,9 miles de €.

Tras el análisis llevado a cabo, podemos concluir con que el cambio en R_f no nos varía demasiado negativamente nuestro valor de la empresa, es decir que nuestro valor obtenido no está sesgado por un intento de obtener mejores resultados.

Valor de la Empresa Análisis Básico (Rf 28/12/2012)	19.177.313
Valor de la Empresa Análisis de Sensibilidad (Rf 18/01/2012)	18.991.143
Valor de la Empresa Análisis de Sensibilidad (Rf 15/01/2013)	19.867.769
Valor de la Empresa Análisis de Sensibilidad (Rf 27/01/2013)	20.514.274,27

2.4.3 Sensibilidad del Valor de la Empresa a cambios en la tasa de crecimiento del Valor Residual

También es razonable llevar a cabo un análisis de sensibilidad de los cambios en la tasa de crecimiento del valor residual debido a la subjetividad de la misma.

Tabla 24: Valor de la Empresa con diferentes Valores Residuales

g	Valor residual Normalizado	Valor de la Empresa
0,005	15.931.022,00	16.329.168,29
0,015	18.546.125,62	18.140.815,20
0,0195516	20.042.305,76	19.177.313,37
0,02	20.202.820,83	19.288.512,27
0,025	22.183.244,73	20.660.476,58

Fuente: Elaboración propia con datos del SABI

Para realizar la valoración hemos optado por establecer una tasa de crecimiento igual al incremento de las ventas, esto tiene lógica pero puede no ser del todo correcto.

Por ello, en este último análisis de sensibilidad, se propone examinar la variación en el valor de la empresa ante diferentes valores de esta tasa g de crecimiento. Así, se ha tomado un rango de valores del 0,005; 0,015; 0,02 y 0,025. En la tabla 21 se muestran los resultados de la valoración obtenidos en cada caso y la comparación con la tasa g del 1,95% considerada en el análisis básico.

Lo que se observa en la tabla anterior es que ante un incremento en la tasa de crecimiento el valor de la empresa incrementa y ante una minoración de la g , el valor de la empresa disminuye. Es algo lógico. No obstante, ante un cambio extremo en la g , estableciendo este crecimiento de forma mínima, el valor de la empresa sigue siendo favorable, aunque disminuya en 2.848.145,08 €.

3. CONCLUSIONES

En este Trabajo Fin de Grado se ha llevado a cabo la valoración de una empresa no cotizada mediante el método basado en el descuento de flujos de fondos.

En concreto, la compañía analizada ha sido Hoteles Suco S.L. Esta empresa, ubicada en Palencia, consta de 3 hoteles, un hostel y un área de servicio, y se distingue del resto por su confort y por no descuidar ninguno de los tres factores clave, ni la calidad ni el precio ni la atención al cliente.

A la vista de los resultados contables obtenidos de la base de datos SABI, la empresa, a pesar del mal resultado en el ejercicio 2012, no parece experimentar una situación tan negativa como la del resto de empresas del sector hotelero. Y es que, debido a la minoración del turismo en nuestro país, las pernoctaciones de viajeros españoles ha disminuido de forma considerable, si bien es cierto que la demanda en el sector hotelero español ha comenzado a repuntar ligeramente en 2013. Todo ello, nos conduce a afirmar que la valoración llevada a cabo parece que no va a estar sesgada por resultados inciertos, ya que parece que en 2013 el mercado hotelero está repuntado debido al incremento tanto de viajeros españoles como extranjeros.

Además de los datos sobre el sector, cabe mencionar que Hoteles Suco SL además está posicionada como la empresa número uno en cuanto a la facturación hotelera de Palencia. Así mismo, cabe destacar que la empresa utiliza adecuadamente sus recursos, ya que con 177 trabajadores presenta unos ingresos de explotación similares a empresas que presentan de media 408 trabajadores.

