



UNIVERSITAT
POLITÈCNICA
DE VALÈNCIA



MÁSTER EN DIRECCIÓN FINANCIERA Y FISCAL

VALORACIÓN DE AC HOTELES, S.A. MEDIANTE EL MODELO DFC Y EL MODELO POR MÚLTIPLOS



TESINA FIN DE MÁSTER

Realizada por:

Margarita Ferrís Oñate

Dirigida por:

Francisco Guijarro Martínez

Valencia, septiembre 2011

ÍNDICE

| | |
|---|-----------|
| 1. INTRODUCCIÓN | 4 |
| 2. ANÁLISIS FUNDAMENTAL MACROECONÓMICO | 4 |
| 2.1. Déficit público | 4 |
| 2.1.1. Mercado primario de la deuda pública | 4 |
| 2.1.2. Mercado secundario de la deuda pública | 5 |
| 2.2. Crecimiento económico | 6 |
| 2.3. Empleo..... | 7 |
| 2.4. Rentas..... | 7 |
| 2.5. IPC..... | 8 |
| 2.5.1. Evolución mensual de los precios de consumo..... | 10 |
| 3. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA | 10 |
| 3.1. Actividad, empleados, ubicación y competidores..... | 10 |
| 3.2. Análisis fundamental de la empresa | 11 |
| 3.2.1. Análisis de la situación patrimonial..... | 11 |
| 3.2.2. Análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias | 13 |
| 3.2.3. Análisis de la situación de liquidez | 13 |
| 3.2.4. Análisis de la situación de solvencia..... | 14 |
| 3.2.5. Análisis situación endeudamiento..... | 15 |
| 3.3. Análisis de la rentabilidad económica y financiera | 16 |
| 3.3.1. Rentabilidad económica (ROA) | 16 |
| 3.3.2. Rentabilidad financiera (ROE) | 17 |
| 4. ESTUDIO DEL SECTOR | 17 |
| 4.1. Sector turístico | 17 |
| 4.2. Sector hotelero..... | 18 |
| 4.3. Pernoctaciones de viajeros residentes en el extranjero | 19 |
| 4.4. Principales destinos..... | 20 |
| 4.5. Resultados por comunidades autónomas, zonas turísticas y puntos turísticos | 20 |
| 4.6. Evolución del Índice de Precios Hoteleros | 20 |
| 4.7. IPH por comunidades autónomas | 21 |
| 4.8. IPH por categorías | 21 |
| 4.9. Indicadores de Rentabilidad del Sector Hotelero | 21 |
| 4.10. Indicadores de rentabilidad del sector hotelero por comunidad y categorías | 22 |
| 4.11. Número de viajeros, pernoctaciones y estancia media | 24 |
| 4.12. Evolución en el año 2010: número de viajeros, pernoctaciones y estancia media | 24 |
| 5. ESTIMACIÓN DEL VALOR DE LA EMPRESA POR EL MÉTODO DE DFC | 26 |
| 5.1. Determinación del horizonte temporal..... | 26 |

Valoración de AC Hoteles

| | |
|--|-----------|
| 5.2. Proyecciones financieras..... | 26 |
| 5.2.1. <i>Condiciones normales</i> | 27 |
| 5.2.2. <i>Situación económica buena</i> | 28 |
| 5.2.3. <i>Situación económica mala</i> | 29 |
| 5.3. Flujos de caja libres | 30 |
| 5.3.1. <i>Condiciones normales</i> | 30 |
| 5.3.2. <i>Situación económica buena</i> | 31 |
| 5.3.3. <i>Situación económica mala</i> | 32 |
| 5.4. Cálculo de la tasa de descuento..... | 32 |
| 5.5. Aplicación de la tasa de descuento a los flujos de caja libres..... | 37 |
| 5.6. Estimación del valor residual | 38 |
| 5.7. Resultados | 39 |
| 6. ESTIMACIÓN MEDIANTE VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS | 40 |
| 6.1. Análisis de la empresa objetivo..... | 40 |
| 6.2. Análisis y selección de las compañías comparables..... | 40 |
| 6.3. Cálculo y selección de los múltiplos de cotización | 41 |
| 6.4. Aplicación de los resultados a la empresa objetivo | 41 |
| 6.5. Selección de un rango de valoración para la empresa objetivo | 42 |
| 7. CONTRASTACIÓN DE LOS RESULTADOS DE AMBAS METODOLOGÍAS..... | 43 |
| 8. CONCLUSIONES | 44 |
| 9. BIBLIOGRAFÍA..... | 45 |
| 10. ANEXOS | 45 |

1. INTRODUCCIÓN

Marga, S.A. ha sido contratada por AC Hoteles S.A. el día 01 de 2011, a fin de estimar su valor justo de mercado. Se van a emplear distintos métodos para hallar un rango donde fluctuará dicho valor. El máximo y mínimo de dicho rango se va a obtener suponiendo distintas hipótesis: que la situación económica de la empresa se encuentre saludable o por el contrario, que esté en situación de crisis.

El propósito de esta evaluación es ayudar al Sr. Rodríguez, Director General de AC Hoteles S.A., para su inmediata oferta de venta de la empresa. Como tal, dicho informe está dirigido exclusivamente al Sr. Rodríguez.

Este compromiso de valoración se realizó de conformidad con las Normas Internacionales de Valoración.

2. ANÁLISIS FUNDAMENTAL MACROECONÓMICO

2.1. Déficit público

2.1.1. Mercado primario de la deuda pública

En el año 2010 la financiación del Estado estuvo marcada por el inicio del proceso de consolidación fiscal, así como por la estabilización de la actividad económica. Ambos factores contribuyeron a reducir significativamente las necesidades financieras del Estado con respecto a 2009.

De acuerdo con el informe de la Intervención General de la Administración del Estado, el saldo de caja por operaciones no financieras registró en el año 2010 un déficit de 52.235 millones de euros frente al déficit de 87.281 millones de euros registrado en 2009. Este resultado, unido al aumento que registraron los saldos de tesorería y a la acumulación neta experimentada por el resto de activos financieros, acabó determinando una necesidad de endeudamiento del Estado igual a 66.052 millones de euros, que, comparada con la necesidad de endeudamiento por valor de 116.286 millones de euros registrada en 2009, supone una reducción muy significativa.

Hay que resaltar que las necesidades financieras del Tesoro en 2010 fueron menores que las previsiones hechas a principios de año. Mientras que en 2009 la emisión de bonos superó considerablemente a la proyectada inicialmente.

La captación neta de fondos mediante deuda del Estado durante 2010 se caracterizó tanto por el fuerte descenso con respecto a la emisión neta en 2009 como por no alcanzar las previsiones de comienzos de año.

El importe de letras, bonos y obligaciones colocados en 2010 ascendió a 207.959,1 millones de euros, frente a los 222.774,4 millones de 2009. Esta cifra de colocaciones brutas fue inferior a la anunciada a principios de año, como consecuencia de los programas de austeridad en el gasto y de la recuperación de los ingresos tributarios. Esta reducción de la emisión con respecto a las previsiones iniciales afectó en mayor medida a las letras del Tesoro que al resto de instrumentos. A pesar de ello, y al contrario que en los ejercicios precedentes, la mayor parte de las colocaciones recayó sobre las letras del Tesoro, cuya emisión bruta ascendió a 113.995,8 millones de

Valoración de AC Hoteles

euros, mientras que las emisiones a medio y largo plazo fueron también significativas, cifrándose en 93.963,3 millones en total.

En el medio plazo cabe señalar que el Tesoro volvió a lanzar una emisión a tipo de interés variable. Se trató de un bono a cinco años, que se introdujo en marzo por un volumen de 1.500 millones de euros. Por otro lado, tras haber realizado emisiones en dólares en 2008 y 2009, las condiciones desfavorables en el mercado de divisas hicieron que la emisión en 2010 se concentrara exclusivamente en el mercado en euros. De hecho, pese a los problemas de liquidez experimentados por el mercado europeo durante el último año, el Tesoro ha emitido de forma regular en euros a tipo de interés fijo.

2.1.2. Mercado secundario de la deuda pública

La negociación en el mercado de deuda del Estado apenas registró una caída del 0,1 % en 2010 en relación con los volúmenes negociados en 2009. A pesar de esta ligera reducción, el pasado 2010 es el tercer año consecutivo en que la contratación descende; así, desde una negociación máxima de 22,7 billones de euros observada en 2007, la caída acumulada en los tres últimos años ha sido del 18,3 %, lo que ha llevado a la negociación de 2010 a un importe de 18,6 billones de euros. La negociación en el ámbito de terceros mantuvo su tendencia a la baja y en 2010 se redujo en un 9,2 %; la tendencia contraria viene observándose en la negociación entre titulares, que, en el pasado año creció un 13,7 %. De este modo, esta última sigue ganando peso en el conjunto del mercado y, frente a la tercera parte que venía suponiendo hasta hace un par de años, en 2010 representó el 45 % del total de volúmenes cruzados en el mercado de deuda anotada del Estado.

Si bien el mercado de deuda pública sigue concentrado en la negociación de bonos y obligaciones no segregados, en 2010 se ha mantenido la tendencia, iniciada en 2008, hacia una mayor contratación con letras del Tesoro. En concreto, la contratación con deuda a medio y largo plazo no segregada pasó de representar el 80,8 % en 2009 al 80,7 % en 2010. En sentido contrario se movió la participación de las letras del Tesoro en el conjunto de la negociación, ya que aumentó desde el 16,7 % en 2009 hasta el 17,9 % en 2010.

Por último, la cuota de negociación con instrumentos segregados volvió a contraerse desde el 2,5 % en 2009 hasta el 1,4 % en 2010.

2.2. Crecimiento económico

Contabilidad Nacional Trimestral (PIB)

| Ultimo dato | Var. Interanual | Var. Intertrimestral |
|--------------------------|-----------------|----------------------|
| Primer trimestre de 2011 | 0,8 | 0,3 |

Tabla 1. Contabilidad Nacional Trimestral

El Producto Interior Bruto (PIB) generado por la economía española en el primer trimestre de 2011 ha registrado un crecimiento del 0,8% respecto al mismo período del año anterior, dos décimas superior al estimado para el período anterior. De esta manera, la economía española continúa un crecimiento interanual muy suave, apoyada principalmente por la contribución del sector exterior.

En términos intertrimestrales, el PIB crece un 0,3%, una décima más que en el trimestre precedente.

Por lo que se refiere al entorno europeo, la Unión Europea aumentó en tres décimas su crecimiento interanual, desde el 2,2% al 2,5%, mientras que en la Eurozona, la aceleración alcanzó cinco décimas, del 2,0% al 2,5%. Este resultado es debido al comportamiento cada vez más expansivo de las principales economías de la zona, con la excepción de Italia. Alemania es el país que presenta una mayor aceleración de su crecimiento (del 3,8% al 4,8%), seguido de Austria (del 3,2% al 4,0%), Holanda (del 2,5% al 3,2%), Francia (del 1,4% al 2,2%) y el Reino Unido (del 1,5% al 1,8%). De forma contraria, Italia desacelera su crecimiento del 1,5% al 1,0%. Todas estas economías registran crecimientos superiores a la economía española.