El análisis de valoración llevado a cabo proporciona un valor de 19.177.313,37 €, una cuantía bastante favorable teniendo en cuenta que las proyecciones están sesgadas negativamente por la crisis económica que la empresa ha sufrido.

Adicionalmente, se han realizado análisis de sensibilidad para confirmar que la valoración de la compañía realizada en el estudio básico no difiere demasiado cuando se

alteran los supuestos sobre las variables que intervienen en el cálculo de los flujos de caja, de las tasas de descuento, y de la tasa de crecimiento futuro de la empresa.

4. BIBLIOGRAFÍA

- ✓ Estudios de la coyuntura turística hotelera de 2014.(24/Febrero/2014) llevados a cabo por el Instituto Nacional de Estadística(INE)
- ✓ Base de datos científica Sabi
- ✓ Estudio llevado a cabo por la Federación de Hostelería de España. “Los sectores de Hostelería de España”
<http://www.fehr.es/documentos/publicaciones/descargas/des-79.pdf>
- ✓ Documento de Investigación de Iese Business School- Universidad de Navarra. Realizado en Noviembre de 2008
<http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0771.pdf>
- ✓ Página web de la compañía Hoteles Suco S.L
<http://www.hotelessuco.com/>
- ✓ Página web de Educación y ciencia
http://www.ehowenespanol.com/calcular-residual-analisis-flujo-caja-descontado-flujo-caja-creciente-como_253001/
- ✓ Noticias sobre el sector Hotelero en España. Periódico económico; Expansión
http://www.expansion.com/directorio-empresas/hoteles-sucosl_616583_702170_34.html
- ✓ Apuntes de la asignatura Valoración de Empresas impartida en la Universidad Pública de Navarra
- ✓ La valoración de los Negocios: Una guía práctica para la valoración de empresas. José María Revello de Toro Cabello, Ed. Delta Publicaciones
- ✓ Valoración de Empresas: Cómo medir y gestionar la creación de valor. Pablo Fernández, Ed. Gestión 2000