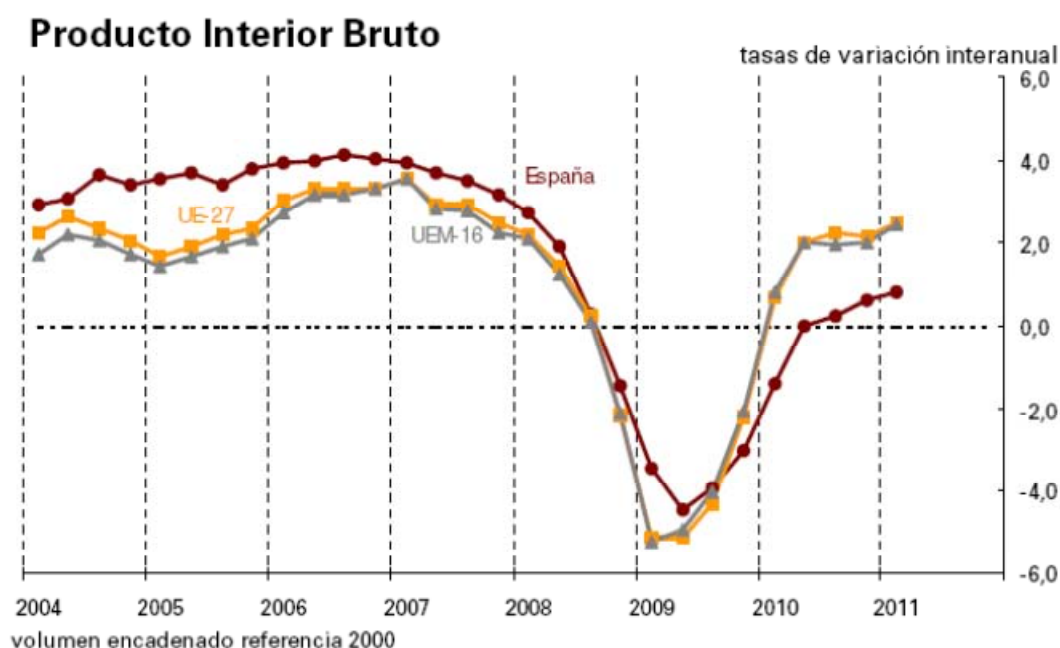


Figura 1. Producto Interior Bruto: Tasas de variación interanual

Analizando el PIB español desde la óptica del gasto, en este trimestre existe una estabilidad en el comportamiento de la demanda nacional y una mayor contribución del

Valoración de AC Hoteles

sector exterior al crecimiento agregado. Así, la aportación negativa de la demanda nacional al PIB se mantiene idéntica a la del trimestre precedente, -0,6 puntos y la demanda externa incrementa dos décimas su aportación al crecimiento, de 1,2 a 1,4 puntos.

2.3. Empleo

El empleo, medido en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, estabiliza su variación interanual en el -1,4%. Este resultado supone la reducción de más de 240 mil empleos netos a tiempo completo en un año. Todas las ramas de actividad, registran descensos en el nivel de empleo, por ejemplo, las ramas con un mayor descenso de empleo son la construcción con -8,7% y las ramas industriales y energéticas con -2,1%. Con respecto al trimestre precedente, se pierde menos empleo en la construcción y en los servicios de mercado y más en las ramas primarias y en los servicios de no mercado.

Empleo. Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

Tasas de variación interanual

| | 2009 | | | | 2010 | | | | 2011 |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | Tr. I | Tr. II | Tr. III | Tr. IV | Tr. I | Tr. II | Tr. III | Tr. IV | Tr. I |
| Ocupados | -6,2 | -7,1 | -7,2 | -6,0 | -3,9 | -2,4 | -1,6 | -1,4 | -1,4 |
| Ramas agraria y pesquera | -2,6 | -2,8 | -3,8 | -2,7 | -0,3 | -0,6 | 1,3 | 4,7 | -1,4 |
| Ramas industriales y energéticas | -11,0 | -13,4 | -14,5 | -11,1 | -8,2 | -4,8 | -3,6 | -2,1 | -2,1 |
| Construcción | -23,8 | -24,2 | -23,5 | -18,9 | -16,6 | -12,0 | -9,6 | -11,0 | -8,7 |
| Ramas de los servicios | -1,6 | -2,5 | -2,8 | -2,9 | -1,3 | -0,6 | -0,2 | -0,2 | -0,3 |
| - Servicios de mercado | -2,7 | -4,0 | -4,5 | -4,5 | -2,3 | -1,6 | -0,9 | -0,6 | -0,3 |
| - Servicios de no mercado | 1,2 | 1,4 | 1,5 | 1,4 | 1,5 | 1,8 | 1,4 | 0,8 | -0,3 |
| Asalariados | -6,1 | -7,2 | -7,3 | -5,6 | -3,9 | -2,3 | -1,3 | -1,3 | -1,2 |
| Ramas agraria y pesquera | 2,0 | 0,9 | -1,2 | -3,7 | 2,7 | 1,8 | 8,3 | 9,6 | 0,4 |
| Ramas industriales y energéticas | -11,1 | -13,8 | -14,8 | -10,9 | -8,4 | -4,1 | -3,1 | -1,4 | -1,6 |
| Construcción | -25,6 | -25,4 | -24,6 | -19,5 | -17,4 | -13,5 | -11,1 | -12,1 | -9,0 |
| Ramas de los servicios | -1,2 | -2,3 | -2,5 | -2,2 | -1,1 | -0,4 | 0,1 | -0,2 | -0,1 |
| - Servicios de mercado | -2,3 | -4,0 | -4,4 | -3,8 | -2,3 | -1,5 | -0,5 | -0,7 | -0,1 |
| - Servicios de no mercado | 1,2 | 1,4 | 1,5 | 1,4 | 1,5 | 1,8 | 1,4 | 0,8 | -0,3 |

Tabla 2. Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo: Tasas de variación interanual

Por el contrario, el número de horas efectivamente trabajadas por las personas ocupadas en la economía aumenta un 0,3% en este trimestre. La diferencia se debe al aumento del 1,7% de la jornada media a tiempo completo.

De la consideración conjunta del crecimiento del PIB trimestral y de los datos de empleo ocupado, se deduce que la variación interanual de la productividad aparente por puesto de trabajo equivalente aumenta dos décimas, desde el 2,0% al 2,2%, mientras que el crecimiento de la productividad aparente por hora efectivamente trabajada se reduce en más de un punto y medio, pasando del 2,2% al 0,5%.

2.4. Rentas

Por lo que se refiere a la distribución primaria de las rentas, la remuneración de los asalariados redujo un punto y medio su contracción, desde el -1,7% hasta el -0,2%. Atendiendo al carácter de mercado o no de mercado de las ramas de actividad, la remuneración media por asalariado de las ramas de mercado repuntó del 0,9% al 2,2% mientras que en el caso de las actividades de no mercado, dicho indicador registró un decrecimiento menos negativo (del -4,1% al -2,4%).

Valoración de AC Hoteles

De esta manera, el coste laboral por unidad de producto (CLU) desciende a un ritmo del -1,2%, un punto y una décima menos negativo que el período anterior.

Rentas. Precios corrientes. Tasas de variación interanual

| | 2009 | | | | 2010 | | | | 2011 |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|
| | Tr. I | Tr. II | Tr. III | Tr. IV | Tr. I | Tr. II | Tr. III | Tr. IV | Tr. I |
| PRODUCTO INTERIOR BRUTO a precios de mercado | -2,3 | -3,7 | -3,8 | -2,7 | -0,8 | 0,5 | 1,5 | 2,0 | 2,6 |
| Remuneración de los asalariados | -1,6 | -3,0 | -3,7 | -2,7 | -2,3 | -0,8 | -1,3 | -1,7 | -0,2 |
| Coste laboral unitario (CLU) | 1,9 | 1,7 | 0,3 | 0,0 | -0,9 | -0,9 | -1,9 | -2,3 | -1,2 |
| Remuneración por asalariado | 4,8 | 4,5 | 3,9 | 3,2 | 1,7 | 1,5 | -0,1 | -0,4 | 1,0 |
| Productividad por trabajador | 2,9 | 2,8 | 3,6 | 3,1 | 2,7 | 2,5 | 1,9 | 2,0 | 2,2 |
| Tasa de asalarización | 0,0 | -0,1 | 0,0 | 0,4 | 0,0 | 0,2 | 0,3 | 0,1 | 0,2 |
| Excedente de explotación bruto / Renta mixta bruta | 0,2 | 0,1 | -1,5 | -1,0 | -0,2 | -2,6 | -0,5 | 4,1 | 5,9 |
| Impuestos netos sobre la producción y las importaciones | -17,7 | -26,5 | -16,9 | -11,8 | 6,0 | 30,7 | 34,2 | 14,1 | 2,4 |

Tabla 3. Rentas: Tasas de variación interanual

Además, el excedente bruto de explotación y la renta mixta repuntan hasta el 5,9% y finalmente, los impuestos sobre la producción y las importaciones netos de subvenciones desaceleran su crecimiento hasta el 2,4%.

2.5. IPC

La tasa interanual del Índice de Precios de Consumo (IPC) general en el mes de junio es del 3,2%, tres décimas por debajo de la registrada en mayo.

Los grupos que más han influido en esta disminución son:

- **Bebidas alcohólicas y tabaco**, cuya variación anual disminuye más de 10 puntos y se sitúa en el 4,0%, a causa de la bajada de los precios del tabaco.
- **Alimentos y bebidas no alcohólicas**, con una variación anual del 2,4%, una décima inferior a la del mes pasado, debido principalmente a la bajada de los precios de las patatas y sus preparados, las frutas frescas y las legumbres y hortalizas frescas, frente a las subidas registradas en junio de 2010.
- **Ocio y cultura**, que presenta una tasa anual del -0,8%, dos décimas por debajo de la registrada en mayo. Esta variación se explica en su mayoría por la disminución de los precios de los servicios culturales.
- **Vestido y calzado**, que sitúa su tasa anual en el 0,4%, con lo que disminuye una décima respecto al mes anterior.

Valoración de AC Hoteles



Figura 2. Influencia de los grupos en la tasa anual del IPC

La tasa de variación interanual de la inflación subyacente (índice general sin alimentos no elaborados ni productos energéticos) disminuye cuatro décimas hasta el 1,7% y mantiene su diferencia con el índice general en menos de un punto y medio. La tasa de variación interanual de la inflación general se sitúa en 3,2%, tres décimas menos que el mes precedente.

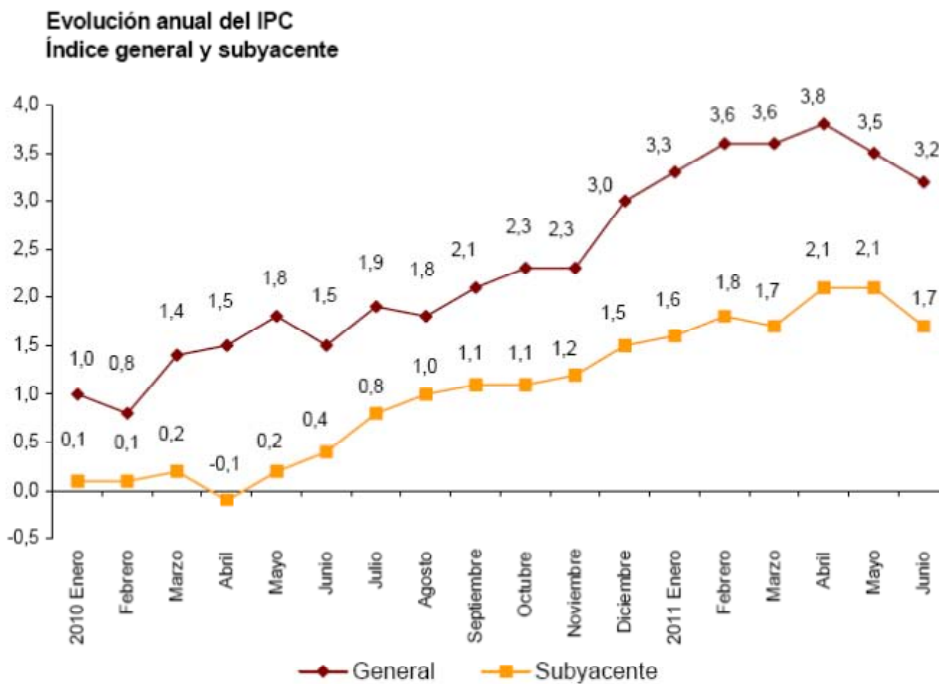


Figura 3. Evolución anual IPC

2.5.1. Evolución mensual de los precios de consumo

En junio la tasa de variación mensual del IPC general fue del -0,1%.

Los grupos con mayor repercusión mensual positiva en el índice general son los siguientes:

- **Hoteles, cafés y restaurantes**, cuya variación mensual del 0,3% repercute 0,033 en el índice general, a causa del incremento de los precios de los hoteles y otros alojamientos y los restaurantes, bares y cafeterías.
- **Ocio y cultura**, que presenta una tasa mensual del 0,4% y una repercusión de 0,027, debido fundamentalmente a la subida de los precios del viaje organizado.
- **Otros bienes y servicios**, con una variación del 0,2% que repercute 0,021 en el IPC general de junio. Este aumento se debe principalmente a la subida de los precios de los seguros.