5. ANEXOS

Tabla 1. Cuenta de Resultados Hoteles Suco S.L

Cuenta de pérdidas y ganancias	2008	2009	2010	2011	2012
A) Operaciones continuadas					
1. Importe neto de la cifra de negocios	26.357.434	21.933.959	30.036.530	48.370.255	35.921.640
a) Ventas	26.357.434	21.933.959	30.036.530	48.281.058	35.921.640
b) Prestaciones de servicios	0	0	0	89.197	0
2. Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación	196.213	150.614	35.563	200.221	17.414
4. Aprovisionamientos (Consumo de mercaderías)	-21.256.186	-15.656.907	-23.209.760	-39.205.893	-28.379.324
a) Consumo de mercaderías	-21.256.186	-15.656.907	-23.209.760	-39.205.893	-28.379.324
5. Otros ingresos de explotación	1.671.584	1.181.766	1.277.874	1.059.036	1.633.053
a) Ingresos accesorios y otros de gestión corriente	1.640.777	1.140.476	1.250.665	1.027.986	1.597.467
b) Subvenciones de explotación incorporadas al resultado del ejercicio	30.807	41.290	27.209	31.050	35.586
6. Gastos de personal	-3.206.364	-3.118.052	-3.437.725	-3.880.359	-3.456.417
a) Sueldos, salarios y asimilados	-2.545.808	-2.469.275	-2.744.865	-3.086.350	-2.712.959
b) Cargas sociales	-660.557	-648.777	-692.860	-794.009	-743.458
7. Otros gastos de explotación	-2.275.246	-2.405.085	-3.350.642	-4.874.727	-4.726.485
a) Servicios exteriores	-1.730.129	-1.864.459	-2.644.852	-3.846.222	-3.140.925
b) Tributos	-545.117	-540.626	-705.790	-1.028.505	-1.575.482
c) Pérdidas, deterioro y variación de provisiones por operaciones comerciales	0	0	0	0	-10.078
8. Amortización del inmovilizado	-759.525	-707.820	-740.842	-809.442	-735.048
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras	56.639	56.639	56.639	56.639	47.400
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	0	1.805	268.764	4.870	-6.122
b) Resultados por enajenaciones y otras	0	1.805	268.764	4.870	-6.122
13. Otros resultados	19.058	15.450	31.882	209.001	16.278
A1) Resultado de explotación (1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6 + 7 + 8 + 9 + 10 + 11 + 12 + 13)	803.604	1.452.368	968.283	1.129.599	332.390
14. Ingresos financieros	85.908	43.235	42.223	65.651	82.101
a) De participaciones en instrumentos de patrimonio	515	162	129	41	169
b) De valores negociables y otros instrumentos financieros	85.393	43.073	42.094	65.609	81.931
b1) De empresas del grupo y asociadas	79.985	40.412	39.015	58.148	78.349
b2) De terceros	5.408	2.661	3.079	7.462	3.582
15. Gastos financieros	-712.238	-795.537	-742.883	-1.070.248	-1.054.489
b) Por deudas con terceros	-712.238	-795.537	-742.883	-1.070.248	-1.054.489
16. Variación de valor razonable en instrumentos financieros	0	0	-34824,62	0	-51873,97
a) Cartera de negociación y otros	0	0	-34.825	0	-51.874
18. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	0	-599270,41	-876295,33	0	-1142154,98
a) Deterioros y pérdidas	0	-602.141	-876.295	0	-1.140.239
b) Resultados por enajenaciones y otras	0	2.871	0	0	-1.916
A2) Resultado financiero (14 + 15 + 16 + 17 + 18)	-626.330	-1.351.572	-1.611.779	-1.004.597	-2.166.418
A3) Resultado antes de impuestos (A1 + A2)	177.274	100.796	-643.496	125.002	-1.834.027
19. Impuestos sobre beneficios	-83.711	-11.415	178.121	-47.370	540.317
A4) Resultado del ejercicio (A3 + 19)	93.564	89.381	-465.375	77.632	-1.293.711

(Datos Extraídos de la Base científica económica SABI)

Tabla 2. Activo del Balance de Situación de Hoteles Suco S.L

Activo	2008	2009	2010	2011	2012
A) Activo no corriente	13.505.796	15.327.143	17.174.674	17.848.179	17.215.959
I Inmovilizado intangible	2.855	2.602	73.445	67.662	49.299
3. Patentes, licencias, marcas y similares	2.855	2.602	1.860	1.452	692
5. Aplicaciones informáticas	0	0	71.585	66.210	48.607
II Inmovilizado material	10.086.119	12.862.671	14.521.828	14.199.064	11.847.536
1. Terrenos y construcciones	7.504.183	7.843.827	11.684.980	11.352.564	9.387.595
2. Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material	2.571.932	2.628.868	2.777.435	2.748.793	2.425.941
3. Inmovilizado en curso y anticipos	10.005	2.389.977	59.413	97.707	34.000
III Inversiones inmobiliarias	658.644	0	0	1.000.000	0
1. Terrenos	181.407	0	0	1.000.000	0
2. Construcciones	477.237	0	0	0	0
IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	2.602.292	2.252.012	2.050.889	2.074.352	3.757.501
1. Instrumentos de patrimonio	1.695.063	1.644.783	1.560.771	1.584.235	3.267.384
2. Créditos a empresas	907.229	607.229	490.118	490.118	490.118
V Inversiones financieras a largo plazo	155.886	162.086	158.395	159.690	510.108
1. Instrumentos de patrimonio	30.886	30.886	21.186	22.000	418.725
2. Créditos a terceros	60.000	60.000	60.000	56.000	52.000
3. Valores representativos de deuda	65.000	71.200	77.208	81.690	39.384
VI Activos por impuesto diferido	0	47.772	370.118	347.411	1.051.514
B) Activo corriente	3.541.094	4.587.289	6.493.211	6.303.885	5.025.007
II Existencias	820.792	826.166	1.836.383	1.868.315	499.777
1. Comerciales	383.332	394.091	1.338.985	1.284.117	427.755
2. Materias primas y otros aprovisionamientos	0	0	0	438.816	0
3. Productos en curso	203.550	221.300	332.400	0	0
b) De ciclo corto de producción	203.550	221.300	332.400	0	0
4. Productos terminados	233.910	206.566	131.029	102.893	4.605
b) De ciclo corto de producción	233.910	206.566	131.029	102.893	4.605
6. Anticipos a proveedores	0	4.209	33.969	42.489	67.418
III Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	2.034.101	2.482.161	2.753.546	2.661.929	1.588.968
1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios	1.997.326	2.132.977	2.600.911	2.503.426	682.247
b) Clientes por ventas y prestaciones de servicios a corto plazo	1.997.326	2.132.977	2.600.911	2.503.426	682.247
2. Clientes empresas del grupo y asociadas	0	329.045	16.310	18.502	787.087
3. Deudores varios	23.190	16.738	60.732	105.325	113.483
4. Personal	1.700	3.400	7.220	900	0
5. Activos por impuesto corriente	0	0	27.553	0	6.150
6. Otros créditos con las Administraciones Públicas	11.885	0	40.820	33.776	0
IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo	132.518	361.973	102.982	428.886	1.399.504
2. Créditos a empresas	132.518	361.973	102.982	428.886	219.268
5. Otros activos financieros	0	0	0	0	1.180.236
V Inversiones financieras a corto plazo	116.690	584.432	1.344.755	693.410	1.099.495
2. Créditos a empresas	54.335	20.961	4.162	6.596	1.468
3. Valores representativos de deuda	150	0	0	0	0
5. Otros activos financieros	62.205	563.471	1.340.593	686.814	1.098.028