Asimismo, los grupos con mayor repercusión mensual negativa en el mes de junio son los siguientes:

- **Bebidas alcohólicas y tabaco**, cuya tasa mensual del -4,7% se debe a la disminución de los precios del tabaco. Su repercusión en el índice general es de -0,137.
- **Vestido y calzado**, con una variación mensual del -0,8%, que recoge los efectos de las bajadas de precios previas a la campaña de rebajas de verano, y repercute -0,065 en el IPC general.
- **Transporte**, que presenta una tasa mensual del -0,3% y una repercusión de -0,039. Esta disminución se explica por la bajada de los precios de los carburantes y lubricantes.

3. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

3.1. Actividad, empleados, ubicación y competidores

AC Hoteles es una de las mayores cadenas hoteleras españolas. Cuenta con 91 hoteles operativos en los que trabajan 3.500 empleados según datos de 2008.

Fundada por Antonio Catalán, AC Hoteles S.A. posee actualmente 91 hoteles de los que 79 se encuentran en España, 2 en Portugal y 10 en Italia.

La empresa surge en el año 1997 tras la venta de la participación que Antonio Catalán tenía en el grupo NH, momento en el que decide invertir este capital en un nuevo proyecto que lleva las siglas de su nombre y que con el tiempo se ha convertido en una de las cadenas hoteleras españolas de referencia.

Se definen como un proyecto joven, urbano y cosmopolita con un estándar de calidad único y propio ya que renuevan constantemente los hoteles, espacios y los materiales utilizados que son de máxima calidad. Se diferencian principalmente por el trato personal y la orientación exclusiva al cliente.

Sus competidores directos son NH Hoteles y Sol Meliá Hoteles.

Valoración de AC Hoteles

NH Hoteles es una cadena líder en hoteles urbanos, de 3 y 4 estrellas, con presencia en todo el territorio español. Cotiza en las bolsas españolas desde 1992. NH está presente en 15 países en todo el mundo con las marcas: NH Hoteles (España, Argentina, Chile, Uruguay y Portugal), Krasnapolsky/Golden, Tulip/TulipInn (Bélgica, Holanda, Alemania, Suiza, Cuba, Malta, Túnez, Israel, Ghana y Sudáfrica) y NH Express (España).

Sol Meliá es una multinacional hotelera, estratégicamente situada en las zonas turísticas más importantes, dispone de más de 350 hoteles repartidos en 30 países de los 4 continentes con una capacidad que supera las 100.000 camas.

3.2. Análisis fundamental de la empresa

3.2.1. Análisis de la situación patrimonial

En primer lugar, se va a proceder a la ordenación del balance de situación y cálculo de porcentajes para una posterior interpretación.

| ACTIVO | 31/12/2009 | % en 2009 | 31/12/2008 | % en 2008 | 31/12/2007 | % en 2007 | 31/12/2006 | % en 2006 |
|------------------------|--------------------|----------------|--------------------|----------------|--------------------|----------------|--------------------|----------------|
| Inmovilizado | 293.840.657 | 66,20% | 249.337.685 | 65,30% | 221.547.358 | 63,84% | 234.817.989 | 70,96% |
| Activo circulante | 150.060.510 | 33,80% | 132.472.699 | 34,70% | 125.501.393 | 36,16% | 96.115.990 | 29,04% |
| Existencias | 25.378 | 0,01% | 20.262 | 0,01% | 27.944 | 0,01% | 14.412 | 0,004% |
| Deudores | 3.854.219 | 0,87% | 4.016.174 | 1,05% | 122.025.885 | 35,16% | 93.307.143 | 28,20% |
| Otros activos líquidos | 146.180.913 | 32,93% | 128.436.263 | 33,64% | 3.447.564 | 0,99% | 2.794.435 | 0,84% |
| TOTAL ACTIVO | 443.901.167 | 100,00% | 381.810.384 | 100,00% | 347.048.751 | 100,00% | 330.933.979 | 100,00% |

Tabla 4. Activo

Valoración de AC Hoteles

| PASIVO | 31/12/2009 | % en 2009 | 31/12/2008 | % en 2008 | 31/12/2007 | % en 2007 | 31/12/2006 | % en 2006 |
|--------------------------------------|--------------------|----------------|--------------------|----------------|--------------------|----------------|--------------------|----------------|
| Fondos propios | 166.858.949 | 37,59% | 132.355.613 | 34,67% | 131.097.475 | 37,77% | 138.269.979 | 41,78% |
| <i>Capital suscrito</i> | 54.351.009 | 12,24% | 39.581.714 | 10,37% | 39.581.714 | 11,41% | 39.581.714 | 11,96% |
| <i>Otros fondos propios</i> | 112.507.940 | 25,35% | 92.773.899 | 24,30% | 91.515.761 | 26,37% | 98.688.265 | 29,82% |
| Pasivo fijo | 127.127.523 | 28,64% | 89.218.925 | 23,37% | 61.164.716 | 17,62% | 67.310.906 | 20,34% |
| <i>Acreedores a L. P.</i> | 99.700.999 | 22,46% | 70.299.781 | 18,41% | 50.335.139 | 14,50% | 60.443.029 | 18,26% |
| <i>Otros pasivos fijos</i> | 27.426.524 | 6,18% | 18.919.144 | 4,96% | 10.829.577 | 3,12% | 6.867.877 | 2,08% |
| <i>Provisiones</i> | 23.735.740 | 5,35% | 14.797.545 | 3,88% | 10.829.577 | 3,12% | 6.867.877 | 2,08% |
| Pasivo líquido | 149.914.695 | 33,77% | 160.235.846 | 41,97% | 154.786.560 | 44,60% | 125.353.094 | 37,88% |
| <i>Deudas financieras</i> | 15.533.991 | 3,50% | 29.903.331 | 7,83% | 22.344.723 | 6,44% | 5.560.495 | 1,68% |
| <i>Acreedores comerciales</i> | 330.289 | 0,07% | 229.731 | 0,06% | 8.344.988 | 2,40% | 1.344.957 | 0,41% |
| <i>Otros pasivos líquidos</i> | 134.050.415 | 30,20% | 130.102.784 | 34,08% | 124.096.849 | 35,76% | 118.447.642 | 35,79% |
| TOTAL PASIVO Y CAPITAL PROPIO | 443.901.167 | 100,00% | 381.810.384 | 100,00% | 347.048.751 | 100,00% | 330.933.979 | 100,00% |

Tabla 5. Pasivo

De la visión de la tabla superior y en cuanto al activo se refiere, se observa que en todos los años el activo no corriente es la masa patrimonial con mayor peso relativo. Además, podemos decir que el peso relativo se mantiene constante puesto que la variación durante estos años es mínima.

En cuanto al pasivo, se observa que en el año 2009 y 2006 los fondos propios tenían un mayor peso que el pasivo corriente, sin embargo, en los años 2008 y 2007 la masa patrimonial que tenía mayor peso era el pasivo corriente formado principalmente por otros pasivos líquidos. Cabe destacar la significativa diferencia entre el pasivo no corriente y el pasivo corriente puesto que éste es casi el doble del pasivo no corriente en los años 2008, 2007 y 2006. Esto se debe a que AC Hoteles, S.A. sigue una política de endeudamiento más a corto plazo que a largo plazo.

En segundo lugar se procede al estudio del Fondo de Maniobra de AC Hoteles, S.A.

| FONDO DE MANIOBRA | Ejercicio 2009 | Ejercicio 2008 | Ejercicio 2007 | Ejercicio 2006 |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| FM=AC-PC | 145.815 | -27.763.147 | -29.285.167 | -29.237.104 |

Tabla 6. Fondo de maniobra

El Fondo de Maniobra se define como la parte del activo corriente que es financiado por el pasivo no corriente, es decir, con recursos a largo plazo. Otra forma de definirlo es como aquel excedente del activo corriente que resulta después de hacer frente a nuestros compromisos de pago a corto plazo. Como vemos en la tabla superior excepto en el ejercicio 2009 la empresa posee un FM negativo, es decir, había carencia de liquidez en aquellos años, cosa que ha recuperado en el 2009.

Valoración de AC Hoteles

3.2.2. Análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias

| | 31/12/2009 | 31/12/2008 | 31/12/2007 | 31/12/2006 |
|---|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Ingresos de explotación | 13.332.743 | 15.627.738 | 23.980.263 | 12.814.698 |
| Importe neto de Cifra de Ventas | 13.332.743 | 2.069.823 | 2.114.672 | 866.486 |
| Resultado Explotación | 272.301 | 3.953.994 | 5.595.835 | 1.857.158 |
| Ingresos financieros | 12.343.672 | 12.897.610 | 17.250.224 | 11.061.524 |
| Gastos financieros | 22.392.810 | 17.576.180 | 7.649.671 | 6.333.231 |
| Resultado financiero | -10.049.138 | -4.678.570 | 9.600.553 | 4.728.293 |
| Result. ordinarios antes Impuestos | -9.776.837 | -724.576 | 15.196.388 | 6.585.451 |
| Impuestos sobre sociedades | -869.286 | -501.581 | 2.903.976 | -12.463.500 |
| Resultado Actividades Ordinarias | -8.907.551 | -222.995 | 12.292.412 | 19.048.951 |
| RESULTADO DEL EJERCICIO | -8.907.551 | -222.995 | 12.292.412 | 5.474.045 |

Tabla 7. Resultado del ejercicio

En primer lugar comentar que el Resultado de explotación ha sufrido cambios significativos durante el período estudiado. Por ejemplo, del año 2008 al 2009 ha disminuido un 93,11%, mientras que en el año 2007 se vio incrementado un 301,3%. Esto se debe al incremento de Gastos de explotación y a la disminución de los Ingresos de explotación.

El Resultado financiero en los años 2009 y 2008 es negativo, esto se debe a que la cifra de Gastos financieros es superior a la de Ingresos financieros, esto se puede deber a que la cifra de acreedores a largo plazo en esos años aumentó considerablemente como se puede ver en el balance.

El Resultado ordinario antes de impuestos se obtiene como la suma del Resultado de explotación y el Resultado financiero.

Por otra parte y en lo que al Impuesto sobre sociedades se refiere, en 2009, 2008 y 2006 es negativo porque existe una diferencia entre la carga fiscal imputada a los ejercicios y la carga fiscal ya pagada.

Por último, el Resultado del ejercicio llega a ser negativo en los años 2009 y 2008, es decir, tuvo pérdidas. Estas pérdidas coinciden con las fechas en que comenzó la crisis financiera.

3.2.3. Análisis de la situación de liquidez

| | 31/12/2009 | 31/12/2008 | 31/12/2007 | 31/12/2006 |
|--|------------|------------|------------|------------|
| Ratio de liquidez¹ | 1,00 | 0,83 | 0,81 | 0,81 |
| Ratio de tesorería² | 0,21 | 0,06 | 0,02 | 0,01 |
| Ratio solvencia inmediata³ | 1,00 | 0,83 | 0,81 | 0,77 |

¹Ratio de liquidez: AC/exigible cp

²Ratio de tesorería: (tesorería+ inv.fºtemporales)/PC

³Ratio solvencia inmediata: (AC-exit-g.antic)/PC

Tabla 8. Análisis situación de liquidez

Valoración de AC Hoteles

Ratio de liquidez

El valor recomendado de este ratio se sitúa entre el 1,5 y 2 para no tener problemas de liquidez ni tener activos ociosos circulantes, sin embargo, en el caso de la empresa en valoración, el ratio muestra un valor inferior aunque sí que se observa que este ratio va aumentando tras los años. Esto se debe a que posee más deudas a corto plazo que activos corrientes. Además si el ratio es inferior a 1 significa que el fondo de maniobra es negativo.

Ratio de tesorería

Este ratio pretende eliminar la incertidumbre asociada a las existencias, mide la liquidez inmediata de la empresa. El valor adecuado en este ratio es de 1. En el caso de AC Hoteles, S.A. este ratio está por debajo del 1 lo que nos indica que no posee liquidez inmediata para hacer frente a sus obligaciones.

Ratio de solvencia inmediata

Este ratio indica si las existencias están financiadas por el fondo de maniobra. El valor de este ratio deberá oscilar entre el 0,8 y el 1. En nuestro caso, tiene un valor entre 0,8 y 1 en los años 2009, 2008, 2007, excepto en el año 2006 que tiene un valor de 0,77. Esto quiere decir que en el año 2006 estaba en una situación de suspensión de pagos.

3.2.4. Análisis de la situación de solvencia

| | 31/12/2009 | 31/12/2008 | 31/12/2007 | 31/12/2006 |
|-------------------------------------|------------|------------|------------|------------|
| Ratio garantía ¹ | 1,60 | 1,53 | 1,61 | 1,72 |
| Ratio financiación ANC ² | 1,00 | 0,89 | 0,87 | 0,88 |

¹Ratio de garantía: $(AC+ANC)/(PNC+PC)$

²Ratio financiación ANC: $(FP+PNC)/ANC$

Tabla 9. Análisis situación de solvencia

Ratio de garantía

Los ratios de solvencia indican la capacidad de la empresa para hacer frente a sus obligaciones tanto a largo plazo como a corto plazo. Si el ratio de garantía tiene un valor superior a 1 significa que el patrimonio neto es positivo luego se garantiza el cobro de los acreedores. Como podemos ver, en AC Hoteles, S.A. no existe dificultad para realizar el pago a los acreedores.

Ratio de financiación del ANC

Este ratio nos determina si se tiene suficiente pasivo no corriente y patrimonio neto como para financiar al activo no corriente. Como refleja la tabla anterior, conforme van pasando los años este ratio ha ido aumentando, luego esta empresa no tiene problemas para financiar al activo no corriente.

Valoración de AC Hoteles

3.2.5. Análisis situación endeudamiento

| | 31/12/2009 | 31/12/2008 | 31/12/2007 | 31/12/2006 |
|--|------------|------------|------------|------------|
| Ratio endeudamiento¹ | 62,41% | 65,33% | 62,23% | 58,22% |
| Ratio autonomía financiera² | 37,59% | 34,67% | 37,77% | 41,78% |
| Índice disponibilidad del capital³ | 0,087% | -20,98% | -22,34% | -21,14% |

¹Ratio endeudamiento: $((PNC+PC)/(Pasivo\ y\ FP))*100$

²Ratio autonomía financiera: $(FP/(PNC+PC+FP))*100$

³Índice disponibilidad del capital: $((AC-PC)/FP)*100$

Tabla 10. Análisis de situación endeudamiento

Ratio de endeudamiento

Este ratio mide en qué grado depende de terceros la empresa. El valor idóneo sería el 50%. Como vemos, este ratio se sitúa no muy por encima del 50%, luego la empresa no está muy endeudada. Por ejemplo, en 2009 estaría endeudada un 62,41%.

Ratio de autonomía financiera

Este ratio es complementario al ratio de endeudamiento. Mide el porcentaje de financiación propia. La tabla anterior nos indica que en 2009 AC Hoteles, S.A. se estaba autofinanciando en un 37,59%.

Índice disponibilidad del capital

Dicho índice nos muestra el porcentaje que el patrimonio neto financia al activo corriente. En la tabla se muestra que en los años 2008, 2007, 2006 este índice es negativo, luego el patrimonio no financia al activo corriente.

Valoración de AC Hoteles

3.3. Análisis de la rentabilidad económica y financiera

3.3.1. Rentabilidad económica (ROA)

La rentabilidad económica o rendimiento permite conocer la evolución y los factores que inciden en la productividad del activo. Evaluamos el beneficio generado por el activo con independencia de cómo se ha financiado.

El rendimiento se puede calcular de dos maneras:

- 1) Rendimiento = $(\text{Ventas}/\text{Activo}) * (\text{EBIT}/\text{Ventas})$
- 2) Rendimiento = $\text{EBIT}/\text{Activo}$

| RENDIMIENTO | 31/12/2009 | 31/12/2008 | 31/12/2007 | 31/12/2006 |
|----------------------------------|------------|------------|------------|------------|
| Rotación del activo ¹ | 0,030 | 0,005 | 0,006 | 0,003 |
| Margen de ventas ² | 0,020 | 1,910 | 2,646 | 2,143 |
| Ratio ROA ³ | 0,06% | 1,04% | 1,61% | 0,56% |

¹Rotación del activo: Ventas/Activo

²Margen de ventas: EBIT/Ventas

³ROA : $(\text{Ventas}/\text{Activo}) * (\text{EBIT}/\text{Ventas})$

Tabla 11. ROA

La rotación del activo ha aumentado, por lo tanto, AC Hoteles, S.A. puede vender más con necesidad de menos activos, es decir, los activos son más productivos.

Por el contrario, el margen de ventas ha pasado de 2,143 en 2006 a 0,02 en 2009.

| RENDIMIENTO | 31/12/2009 | 31/12/2008 | 31/12/2007 | 31/12/2006 |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| EBIT | 272.301 | 3.953.994 | 5.595.835 | 1.857.158 |
| Activo | 443.901.167 | 381.810.384 | 347.048.751 | 330.933.979 |
| Ratio ROA ¹ | 0,06% | 1,04% | 1,61% | 0,56% |

¹ROA: EBIT/Activo

Tabla 12. ROA

Observamos que el rendimiento ha ido disminuyendo a partir del año 2007, esto nos indica que la empresa no ha sido capaz de generar mayor beneficio con las inversiones que ha realizado con independencia de cómo se haya financiado.

La rentabilidad económica se compara con el ratio de coste de la deuda para comprobar si AC Hoteles, S.A. está utilizando de manera adecuada la deuda. De esta forma si la diferencia es negativa no se está utilizando adecuadamente la deuda contraída.

Valoración de AC Hoteles

| | 31/12/2009 | 31/12/2008 | 31/12/2007 | 31/12/2006 |
|---|------------|------------|------------|------------|
| ROA | 0,00061 | 0,01036 | 0,01612 | 0,00561 |
| Ratio de coste de la deuda ¹ | 1,44 | 0,59 | 0,34 | 1,14 |
| ROA-Coste de la deuda | -1,441 | -0,577 | -0,326 | -1,133 |

¹Ratio de coste de la deuda: G.financieros/Deuda con coste

Tabla 13. Análisis de la ROA sin tener en cuenta el coste de la deuda

3.3.2. Rentabilidad financiera (ROE)

La rentabilidad financiera mide el beneficio neto generado por la empresa en relación a la inversión por parte de los propietarios. Es la parte de la renta generada en un ejercicio que va a remunerar a los propietarios.

| RENTABILIDAD | 31/12/2009 | 31/12/2008 | 31/12/2007 | 31/12/2006 |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Bneto | -8.907.551 | -222.995 | 12.292.412 | 5.474.045 |
| FP | 166.858.949 | 132.355.613 | 131.097.475 | 138.269.979 |
| Ratio ¹ | -5,34% | -0,17% | 9,38% | 3,96% |

¹Ratio: B^oneto/FP

Tabla 14. ROE

Como indica la tabla anterior, la rentabilidad financiera en los años 2009 y 2008 llegó a ser negativa esto quiere decir que el beneficio neto generado por la empresa disminuyó en relación a la inversión de los propietarios.

4. ESTUDIO DEL SECTOR

4.1. Sector turístico

El turismo ha superado en 2010 un escenario muy complejo, marcado por la debilidad económica y los problemas de acceso al crédito. A pesar de ello, el PIB turístico en España ha cerrado el año 2010 con un ligero crecimiento del 1%, tras el desplome sufrido en 2009. Este aumento supone que el turismo consigue crecer por encima de la economía española. De hecho, los resultados de 2010 suponen recuperar sólo parte de los volúmenes de demanda perdidos en los dos últimos años.

Los resultados recientemente presentados por el INE, cifran este retroceso de la actividad turística en España durante el año 2009 en el-8,3% en términos reales. En base a esta caída que se repitió en 2008 y a pesar de la recuperación de 2010, la actividad turística todavía se encuentra casi 10 puntos por debajo de los niveles que presentaba en 2007, lo que supone una pérdida acumulada de 8 mil millones reales. Al concluir 2010, esos 10 puntos suponen una pérdida acumulada mayor que la registrada por la economía española, que se sitúa en los 3,1 puntos respecto a sus niveles de 2007.

El ligero aumento de la actividad turística en 2010 es producto de la combinación de un conjunto de factores que han estado presentes en el contexto macroeconómico del año 2010, así como de las propias medidas de ajuste que han tenido que adoptar las empresas del sector para garantizar su supervivencia, algunas de las cuales son difíciles de sostener de manera continuada a medio plazo.

4.2. Sector hotelero

La facturación de los establecimientos hoteleros creció un 6,5% en 2010, lo que permitió alcanzar los 10.700 millones de euros, tras el sensible retroceso que había experimentado en el año anterior.

La mejora de la actividad económica en algunos de los principales países emisores de turistas hacia España y la ligera recuperación del consumo doméstico son dos de los principales factores que permitieron el positivo comportamiento de la demanda hotelera. Así, el número de viajeros españoles alojados creció un 3%, mientras que la demanda extranjera aumentó un 12%.

En 2010 se produjo un ligero incremento de la estancia media de los turistas, de forma que el número total de pernoctaciones se incrementó en un 7%. Asimismo, el desplazamiento de la demanda hacia las categorías más altas de hoteles siguió impulsando la cifra de media de ingresos por viajero.

El número de pernoctaciones en hoteles de cuatro y cinco estrellas aumentó un 10% y un 18%, respectivamente, de forma que este tipo de establecimientos absorbieron ya la mitad del total.

El segmento de hoteles de ciudad, favorecido por el dinamismo del turismo cultural y de negocios, registró una evolución algo más favorable que el vacacional. No obstante, este último representó cerca de las dos terceras partes del volumen de negocio.

El volumen de negocio sectorial podría experimentar un crecimiento de alrededor del 6-7% anual en el bienio 2011-2012, hasta situarse en torno a 12.200 millones de euros en el último año. Esta evolución permitiría superar el máximo alcanzado en 2008, 16.931 establecimientos.

En la temporada alta de 2010 se contabilizaban 16.931 establecimientos hoteleros abiertos al público, cifra similar a la del año anterior. El número de hoteles creció un 3%, compensando el descenso del número de hostales. Por su parte, el número total de plazas aumentó un 2,5%, hasta 1,69 millones.

Se aprecia un mayor crecimiento de las categorías más altas, de modo que la oferta de plazas aumentó un 6,5% en hoteles de 5 estrellas y un 5,5% en establecimientos de 4. Los de tres estrellas, por su parte, registraron un aumento del 2%, en tanto que el resto experimentó un descenso.

El volumen de empleo retomó la tendencia alcista en 2010, aumentando un 1,5%, hasta el entorno de los 190.000 trabajadores. Los hoteles absorbieron el 92% del número total de empleados.

Las cadenas continúan ganando cuota de mercado, si bien el sector sigue caracterizándose por su atomización. Las cinco primeras cadenas alcanzaron una cuota de mercado conjunta del 20% en 2010, en tanto que las diez primeras absorbieron el 29% del volumen de negocio.

Según el estudio sobre el sector turístico y hotelero realizado por el Instituto Nacional de Estadística el 24 de junio de 2011, durante el mes de mayo se registraron 24,6 millones de pernoctaciones en establecimientos hoteleros, lo que supone un aumento del 1,6% respecto al mismo mes de 2010.

Las pernoctaciones de residentes descendieron un 10,6%, mientras que las de no residentes crecieron un 9,3%. En cuanto a la estancia media subió un 2,5% respecto a mayo de 2010, situándose en 3,2 pernoctaciones por viajero. Durante los cinco primeros meses del año las pernoctaciones aumentaron un 5,6% respecto al mismo periodo del año anterior.

Valoración de AC Hoteles

Por otra parte, el Índice de Precios Hoteleros (IPH) registró una disminución del 0,5%, tasa superior en 2,0 puntos a la registrada en mayo de 2010.

Respecto a los indicadores de rentabilidad del sector hotelero, la facturación por habitación ocupada alcanzó un valor medio de 64,0 euros (0,3 euros más que hace un año) y el ingreso por habitación disponible se situó en 34,6 euros (0,9 euros más que en mayo de 2010). En mayo se cubrió el 48,9% de las plazas ofertadas, lo que supuso un aumento interanual del 1,2%. El grado de ocupación por plazas en fin de semana se situó en el 55,1%, con un descenso del 0,7%.