VII Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	436.993	332.557	455.544	651.345	437.263
1. Tesorería	436.993	332.557	455.544	651.345	437.263
Total activo (A + B)	17.046.890	19.914.432	23.667.885	24.152.063	22.240.966

(Datos Extraídos de la Base científica económica SABI)

Tabla 3. Pasivo y Patrimonio Neto del Balance de Situación de Hoteles Suco S.L.

Pasivo	2008	2009	2010	2011	2012
A) Patrimonio neto	3.869.692	3.808.844	3.266.042	3.370.537	1.979.024
A-1) Fondos propios	3.611.314	3.700.695	3.235.320	3.312.952	2.019.241
I Capital	2.845.137	2.845.137	2.845.137	2.845.137	2.845.137
1. Capital escriturado	2.845.137	2.845.137	2.845.137	2.845.137	2.845.137
II Prima de emisión	5.179	5.179	5.179	5.179	5.179
III Reservas	667.434	760.998	850.379	850.379	858.142
1. Legal y estatutarias	131.967	141.323	150.261	150.261	158.025
2. Otras reservas	535.467	619.674	700.117	700.117	700.117
V Resultados de ejercicios anteriores	0	0	0	-465.375	-395.506
2. (Resultados negativos de ejercicios anteriores)	0	0	0	-465.375	-395.506
VII Resultado del ejercicio	93.564	89.381	-465.375	77.632	-1.293.711
A-2) Ajustes por cambios de valor	491	-110.091	-147.871	-126.001	-145.983
I Activos financieros disponibles para la venta	491	1.378	2.163	0	0
II Operaciones de cobertura	0	-111.469	-150.034	-126.001	-145.983
A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos	257.886	218.239	178.592	183.585	105.765
B) Pasivo no corriente	6.200.467	9.492.321	13.273.162	13.576.516	13.702.158
II Deudas a largo plazo	6.034.720	9.393.187	13.066.666	13.333.844	13.336.023
2. Deudas con entidades de crédito	5.888.643	7.443.404	10.179.725	10.163.739	10.940.000
3. Acreedores por arrendamiento financiero	146.077	1.949.783	2.751.356	2.529.626	2.290.243
4. Derivados	0	0	135.585	74.518	105.779
5. Otros pasivos financieros	0	0	0	565.961	0
IV Pasivos por impuesto diferido	165.747	99.134	206.497	242.672	366.135
C) Pasivo corriente	6.976.731	6.613.268	7.128.682	7.205.011	6.559.784
III Deudas a corto plazo	4.826.454	4.368.012	2.886.980	2.642.422	3.372.553
2. Deudas con entidades de crédito	4.692.419	3.874.576	2.344.293	2.015.019	2.965.136
3. Acreedores por arrendamiento financiero	88.627	316.579	251.323	251.653	304.650
4. Derivados	0	159.241	78.749	105.483	102.767
5. Otros pasivos financieros	45.407	17.616	212.615	270.267	0
V Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	2.150.277	2.242.255	4.238.702	4.557.079	3.185.731
1. Proveedores	1.494.058	1.648.452	3.689.202	3.937.298	1.747.809
2. Proveedores, empresas del grupo y asociadas	0	36.299	88.815	113.264	118.047
4. Personal (remuneraciones pendientes de pago)	112.932	145.210	145.550	182.478	229.854
5. Pasivos por impuesto corriente	0	44.717	0	0	0
6. Otras deudas con las Administraciones Públicas	532.144	367.578	315.135	324.039	1.090.021
7. Anticipos de clientes	11.143	0	0	0	0
VI Periodificaciones a corto plazo	0	3.000	3.000	5.511	1.500
Total patrimonio neto y pasivo (A + B + C)	17.046.890	19.914.432	23.667.885	24.152.063	22.240.966