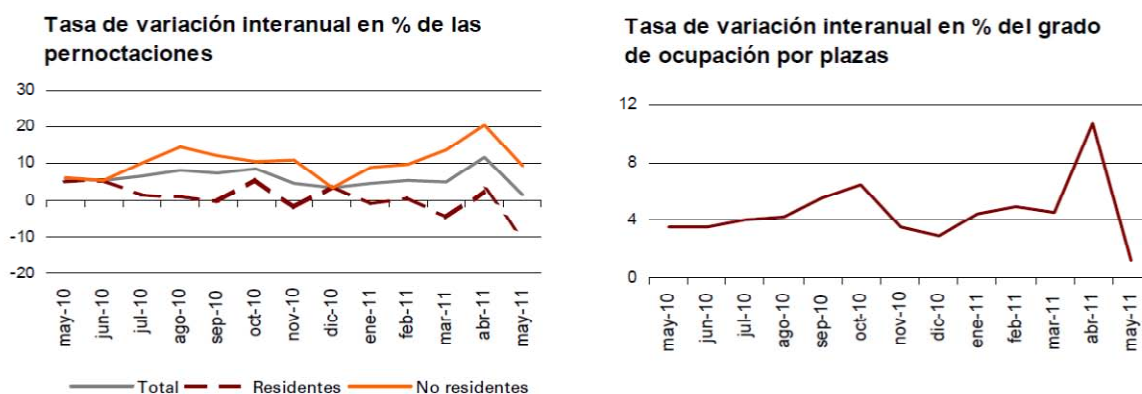


Figura 4. Tasa de variación interanual pernoctaciones y ocupación por plazas

4.3. Pernoctaciones de viajeros residentes en el extranjero

Por lo que respecta a los viajeros procedentes de otros países como Alemania y el Reino Unido, éstos realizaron más de 8,8 millones de pernoctaciones en mayo. El mercado alemán experimentó un aumento interanual del 2,1% y el británico creció un 7,4%. Las pernoctaciones de los viajeros procedentes de Francia, Países Bajos e Italia registraron unas tasas interanuales del 8,1%, 5,8% y 15,1%, respectivamente.

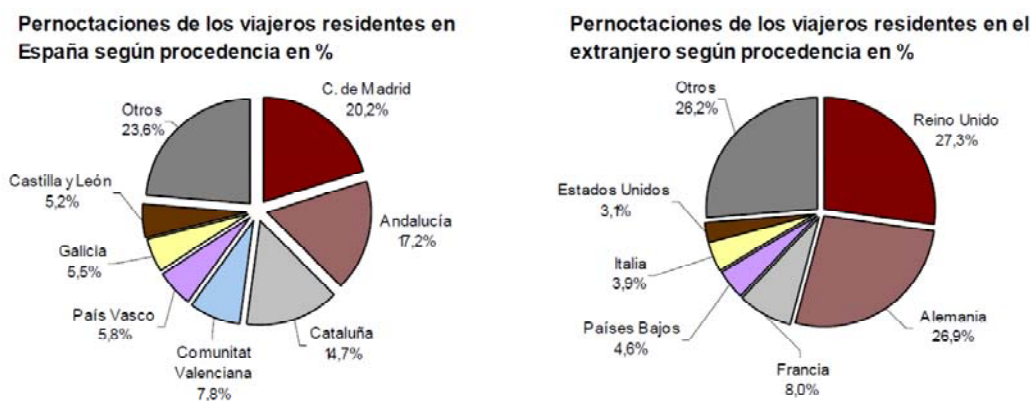


Figura 5. Pernoctaciones de los viajeros

Como podemos observar en los gráficos anteriores, y por lo que a las pernoctaciones de los viajeros residentes en España se refiere, los viajeros de la Comunidad de Madrid, Andalucía y Cataluña son los que más pernoctaciones realizan. En cambio, los

Valoración de AC Hoteles

viajeros de Castilla y León, Galicia y País Vasco son los que menos, con un 5,2%, 5,5% y 5,8% respectivamente.

4.4. Principales destinos

El principal destino elegido por los no residentes es Illes Balears. En esta comunidad, las pernoctaciones de extranjeros aumentaron un 10,2%. Le siguen Canarias, con una tasa interanual del 13,4%, y Cataluña, con un incremento del 5,2%. Andalucía, Cataluña y la Comunidad Valenciana son los destinos principales de los viajeros residentes en España, con tasas interanuales de pernoctaciones del 13,9%, 18,4% y 12,9%, respectivamente.

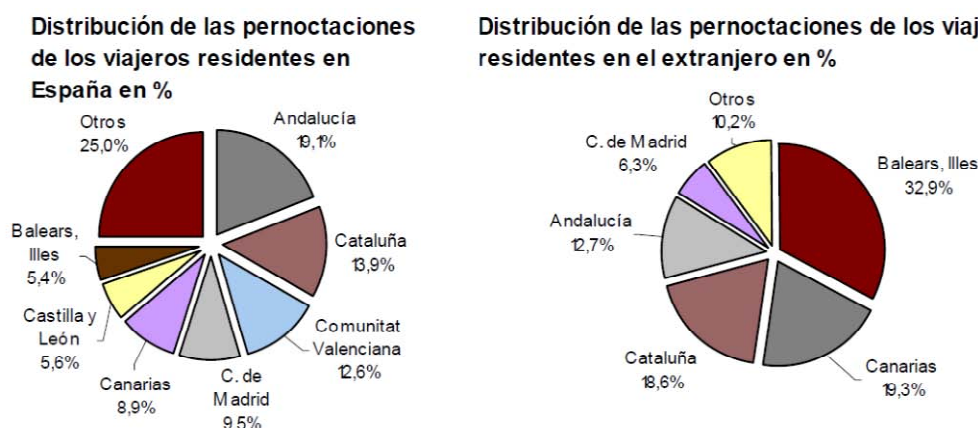


Figura 6. Distribución de las pernoctaciones

4.5. Resultados por comunidades autónomas, zonas turísticas y puntos turísticos

Illes Balears es la comunidad autónoma con el mayor grado de ocupación por plazas durante el mes de mayo (61,2%). Le siguen Canarias (57,5%) y Comunidad de Madrid (55,8%). Las zonas turísticas con mayores grados de ocupación y pernoctaciones se sitúan en las islas y costas. Barcelona presenta tanto el mayor grado de ocupación por plazas (71,6%), como el mayor grado de ocupación por plazas en fin de semana (78,5%). En Mallorca se registraron más de 4,6 millones de pernoctaciones en mayo. Los puntos turísticos con mayor número de pernoctaciones son Barcelona y Madrid. Benidorm alcanzó el mayor grado de ocupación por plazas (76,4%), mientras que Palma alcanzó el mayor grado de ocupación en fin de semana (82,6%).

4.6. Evolución del Índice de Precios Hoteleros

Como podemos ver en el gráfico siguiente, la tasa interanual del IPH se situó en el 0,5% en mayo, tasa inferior en 0,5 puntos a la obtenida el mes pasado y 2,0 puntos mayor que la registrada hace un año.

Valoración de AC Hoteles

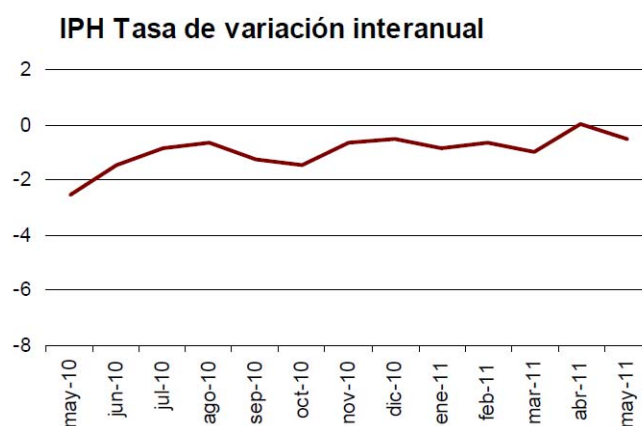


Figura 7. IPH

4.7. IPH por comunidades autónomas

Las cuatro comunidades (Cataluña, Illes Balears, Andalucía y Comunidad de Madrid) que suponen el 65,3% del peso total del IPH en el mes de mayo, tienen comportamientos distintos respecto a abril de 2011.

Cataluña presenta una tasa interanual del 1,6%, superior en 1,8 puntos a la estimada en abril. Los precios hoteleros registraron una variación del -1,0% en Illes Balears, frente al 2,9% registrado el mes precedente. Andalucía muestra una tasa interanual del -0,1%, frente al -2,4% observado el mes pasado. En la Comunidad de Madrid, la variación es del 3,0%, lo que supone 1,5 puntos menos que en abril.

4.8. IPH por categorías

Los precios hoteleros bajaron en mayo en los establecimientos de tres y dos estrellas de plata (un 2,7%), en los establecimientos de tres estrellas de oro (un 1,9%), en los de una estrella de oro (un 0,8%), en los de dos estrellas de oro (un 0,6%), y en los de cuatro estrellas de oro (un 0,4%).

Por el contrario, los precios subieron en los hoteles de cinco estrellas de oro (un 3,3%) y una estrella de plata (1,9%).

4.9. Indicadores de Rentabilidad del Sector Hotelero

La facturación media de los hoteles por cada habitación ocupada (ADR) es de 64,0 euros en mayo, lo que supone un aumento de 0,3 euros respecto al mismo mes de 2010. Por su parte el ingreso por habitación disponible (RevPAR), que está condicionado por la ocupación registrada en los establecimientos hoteleros, alcanza los 34,6 euros, con un incremento de 0,9 euros respecto a mayo de 2010.

Por categorías, la facturación media es de 140,3 euros para los hoteles de cinco estrellas, de 71,8 euros para los de cuatro y de 50,3 para los de tres estrellas. Los ingresos por habitación disponible para estas mismas categorías son de 79,5, 45,7 y 28,6 euros, respectivamente.

Valoración de AC Hoteles

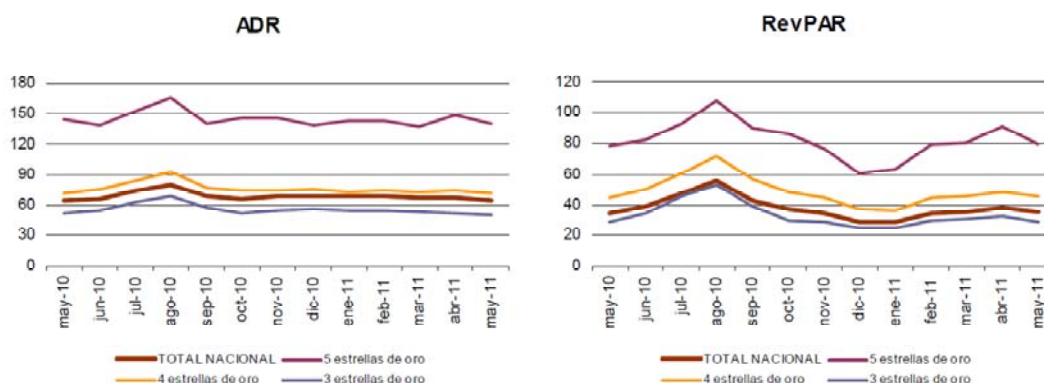


Figura 8. ADR y RevPAR

4.10. Indicadores de rentabilidad del sector hotelero por comunidad y categorías

La facturación media total de los hoteles por cada habitación ocupada (ADR) es de 64 euros con una variación interanual de 0,5%. Concretamente, en Andalucía es de 68,6 euros, en la Comunidad Valenciana es de 54,6 euros y en la Comunidad de Madrid es de 84,5 euros. Existen diferencias notables entre una comunidad y otra. Por su parte, el ingreso total por habitación disponible (RevPAR) es de 34,6 euros con una tasa de variación interanual de 2,8% siendo de 35,1 euros en Andalucía, 28,7 euros en la Comunidad Valenciana y 57,5 en Madrid. En este caso también hay diferencias sustanciales entre las comunidades mencionadas.