(Datos Extraídos de la Base científica económica SABI)

Tabla 4 Rentabilidades de la Empresa Melia

PRECIOS MELIA HOTELES					
Fecha	Cerrar	Rentabilidad semanal Melia	Rentabilidad anual Melia	Rentabilidad semanal Ibex	Rentabilidad anual Ibex
30 de dic de 2013	9,34	-0,016985546	-0,883248411	0,001675347	0,087118021
23 de dic de 2013	9,5	0,056291916	2,927179647	0,021460752	1,115959113
16 de dic de 2013	8,98	0,038597299	2,007059574	0,044009507	2,288494345
9 de dic de 2013	8,64	-0,030771659	-1,600126251	-0,01368828	-0,711790562
2 de dic de 2013	8,91	0,002247192	0,116853982	-0,0454489	-2,363342775
25 de nov de 2013	8,89	0,015873349	0,825414156	0,016418509	0,853762453
18 de nov de 2013	8,75	0,077189639	4,013861212	-0,001909846	-0,09931197
11 de nov de 2013	8,1	0,001235331	0,064237192	-0,005276949	-0,274401324
4 de nov de 2013	8,09	-0,036411789	-1,893413049	-0,009302868	-0,483749117
28 de oct de 2013	8,39	0,050102109	2,605309669	0,002320163	0,120648478
21 de oct de 2013	7,98	-0,027195743	-1,414178626	-0,018802308	-0,977720012
14 de oct de 2013	8,2	0,073357785	3,814604798	0,033891898	1,762378711
7 de oct de 2013	7,62	0,013210232	0,68693205	0,025942553	1,34901276
30 de sep de 2013	7,52	0,014735699	0,76625633	0,02064494	1,073536865
23 de sep de 2013	7,41	0,016326893	0,848998451	0,006152126	0,319910575
16 de sep de 2013	7,29	0,040593397	2,110856642	0,025419015	1,321788789
9 de sep de 2013	7	-0,004276557	-0,222380952	0,032577355	1,694022484
2 de sep de 2013	7,03	0,033264094	1,729732869	0,043026908	2,237399199
26 de ago de 2013	6,8	-0,023256862	-1,209356833	-0,046694351	-2,42810626
19 de ago de 2013	6,96	-0,00143575	-0,074659022	-0,015364619	-0,798960206
12 de ago de 2013	6,97	0,11036234	5,738841665	0,009774069	0,508251563
5 de ago de 2013	6,27	0,003194891	0,166134327	0,018660815	0,970362367
29 de jul de 2013	6,25	-0,020586634	-1,070504948	0,026041785	1,354172794
22 de jul de 2013	6,38	-0,091312459	-4,748247862	0,050376367	2,619571081
15 de jul de 2013	6,99	-0,014204784	-0,738648784	0,012478072	0,648859754
8 de jul de 2013	7,09	0,158627069	8,248607562	-0,003016594	-0,156862864
1 de jul de 2013	6,05	0,037041272	1,926146127	0,013524526	0,703275365
24 de jun de 2013	5,83	0,052829185	2,747117611	0,008083909	0,420363282
17 de jun de 2013	5,53	0,001809955	0,094117673	-0,047018698	-2,444972279
10 de jun de 2013	5,52	-0,033841163	-1,759740496	-0,0239583	-1,245831586
3 de jun de 2013	5,71	0,003508776	0,182456328	-0,006511068	-0,338575518
27 de may de 2013	5,69	0,028522433	1,483166495	0,006753034	0,351157787
20 de may de 2013	5,53	0	0	-0,037732261	-1,962077594
13 de may de 2013	5,53	-0,073203404	-3,806577009	0,004425794	0,230141265
6 de may de 2013	5,95	0,060624622	3,152480334	-3,51097E-05	-0,001825704
29 de abr de 2013	5,6	0,027150989	1,411851431	0,029428907	1,53030317
22 de abr de 2013	5,45	-0,001833181	-0,095325416	0,047071141	2,44769934
15 de abr de 2013	5,46	-0,019946264	-1,037205737	-0,015655971	-0,814110475
8 de abr de 2013	5,57	0,03470668	1,804747348	0,030560249	1,589132935
1 de abr de 2013	5,38	0,014981554	0,779040788	-0,015472621	-0,804576312
25 de mar de 2013	5,3	-0,029741969	-1,546582398	-0,050412225	-2,621435676
18 de mar de 2013	5,46	-0,139921191	-7,275901918	-0,034177241	-1,777216506
11 de mar de 2013	6,28	-0,02048929	-1,065443104	-0,001043648	-0,054269683
4 de mar de 2013	6,41	0,074468051	3,872338672	0,052464574	2,728157839
25 de feb de 2013	5,95	-0,034685558	-1,803649015	0,000989851	0,051472255
18 de feb de 2013	6,16	-0,024058899	-1,251062748	0,003527427	0,1834262
11 de feb de 2013	6,31	-0,004743092	-0,246640779	-0,003026017	-0,157352908
4 de feb de 2013	6,34	0,050131758	2,606851401	-0,006681078	-0,347416042
28 de ene de 2013	6,03	-0,05955098	-3,096650941	-0,05839706	-3,036647107
21 de ene de 2013	6,4	0	0	0,01391941	0,723809339
14 de ene de 2013	6,4	0,015748357	0,818914562	-0,007030089	-0,365564634
7 de ene de 2013	6,3	0,057158414	2,97223752	0,026772746	1,392182798
1 de ene de 2013	5,95	0	0	0	0

(Datos extraídos de Yahoo finance)