| ADR y RevPAR de comunidades y ciudades autónomas y Total Nacional | | | | |
|---|-------------|------------------------------|----------------|------------------------------|
| | ADR (euros) | Tasa de variación interanual | RevPAR (euros) | Tasa de variación interanual |
| TOTAL | 64,0 | 0,5 | 34,6 | 2,8 |
| Andalucía | 68,6 | 2,5 | 35,1 | 3,1 |
| Aragón | 53,0 | -5,0 | 17,4 | -7,6 |
| Asturias, Principado de | 55,2 | -1,9 | 18,0 | 2,5 |
| Baleares, Illes | 52,5 | 0,7 | 32,2 | 8,5 |
| Canarias | 64,6 | -1,0 | 41,7 | 12,0 |
| Cantabria | 58,9 | 3,0 | 21,2 | 0,8 |
| Castilla y León | 55,4 | -0,9 | 20,7 | -8,8 |
| Castilla - La Mancha | 57,8 | -4,5 | 19,5 | -10,4 |
| Cataluña | 73,2 | 3,0 | 41,4 | 4,1 |
| Comunitat Valenciana | 54,6 | 1,4 | 28,7 | -2,2 |
| Extremadura | 56,9 | -1,8 | 21,7 | -7,2 |
| Galicia | 53,7 | 0,0 | 18,3 | -13,6 |
| Madrid, Comunidad de | 84,5 | -2,3 | 57,5 | -4,7 |
| Murcia, Región de | 53,2 | -6,8 | 25,1 | 3,1 |
| Navarra, Comunidad Foral de | 63,0 | -0,2 | 27,3 | 4,4 |
| País Vasco | 71,2 | -0,4 | 40,7 | 4,1 |
| La Rioja | 58,9 | -1,5 | 30,1 | -2,9 |
| Ceuta | 73,7 | 2,6 | 38,6 | 8,9 |
| Melilla | 65,6 | 2,1 | 36,9 | 0,8 |

Tabla 15. ADR y RevPAR de comunidades y ciudades autónomas y total nacional

Esta tabla nos informa sobre el ADR y el RevPAR según las categorías de los hoteles. Se observa grandes diferencias según la categoría del hotel ya que el ADR del hotel

Valoración de AC Hoteles

de cinco estrellas doradas es de 140,3 euros con una variación interanual de -1,7% mientras que el de una estrella es de 48 euros con una variación interanual de 2,7%. Con respecto al RevPAR del hotel de cinco estrellas de oro es de 79,5 euros y una variación interanual de 2,9% y el de una estrella 15,6 euros y una variación interanual de -0,5%.

| ADR y RevPAR nacional y desglose por categorías | | | | |
|--|------------------------|---|---------------------------|---|
| | ADR (euros) | Tasa de variación interanual | RevPAR (euros) | Tasa de variación interanual |
| TOTAL | 64,0 | 0,5 | 34,6 | 2,8 |
| HOTELES: Estrellas oro | | | | |
| Cinco | 140,3 | -1,7 | 79,5 | 2,9 |
| Cuatro | 71,8 | -0,1 | 45,7 | 4,3 |
| Tres | 50,3 | -0,8 | 28,6 | 0,2 |
| Dos | 49,2 | 1,4 | 20,4 | -1,6 |
| Una | 48,0 | 2,7 | 15,6 | -0,5 |
| HOSTALES: Estrellas plata | | | | |
| Tres y dos | 44,1 | 0,2 | 14,1 | -6,7 |
| Una | 36,5 | -1,2 | 11,4 | 3,2 |

Tabla 16. ADR y RevPAR nacional y desglose por categorías

Valoración de AC Hoteles

4.11. Número de viajeros, pernoctaciones y estancia media

La siguiente tabla nos muestra el número de viajeros residentes en España y residentes en el extranjero según los hoteles, tanto de estrellas de oro como de plata. En cuanto a los hoteles de estrellas de oro, 34.825 viajeros se instalan en hoteles de cuatro estrellas, mientras que 4.470 lo hacen en hoteles de tres y dos estrellas de plata. De esos 34.825, 18.998 proceden de España y 15.827 del extranjero. De los 4.470, 3.104 son residentes en España y 1.366 lo son en el extranjero. De manera que podemos concluir que son los residentes en España los que se instalan más en hoteles de cuatro estrellas oro y de tres y dos estrellas de plata. La estancia media en total es de 3,26 noches y el número de pernoctaciones total es de 267.163. De ese número de pernoctaciones, 113.236 son de residentes en España y el resto de residentes en el extranjero.

| Número de viajeros, pernoctaciones y estancia media según categoría del establecimiento | | | | | | | |
|---|--------------------|------------------------------|-------------------------------------|--------------------------|------------------------------|-------------------------------------|-----------------------|
| Categoría | Número de viajeros | | | Número de pernoctaciones | | | Estancia media (días) |
| | TOTAL (miles) | Residentes en España (miles) | Residentes en el extranjero (miles) | TOTAL (miles) | Residentes en España (miles) | Residentes en el extranjero (miles) | |
| HOTELES: Estrellas oro | | | | | | | |
| Cinco | 4.715 | 2.143 | 2.571 | 14.243 | 4.827 | 9.416 | 3,02 |
| Cuatro | 34.825 | 18.998 | 15.827 | 117.347 | 45.986 | 71.360 | 3,37 |
| Tres | 25.367 | 13.784 | 11.583 | 92.705 | 37.132 | 55.572 | 3,65 |
| Dos | 6.522 | 4.212 | 2.310 | 17.628 | 9.648 | 7.979 | 2,7 |
| Una | 2.577 | 1.701 | 876 | 6.257 | 3.576 | 2.680 | 2,43 |
| HOSTALES: Estrellas plata | | | | | | | |
| Tres y dos | 4.470 | 3.104 | 1.366 | 10.438 | 6.458 | 3.980 | 2,33 |
| Una | 3.409 | 2.289 | 1.119 | 8.543 | 5.606 | 2.937 | 2,51 |
| TOTAL | 81.888 | 46.233 | 35.655 | 267.163 | 113.236 | 153.927 | 3,26 |
| Tasa interanual (%) | 5,74 | 2,27 | 10,63 | 5,52 | 2,83 | 7,62 | -0,2 |

Tabla 17. Número de viajeros, pernoctaciones y estancia media según categoría del establecimiento

4.12. Evolución en el año 2010: número de viajeros, pernoctaciones y estancia media

Lo que nos muestra la siguiente tabla, es la evolución del número de viajeros y pernoctaciones durante el año 2010. Se observa que de enero hasta agosto el número de viajeros ha ido aumentando, en cambio, disminuye a partir de septiembre. Por ejemplo, el número de viajeros residentes en España en el mes de enero fue de 2.351 y en el mes de agosto fue de 5.599 hubo un crecimiento de 3.248 viajeros. Por el contrario, en noviembre disminuyó considerablemente hasta 2.990 viajeros. De igual modo ocurre con el número de pernoctaciones. En enero hubo en total 11.308 pernoctaciones y estuvo creciendo hasta agosto con 39.085, pero en noviembre hubo una disminución hasta 14.363 pernoctaciones. Por lo que respecta a la estancia media, el menor número de noches fue de 2,75 en diciembre y el mayor número de noches fue de 3,9 en agosto. Esto parece lógico ya que es en verano cuando hay una estancia media mayor debido a las vacaciones.

Valoración de AC Hoteles

| Meses | Número de viajeros | | | Número de pernoctaciones | | | Estancia media |
|--------------|--------------------|----------------------|-----------------------------|--------------------------|----------------------|-----------------------------|----------------|
| | Total (miles) | Residentes en España | Residentes en el extranjero | Total | Residentes en España | Residentes en el extranjero | |
| TOTAL | 81.888 | 46.233 | 35.655 | 267.163 | 113.236 | 153.927 | 3,26 |
| Enero | 3.767 | 2.351 | 1.415 | 11.308 | 5.094 | 6.213 | 3,00 |
| Febrero | 4.610 | 2.943 | 1.667 | 13.108 | 6.272 | 6.836 | 2,84 |
| Marzo | 5.706 | 3.543 | 2.162 | 16.752 | 8.051 | 8.701 | 2,94 |
| Abril | 6.786 | 3.877 | 2.908 | 19.843 | 9.575 | 10.267 | 2,92 |
| Mayo | 7.810 | 4.042 | 3.767 | 23.982 | 9.281 | 14.701 | 3,07 |
| Junio | 8.087 | 4.386 | 3.700 | 27.357 | 10.553 | 16.803 | 3,38 |
| Julio | 9.399 | 5.002 | 4.396 | 34.909 | 13.912 | 20.997 | 3,71 |
| Agosto | 10.014 | 5.599 | 4.415 | 39.085 | 17.441 | 21.644 | 3,90 |
| Septiembre | 8.400 | 4.307 | 4.092 | 29.696 | 10.944 | 18.751 | 3,54 |
| Octubre | 7.679 | 4.186 | 3.493 | 23.976 | 9.311 | 14.665 | 3,12 |
| Noviembre | 4.976 | 2.990 | 1.985 | 14.363 | 6.480 | 7.882 | 2,89 |
| Diciembre | 4.650 | 3.000 | 1.649 | 12.778 | 6.317 | 6.460 | 2,75 |

Tabla 18. Evolución del número de viajeros, pernoctaciones y estancia media

5. ESTIMACIÓN DEL VALOR DE LA EMPRESA POR EL MÉTODO DE DFC

Para poder valorar a la empresa AC Hoteles, S.A. según el método de Descuento de Flujos de Caja vamos a desarrollar un esquema de siete pasos que permita aplicar de forma ordenada el método:

- 5.1. Determinación del horizonte temporal
- 5.2. Proyecciones financieras
 - 5.2.1. Condiciones normales
 - 5.2.2. Situación económica buena
 - 5.2.3. Situación económica mala
- 5.3. Flujos de caja libres
 - 5.3.1. Condiciones normales
 - 5.3.2. Situación económica buena
 - 5.3.3. Situación económica mala
- 5.4. Cálculo de la tasa de descuento
- 5.5. Aplicación de la tasa de descuento a los flujos de caja libres
- 5.6. Estimación del valor residual
- 5.7. Resultados

5.1. Determinación del horizonte temporal

Dependiendo del tipo de empresa que se valore y de su estado de desarrollo se podrá fijar un horizonte más o menos lejano en el tiempo.

Negocios maduros con generación de cash-flows estables facilitan la proyección de resultados y la fijación de un horizonte temporal cercano.

Negocios incipientes con generación de fondos en aumento, que quizás no han llegado todavía al umbral de rentabilidad, necesitan un horizonte más lejano donde se apunte una fase de mayor rentabilidad.

En ambos casos el valor residual recogerá en el último año proyectado toda la vida futura pendiente y en principio ilimitada.

En este caso vamos a considerar 10 años (2011-2020) como horizonte temporal debido a que consideramos que la empresa ya habrá alcanzado una situación estable.

5.2. Proyecciones financieras

Durante los diez años que hemos considerado adecuados hemos realizado previsiones de Ingresos y Gastos y de Inversiones en Inmovilizado y Circulante Neto. Los datos más importantes para la obtención de los flujos son el Beneficio de Explotación (EBIT) y las Amortizaciones puesto que la proyección del Beneficio de Explotación es independiente de la estructura financiera que tenga la empresa. La estructura financiera se recogerá posteriormente en un Coste Medio Ponderado de Capital.

El objetivo principal de las proyecciones es la obtención de los flujos de caja estimados. Se suelen proyectar en su totalidad para presentar un Plan de Negocios completo.

Valoración de AC Hoteles

5.2.1. Condiciones normales

| | 31/12/2011 | 31/12/2012 | 31/12/2013 | 31/12/2014 | 31/12/2015 | 31/12/2016 | 31/12/2017 | 31/12/2018 | 31/12/2019 | 31/12/2020 |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Nº servicios / productos | 103.305 | 108.057 | 113.028 | 118.227 | 123.665 | 129.354 | 135.304 | 141.528 | 148.038 | 154.848 |
| Incremento del nº serv/prod. Vendidos | 4,60% | 4,60% | 4,60% | 4,60% | 4,60% | 4,60% | 4,60% | 4,60% | 4,60% | 4,60% |
| Precio unit servicio/producto | 80 | 84 | 87 | 91 | 95 | 100 | 104 | 109 | 114 | 119 |
| Incremento del precio unit. serv/prod. | 4,50% | 4,50% | 4,50% | 4,50% | 4,50% | 4,50% | 4,50% | 4,50% | 4,50% | 4,50% |
| Coste unit. Servicio/producto | 25 | 26 | 27 | 27 | 28 | 29 | 30 | 31 | 32 | 33 |
| Incremento del coste unit. serv/prod. | 3,00% | 3,00% | 3,00% | 3,00% | 3,00% | 3,00% | 3,00% | 3,00% | 3,00% | 3,00% |
| Cobros | 8.264.389 | 9.033.556 | 9.874.309 | 10.793.311 | 11.797.844 | 12.895.869 | 14.096.088 | 15.408.011 | 16.842.034 | 18.409.522 |
| Pagos de explotación | 2.582.622 | 2.782.465 | 2.997.772 | 3.229.740 | 3.479.657 | 3.748.913 | 4.039.003 | 4.351.542 | 4.688.264 | 5.051.042 |
| Mantenimiento | 200.000 | | | 200.000 | | | 200.000 | | | 200.000 |
| Gastos de personal | 3.250.000 | 3.345.645 | 3.444.105 | 3.545.462 | 3.649.803 | 3.757.214 | 3.867.786 | 3.981.612 | 4.098.788 | 4.219.412 |
| Luz, agua, teléfono, gastos varios | 100.000 | 102.943 | 105.972 | 109.091 | 112.302 | 115.607 | 119.009 | 122.511 | 126.117 | 129.828 |
| Seguros | 150.000 | 154.414 | 158.959 | 163.637 | 168.452 | 173.410 | 178.513 | 183.767 | 189.175 | 194.742 |
| Amortización | 1.600.000 | 1.600.000 | 1.600.000 | 1.600.000 | 1.600.000 | 1.600.000 | 1.600.000 | 1.600.000 | 1.600.000 | 1.600.000 |

Tabla 19. Proyecciones en condiciones normales

Como se puede observar en la tabla, he considerado un incremento del número de servicios vendidos de 4,6%, lo he estimado según el sector. En cuanto al incremento del precio unitario por servicio, lo he estimado en 4,5%. Éste lo he obtenido como la suma del 1,5% de crecimiento del sector, más la inflación del 3%. Para el incremento del coste unitario he considerado la inflación que existe hoy en día, un 3%.

Por lo que respecta al precio unitario y al coste unitario, lo he estimado según el beneficio por servicio obtenido por el sector.

En cuanto al resto de estimaciones, he considerado una media de los años anteriores al momento de la valoración.

Valoración de AC Hoteles

5.2.2. Situación económica buena

| | 31/12/2011 | 31/12/2012 | 31/12/2013 | 31/12/2014 | 31/12/2015 | 31/12/2016 | 31/12/2017 | 31/12/2018 | 31/12/2019 | 31/12/2020 |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Nº servicios / productos | 103.305 | 108.470 | 113.894 | 119.588 | 125.568 | 131.846 | 138.438 | 145.360 | 152.628 | 160.260 |
| Incremento del nº serv/prod. Vendidos | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% |
| Precio unit servicio/producto | 82 | 86 | 89 | 93 | 97 | 101 | 106 | 110 | 115 | 120 |
| Incremento del precio unit. serv/prod. | 4,30% | 4,30% | 4,30% | 4,30% | 4,30% | 4,30% | 4,30% | 4,30% | 4,30% | 4,30% |
| Coste unit. Servicio/producto | 25 | 26 | 26 | 27 | 28 | 29 | 30 | 30 | 31 | 32 |
| Incremento del coste unit. serv/prod. | 2,80% | 2,80% | 2,80% | 2,80% | 2,80% | 2,80% | 2,80% | 2,80% | 2,80% | 2,80% |
| Cobros | 8.470.999 | 9.277.014 | 10.159.722 | 11.126.420 | 12.185.098 | 13.344.511 | 14.614.241 | 16.004.786 | 17.527.641 | 19.195.396 |
| Pagos de explotación | 2.582.622 | 2.787.682 | 3.009.024 | 3.247.940 | 3.505.827 | 3.784.189 | 4.084.654 | 4.408.975 | 4.759.048 | 5.136.916 |
| Mantenimiento | 250.000 | | | 250.000 | | | 250.000 | | | 250.000 |
| Gastos de personal | 3.275.000 | 3.366.700 | 3.460.968 | 3.557.875 | 3.657.495 | 3.759.905 | 3.865.182 | 3.973.407 | 4.084.663 | 4.199.033 |
| Luz, agua, teléfono, gastos varios | 100.000 | 102.800 | 105.678 | 108.637 | 111.679 | 114.806 | 118.021 | 121.325 | 124.723 | 128.215 |
| Seguros | 150.000 | 154.200 | 158.518 | 162.956 | 167.519 | 172.209 | 177.031 | 181.988 | 187.084 | 192.322 |
| Amortización | 1.610.000 | 1.610.000 | 1.610.000 | 1.610.000 | 1.610.000 | 1.610.000 | 1.610.000 | 1.610.000 | 1.610.000 | 1.610.000 |

Tabla 20. Proyecciones en situación buena

En esta parte del estudio, se considera que no existe crisis y que a la empresa a valorar le va bien el negocio, de manera que he supuesto que obtiene un crecimiento del número de servicios del 5%. En cuanto al precio unitario del servicio lo he incrementado porque la estancia en hoteles está más demandada. Por último, la inflación sufre un descenso de 0,2% pasando de 3% a 2,8%.

Por lo que respecta a los gastos, estos se han incrementado debido al aumento de la actividad, como es el caso de los gastos de personal que han pasado de 3.250.000€ a 3.275.000€ ya que es necesario contratar a más trabajadores. El gasto en mantenimiento también ha sufrido variaciones además de la amortización ya que ha invertido en activo fijo. El resto de variables no las he modificado con respecto a las condiciones normales.

Valoración de AC Hoteles

5.2.3. Situación económica mala

| | 31/12/2011 | 31/12/2012 | 31/12/2013 | 31/12/2014 | 31/12/2015 | 31/12/2016 | 31/12/2017 | 31/12/2018 | 31/12/2019 | 31/12/2020 |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Nº servicios / productos | 103.305 | 107.437 | 111.735 | 116.204 | 120.852 | 125.686 | 130.714 | 135.942 | 141.380 | 147.035 |
| Incremento del nº serv/prod. Vendidos | 4,00% | 4,00% | 4,00% | 4,00% | 4,00% | 4,00% | 4,00% | 4,00% | 4,00% | 4,00% |
| Precio unit servicio/producto | 78 | 82 | 86 | 90 | 94 | 99 | 103 | 108 | 113 | 119 |
| Incremento del precio unit. serv/prod. | 4,80% | 4,80% | 4,80% | 4,80% | 4,80% | 4,80% | 4,80% | 4,80% | 4,80% | 4,80% |
| Coste unit. Servicio/producto | 25 | 26 | 27 | 28 | 28 | 29 | 30 | 31 | 32 | 33 |
| Incremento del coste unit. serv/prod. | 3,30% | 3,30% | 3,30% | 3,30% | 3,30% | 3,30% | 3,30% | 3,30% | 3,30% | 3,30% |
| Cobros | 8.057.779 | 8.782.335 | 9.572.042 | 10.432.760 | 11.370.874 | 12.393.343 | 13.507.753 | 14.722.370 | 16.046.205 | 17.489.080 |
| Pagos de explotación | 2.582.622 | 2.774.562 | 2.980.767 | 3.202.298 | 3.440.293 | 3.695.975 | 3.970.660 | 4.265.760 | 4.582.791 | 4.923.384 |
| Mantenimiento | 200.000 | | | | 200.000 | | | | 200.000 | |
| Gastos de personal | 3.225.000 | 3.331.425 | 3.441.362 | 3.554.927 | 3.672.240 | 3.793.423 | 3.918.606 | 4.047.920 | 4.181.502 | 4.319.491 |
| Luz, agua, teléfono, gastos varios | 100.000 | 103.300 | 106.709 | 110.230 | 113.868 | 117.626 | 121.507 | 125.517 | 129.659 | 133.938 |
| Seguros | 150.000 | 154.950 | 160.063 | 165.345 | 170.802 | 176.438 | 182.261 | 188.275 | 194.488 | 200.907 |
| Amortización | 1.605.000 | 1.605.000 | 1.605.000 | 1.605.000 | 1.605.000 | 1.605.000 | 1.605.000 | 1.605.000 | 1.605.000 | 1.605.000 |

Tabla 21. Proyecciones en situación mala

En este caso, se considera un punto de vista totalmente pesimista, en la que la situación económica de la empresa no se encuentra en sus mejores momentos. De esta forma, se ha determinado una disminución de 0,6% del número de servicios vendidos con respecto a las condiciones normales. El precio unitario por servicio en este caso se ha tenido que reducir por la falta de demanda de hoteles. En cuanto al incremento del precio unitario se ha obtenido como la suma del 1,5% del sector más la inflación, que en este caso se ha visto incrementada hasta alcanzar el 3,3%. En cuanto al mantenimiento del hotel, se ha invertido la misma cantidad de dinero pero más prolongado en el tiempo. Al no haber tanta demanda de hoteles se ha tenido que reducir personal, de manera que el gasto en personal es menor. Por último, la amortización es mayor que en condiciones normales pero menor que la situación económica buena ya que ha invertido en activo fijo, pero menos cantidad.

Valoración de AC Hoteles

5.3. Flujos de caja libres

5.3.1. Condiciones normales

El Cash-Flow Libre se define como el excedente financiero capaz de repartirse cada año sin que se perjudique la capacidad de la empresa en seguir generando fondos.

| | 31/12/2011 | 31/12/2012 | 31/12/2013 | 31/12/2014 | 31/12/2015 | 31/12/2016 | 31/12/2017 | 31/12/2018 | 31/12/2019 | 31/12/2020 |
|-----------------------------|-------------|------------|------------|------------|------------|-------------|------------|------------|------------|------------|
| EBIT | 381.767 | 1.048.088 | 1.567.501 | 1.945.381 | 2.787.630 | 3.500.727 | 4.091.777 | 5.168.580 | 6.139.691 | 7.014.499 |
| Impt. s/ EBIT | 114.530 | 314.427 | 470.250 | 583.614 | 836.289 | 1.050.218 | 1.227.533 | 1.550.574 | 1.841.907 | 2.104.350 |
| Bº neto descon. Impt | 267.237 | 733.662 | 1.097.250 | 1.361.767 | 1.951.341 | 2.450.509 | 2.864.244 | 3.618.006 | 4.297.784 | 4.910.149 |
| Amortiz. | 1.600.000 | 1.600.000 | 1.600.000 | 1.600.000 | 1.600.000 | 1.600.000 | 1.600.000 | 1.600.000 | 1.600.000 | 1.600.000 |
| Flujo de caja bruto | 1.867.237 | 2.333.662 | 2.697.250 | 2.961.767 | 3.551.341 | 4.050.509 | 4.464.244 | 5.218.006 | 5.897.784 | 6.510.149 |
| CC circulante | -5.000.000 | -5.000.000 | -5.000.000 | -5.000.000 | -5.000.000 | -5.000.000 | -5.000.000 | -5.000.000 | -5.000.000 | -5.000.000 |
| Inv. En act. Fijo | 27.500.000 | | | | | 27.500.000 | | | | |
| Inv. bruta | 22.500.000 | -5.000.000 | -5.000.000 | -5.000.000 | -5.000.000 | 22.500.000 | -5.000.000 | -5.000.000 | -5.000.000 | -5.000.000 |
| Flujo de caja libre | -20.632.763 | 7.333.662 | 7.697.250 | 7.961.767 | 8.551.341 | -18.449.491 | 9.464.244 | 10.218.006 | 10.897.784 | 11.510.149 |

Tabla 22. Flujos de caja libres en condiciones normales

El cambio en capital circulante y la inversión en activo fijo lo he obtenido calculando la media de los años anteriores.