Tabla 5 Rentabilidades NH Hoteles S.A

PRECIOS NH HOTELES					
Fecha	Cerrar	Rentabilidad semanal NH	Rentabilidad anual NH	Rentabilidad semanal Ibex	Rentabilidad anual Ibex
30 de dic de 2013	4,28	-0,018519048	-0,962990484	0,001675347	0,087118021
23 de dic de 2013	4,36	0,016185324	0,84163687	0,021460752	1,115959113
16 de dic de 2013	4,29	0,072495502	3,769766106	0,044009507	2,288494345
9 de dic de 2013	3,99	0,010075652	0,523933903	-0,01368828	-0,711790562
2 de dic de 2013	3,95	-0,020050797	-1,042641446	-0,0454489	-2,363342775
25 de nov de 2013	4,03	0,004975135	0,258707001	0,016418509	0,853762453
18 de nov de 2013	4,01	0,020151815	1,047894403	-0,001909846	-0,09931197
11 de nov de 2013	3,93	-0,039905544	-2,075088297	-0,005276949	-0,274401324
4 de nov de 2013	4,09	0,050135812	2,607062246	-0,009302868	-0,483749117
28 de oct de 2013	3,89	0,012936791	0,672713134	0,002320163	0,120648478
21 de oct de 2013	3,84	-0,089612159	-4,659832252	-0,018802308	-0,977720012
14 de oct de 2013	4,2	0,036367644	1,891117497	0,033891898	1,762378711
7 de oct de 2013	4,05	0	0	0,025942553	1,34901276
30 de sep de 2013	4,05	0,053244515	2,768714755	0,02064494	1,073536865
23 de sep de 2013	3,84	0	0	0,006152126	0,319910575
16 de sep de 2013	3,84	0,050745199	2,638750348	0,025419015	1,321788789
9 de sep de 2013	3,65	0,12224503	6,356741579	0,032577355	1,694022484
2 de sep de 2013	3,23	0,114691843	5,963975841	0,043026908	2,237399199
26 de ago de 2013	2,88	-0,057351296	-2,982267417	-0,046694351	-2,42810626
19 de ago de 2013	3,05	-0,032260862	-1,677564835	-0,015364619	-0,798960206
12 de ago de 2013	3,15	0,009569451	0,497611453	0,009774069	0,508251563
5 de ago de 2013	3,12	0,035892923	1,866431999	0,018660815	0,970362367
29 de jul de 2013	3,01	0,026937656	1,400758098	0,026041785	1,354172794
22 de jul de 2013	2,93	0,017212129	0,895030702	0,050376367	2,619571081
15 de jul de 2013	2,88	0,031748698	1,650932312	0,012478072	0,648859754
8 de jul de 2013	2,79	-0,014235116	-0,740226023	-0,003016594	-0,156862864
1 de jul de 2013	2,83	0,035975102	1,870705328	0,013524526	0,703275365
24 de jun de 2013	2,73	0,048790164	2,537088537	0,008083909	0,420363282
17 de jun de 2013	2,6	-0,026567027	-1,381485424	-0,047018698	-2,444972279
10 de jun de 2013	2,67	0,030420597	1,581871028	-0,0239583	-1,245831586
3 de jun de 2013	2,59	-0,034158919	-1,776263778	-0,006511068	-0,338575518
27 de may de 2013	2,68	0,007490672	0,38951493	0,006753034	0,351157787
20 de may de 2013	2,66	-0,025975486	-1,350725293	-0,037732261	-1,962077594
13 de may de 2013	2,73	0,011049836	0,574591482	0,004425794	0,230141265
6 de may de 2013	2,7	0	0	-3,51097E-05	-0,001825704
29 de abr de 2013	2,7	0,06503247	3,381688454	0,029428907	1,53030317
22 de abr de 2013	2,53	-0,083381609	-4,335843665	0,047071141	2,44769934
15 de abr de 2013	2,75	0,010969031	0,570389631	-0,015655971	-0,814110475
8 de abr de 2013	2,72	0,072412578	3,765454034	0,030560249	1,589132935
1 de abr de 2013	2,53	0,028057953	1,459013545	-0,015472621	-0,804576312
25 de mar de 2013	2,46	0,01639381	0,852478108	-0,050412225	-2,621435676
18 de mar de 2013	2,42	-0,138683388	-7,211536152	-0,034177241	-1,777216506
11 de mar de 2013	2,78	-0,066111025	-3,437773306	-0,001043648	-0,054269683
4 de mar de 2013	2,97	0,016978337	0,8828735	0,052464574	2,728157839
25 de feb de 2013	2,92	-0,085297581	-4,435474187	0,000989851	0,051472255
18 de feb de 2013	3,18	-0,034006368	-1,768331135	0,003527427	0,1834262
11 de feb de 2013	3,29	0,075745974	3,938790656	-0,003026017	-0,157352908
4 de feb de 2013	3,05	0,046988509	2,443402491	-0,006681078	-0,347416042
28 de ene de 2013	2,91	-0,056776516	-2,952378822	-0,05839706	-3,036647107
21 de ene de 2013	3,08	-0,012903405	-0,670977051	0,01391941	0,723809339
14 de ene de 2013	3,12	-0,028437935	-1,478772637	-0,007030089	-0,365564634
7 de ene de 2013	3,21	0,143820009	7,478640491	0,026772746	1,392182798
1 de ene de 2013	2,78	0	0	0	0

(Datos extraídos de Yahoo finance)

Tabla 6 Rentabilidades Ibex 35

PRECIOS IBEX		
Fecha	Cerrar	Rentabilidad Semanal
30 de dic de 2013	9.916,70	0,001675347
23 de dic de 2013	9.900,10	0,021460752
16 de dic de 2013	9.689,90	0,044009507
9 de dic de 2013	9.272,70	-0,01368828
2 de dic de 2013	9.400,50	-0,0454489
25 de nov de 2013	9.837,60	0,016418509
18 de nov de 2013	9.677,40	-0,001909846
11 de nov de 2013	9.695,90	-0,005276949
4 de nov de 2013	9.747,20	-0,009302868
28 de oct de 2013	9.838,30	0,002320163
21 de oct de 2013	9.815,50	-0,018802308
14 de oct de 2013	10.001,80	0,033891898
7 de oct de 2013	9.668,50	0,025942553
30 de sep de 2013	9.420,90	0,02064494
23 de sep de 2013	9.228,40	0,006152126
16 de sep de 2013	9.171,80	0,025419015
9 de sep de 2013	8.941,60	0,032577355
2 de sep de 2013	8.655,00	0,043026908
26 de ago de 2013	8.290,50	-0,046694351
19 de ago de 2013	8.686,80	-0,015364619
12 de ago de 2013	8.821,30	0,009774069
5 de ago de 2013	8.735,50	0,018660815
29 de jul de 2013	8.574,00	0,026041785
22 de jul de 2013	8.353,60	0,050376367
15 de jul de 2013	7.943,20	0,012478072
8 de jul de 2013	7.844,70	-0,003016594
1 de jul de 2013	7.868,40	0,013524526
24 de jun de 2013	7.762,70	0,008083909
17 de jun de 2013	7.700,20	-0,047018698
10 de jun de 2013	8.070,90	-0,0239583
3 de jun de 2013	8.266,60	-0,006511068
27 de may de 2013	8.320,60	0,006753034
20 de may de 2013	8.264,60	-0,037732261
13 de may de 2013	8.582,40	0,004425794
6 de may de 2013	8.544,50	-3,51097E-05
29 de abr de 2013	8.544,80	0,029428907
22 de abr de 2013	8.297,00	0,047071141
15 de abr de 2013	7.915,50	-0,015655971
8 de abr de 2013	8.040,40	0,030560249
2 de abr de 2013	7.798,40	-0,015472621
25 de mar de 2013	7.920,00	-0,050412225
18 de mar de 2013	8.329,50	-0,034177241
11 de mar de 2013	8.619,10	-0,001043648
4 de mar de 2013	8.628,10	0,052464574
25 de feb de 2013	8.187,10	0,000989851
18 de feb de 2013	8.179,00	0,003527427
11 de feb de 2013	8.150,20	-0,003026017
4 de feb de 2013	8.174,90	-0,006681078
28 de ene de 2013	8.229,70	-0,05839706
21 de ene de 2013	8.724,60	0,01391941
14 de ene de 2013	8.604,00	-0,007030089
7 de ene de 2013	8.664,70	0,026772746
2 de ene de 2013	8.435,80	

(Datos extraídos de Yahoo finance)