Valoración de AC Hoteles

5.3.2. Situación económica buena

| | 31/12/2011 | 31/12/2012 | 31/12/2013 | 31/12/2014 | 31/12/2015 | 31/12/2016 | 31/12/2017 | 31/12/2018 | 31/12/2019 | 31/12/2020 |
|----------------------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|------------|------------|------------|
| EBIT | 503.377 | 1.255.633 | 1.815.535 | 2.189.011 | 3.132.579 | 3.903.401 | 4.509.353 | 5.709.089 | 6.762.124 | 7.678.910 |
| Imp. s/ EBIT | 151.013 | 376.690 | 544.660 | 656.703 | 939.774 | 1.171.020 | 1.352.806 | 1.712.727 | 2.028.637 | 2.303.673 |
| Bº neto descom. Imp | 352.364 | 878.943 | 1.270.874 | 1.532.308 | 2.192.805 | 2.732.381 | 3.156.547 | 3.996.363 | 4.733.487 | 5.375.237 |
| Amortiz | 1.610.000 | 1.610.000 | 1.610.000 | 1.610.000 | 1.610.000 | 1.610.000 | 1.610.000 | 1.610.000 | 1.610.000 | 1.610.000 |
| Flujo de caja bruto | 1.962.364 | 2.488.943 | 2.880.874 | 3.142.308 | 3.802.805 | 4.342.381 | 4.766.547 | 5.606.363 | 6.343.487 | 6.985.237 |
| CC circulante | -5.500.000 | -5.500.000 | -5.500.000 | -5.500.000 | -5.500.000 | -5.500.000 | -5.500.000 | -5.500.000 | -5.500.000 | -5.500.000 |
| Inv. En act. Fijo | 29.000.000 | | | 29.000.000 | | | 29.000.000 | | | |
| Inv. bruta | 23.500.000 | -5.500.000 | -5.500.000 | -5.500.000 | -5.500.000 | -5.500.000 | 23.500.000 | -5.500.000 | -5.500.000 | -5.500.000 |
| Flujo de caja libre | -21.537.636 | 7.988.943 | 8.380.874 | 8.642.308 | 9.302.805 | 9.842.381 | -18.733.453 | 11.106.363 | 11.843.487 | 12.485.237 |

Tabla 23. Flujos de caja libres en situación buena

Valoración de AC Hoteles

5.3.3. Situación económica mala

| | 31/12/2011 | 31/12/2012 | 31/12/2013 | 31/12/2014 | 31/12/2015 | 31/12/2016 | 31/12/2017 | 31/12/2018 | 31/12/2019 | 31/12/2020 |
|----------------------------|-------------|------------|------------|------------|------------|-------------|------------|------------|------------|------------|
| EBIT | 195.158 | 813.098 | 1.278.141 | 1.794.960 | 2.168.672 | 3.004.880 | 3.709.718 | 4.489.897 | 5.152.765 | 6.306.360 |
| Impt. s/ EBIT | 58.547 | 243.929 | 383.442 | 538.488 | 650.602 | 901.464 | 1.112.915 | 1.346.969 | 1.545.829 | 1.891.908 |
| Bº neto descon impt | 136.610 | 569.168 | 894.698 | 1.256.472 | 1.518.070 | 2.103.416 | 2.596.802 | 3.142.928 | 3.606.935 | 4.414.452 |
| Amortiz | 1.605.000 | 1.605.000 | 1.605.000 | 1.605.000 | 1.605.000 | 1.605.000 | 1.605.000 | 1.605.000 | 1.605.000 | 1.605.000 |
| Flujo de caja bruto | 1.741.610 | 2.174.168 | 2.499.698 | 2.861.472 | 3.123.070 | 3.708.416 | 4.201.802 | 4.747.928 | 5.211.935 | 6.019.452 |
| CC circulante | -4.000.000 | -4.000.000 | -4.000.000 | -4.000.000 | -4.000.000 | -4.000.000 | -4.000.000 | -4.000.000 | -4.000.000 | -4.000.000 |
| Inv. en act. Fijo | 25.000.000 | | | | | 25.000.000 | | | | |
| Inv. bruta | 21.000.000 | -4.000.000 | -4.000.000 | -4.000.000 | -4.000.000 | 21.000.000 | -4.000.000 | -4.000.000 | -4.000.000 | -4.000.000 |
| Flujo de caja libre | -19.258.390 | 6.174.168 | 6.499.698 | 6.861.472 | 7.123.070 | -17.291.584 | 8.201.802 | 8.747.928 | 9.211.935 | 10.019.452 |

Tabla 24. Flujos de caja libres en situación mala

5.4. Cálculo de la tasa de descuento

Para determinar la tasa con la que descontar cada año de los flujos, hay que saber primero: la proporción de Deuda y Fondos Propios que forman la estructura financiera estable de la empresa, el coste de los Fondos Propios (K_e) y el coste de la deuda (K_d).

El cálculo de K_e será tratado con mayor profundidad más adelante. K_d es el coste de la deuda a valor de contratación actual y se supone constante para todos los años futuros.

La tasa de descuento es el coste medio ponderado de capital que debe reflejar el coste de oportunidad para los proveedores de capital, ponderado por su aportación relativa al capital total de la empresa. El CMPC muestra el valor que crean las aportaciones para los accionistas (rentabilidad del capital invertido).

El resultado que obtendremos será un porcentaje, y aceptaremos cualquier inversión que esté por encima de este.

La necesidad de utilización de este método se justifica en que los flujos de fondos operativos obtenidos, se financian tanto con capital propio como con capital ajeno. El CMPC lo que hace es ponderar los costes de cada una de las fuentes de financiación.

Valoración de AC Hoteles

El CMPC se descompone en:

$$CMPC = k_d \cdot (1-t) \cdot \frac{\text{Exigible}}{\text{Total Pasivo}} + k_e \cdot \frac{\text{Neto Patrim.}}{\text{Total Pasivo}}$$

Donde:

k_d es coste de la deuda

k_e es coste de los recursos propios

En primer lugar, determinamos las ponderaciones de la estructura de capital tanto de la empresa AC Hoteles, S.A. como del sector hotelero con el fin de poder comprobar si la situación de la empresa es normal o poco corriente. También obtenemos el coste de la deuda tanto para la empresa como para el sector. Y por último el coste de los recursos propios.

Como vemos en la tabla, tanto en la empresa como en el sector, el porcentaje de financiación ajena es superior al de la financiación propia. Esto nos permite afirmar que la empresa sigue una política similar a la del sector al que pertenece.

| AC Hoteles | 31/12/2009 | 31/12/2008 | 31/12/2007 | 31/12/2006 | 31/12/2005 | 31/12/2004 | Media |
|-----------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------|
| E/E+D | 37,59% | 34,67% | 37,77% | 41,78% | 41,29% | 45,42% | 39,75% |
| D/E+D | 62,41% | 65,33% | 62,23% | 58,22% | 58,71% | 54,58% | 60,25% |
| k_d | 8,08% | 7,05% | 3,54% | 3,29% | 3,31% | 3,40% | 4,78% |
| $k_f=k_e$ | -5,34% | -0,17% | 9,38% | 3,96% | 3,40% | 1,48% | 2,12% |
| Sector | | | | | | | |
| E/E+D | 22,57% | 27,17% | 33,16% | 32,05% | 29,96% | 31,46% | 29,40% |
| D/E+D | 77,43% | 72,83% | 66,84% | 67,95% | 70,04% | 68,54% | 70,60% |
| k_d | 3,60% | 3,89% | 3,50% | 2,96% | 2,65% | 2,86% | 3,24% |
| $k_f=k_e$ | -11,75% | -17,57% | 20,72% | 6,87% | 55,22% | 3,71% | 9,53% |

Tabla 25. Estructuras financieras

El coste de los recursos propios lo podemos calcular por tres métodos distintos:

1. Asimilándolo a la rentabilidad financiera.
2. Prima de riesgo
 - a. *Prima de riesgo en condiciones normales*
 - b. *Prima de riesgo en situación económica buena*
 - c. *Prima de riesgo en situación económica mala*
3. CAPM.

Valoración de AC Hoteles

Calculamos k_e por el segundo método:

a. *Prima de riesgo en condiciones normales*

| | 31/12/2009 | 31/12/2008 | 31/12/2007 | 31/12/2006 | 31/12/2005 | 31/12/2004 |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| R_f sector | -0,118 | -0,176 | 0,207 | 0,069 | 0,552 | 0,037 |
| Rent obligaciones a 10 años (tasa libre de riesgo) | 0,040 | 0,045 | 0,043 | 0,038 | 0,034 | 0,040 |
| Prima de riesgo | -0,157 | -0,220 | 0,164 | 0,031 | 0,518 | -0,003 |

Tabla 26. Cálculo de la prima de riesgo

| | |
|--|---------------|
| Media de las primas de riesgo | 5,54% |
| Rent oblig en el momento valoración | 5,60% |
| k_e | 11,14% |

Tabla 27. Cálculo del coste de los Fondos Propios

Como podemos observar en las anteriores tablas, tras calcular la media de la prima de riesgo y haberle añadido la rentabilidad fija del momento de la valoración, obtenemos un k_e de 11,14% que se puede aplicar a cualquier empresa del sector.

b. *Prima de riesgo en situación económica buena*

Procedemos a calcular el coste de los Fondos Propios bajo el supuesto de que nos encontramos en la mejor situación económica de la empresa o del país. Para ello, vamos a considerar la prima de riesgo como la más baja, es decir, que la rentabilidad de los bonos a 10 años de España se aproxime al bono alemán. De esta forma, si el bono alemán se sitúa en 2,64% actualmente, estimaremos que la prima de riesgo sea del 3%. A esta le sumamos la rentabilidad de las obligaciones a 10 años en el momento de la valoración, y obtenemos un k_e de 8,6%.

c. *Prima de riesgo en situación económica mala*

De la misma forma, la prima de riesgo que vamos a considerar es la que hay actualmente (6,10%), este dato lo hemos obtenido de la prensa especializada en noticias económicas. A esta le añadimos la rentabilidad de las obligaciones a 10 años en el momento de la valoración (5,6%) y obtenemos el coste de los Fondos Propios 11,70%.

A continuación, calculamos k_e por el método de CAPM.

$$k_e = R_f + \beta \cdot [E(R_m) - R_f]$$

Valoración de AC Hoteles

Donde

R_f es la renta fija

β es la sensibilidad del rendimiento ante las variaciones del rendimiento del mercado.

$E(R_m)$ es la rentabilidad del mercado

| | IBEX | Rentabilidad Obligaciones 10 años (R_f) |
|--------------|---------------|---|
| 2009 | 2,176% | 3,980% |
| 2008 | -4,178% | 4,466% |
| 2007 | 0,589% | 4,287% |
| 2006 | 2,301% | 3,780% |
| 2005 | 1,394% | 3,420% |
| 2004 | 1,334% | 4,020% |
| 2003 | 2,068% | 4,110% |
| 2002 | -2,750% | 4,980% |
| 2001 | -0,678% | 5,120% |
| 2000 | -2,043% | 5,560% |
| 1999 | 1,404% | 4,750% |
| 1998 | 2,753% | 4,930% |
| 1997 | 2,848% | 6,510% |
| 1996 | 2,921% | 8,870% |
| 1995 | 1,350% | 11,450% |
| 1994 | -1,314% | 10,060% |
| Media | 0,636% | 5,643% |

Tabla 28. Rentabilidades

La estructura financiera de AC Hoteles, S.A. es:

| 31/12/2009 | |
|------------|--------|
| E/E+D | 37,59% |
| D/E+D | 62,41% |

Tabla 29. Estructura financiera AC Hoteles, S.A.

Para estimar la beta podemos ayudarnos de empresas similares que cotizan en Bolsa del sector hotelero. Las empresas más similares son NH Hoteles y Sol Meliá.

Dichas betas están calculadas con la estructura financiera del sector, de manera que tendremos que proceder a desapalancarlas y volver a apalancarlas con la estructura financiera de la empresa a valorar.

Valoración de AC Hoteles

| | B_i (Apalancada por el sector) | D | E | t | B_u (Desapalancada) |
|-------------------|----------------------------------|--------|--------|-----|-----------------------|
| Sol Meliá | 2,32 | 26,68% | 73,32% | 0,3 | 1,845 |
| NH Hoteles | 1,91 | 49,32% | 50,68% | 0,3 | 1,134 |

Tabla 30. Betas

| | |
|------------------|-------|
| B_u media | 1,490 |
| B_i AC Hoteles | 3,221 |

Tabla 31. Beta media y beta de AC Hoteles.

| | |
|------------------|--------|
| k_e según CAPM | 21,77% |
|------------------|--------|

Valoración de AC Hoteles

Una vez calculado k_e por los tres métodos obtenemos los siguientes resultados de CMPC:

| CMPC | $k_e = R_f$ | k_e Prima de riesgo | k_e CAPM |
|---|-------------|-----------------------|------------|
| Estructura financiera media de la empresa (condiciones normales) | 4,25% | 7,84% | 12,06% |
| Estructura financiera media de la empresa (situación económica buena) | 4,25% | 6,83% | 12,06% |
| Estructura financiera media de la empresa (situación económica mala) | 4,25% | 8,06% | 12,06% |

Tabla 32. Coste Medio Ponderado de Capital

Como vemos, hemos calculado el CMPC según los tres métodos y además según tres tipos de prima de riesgo; en condiciones normales, situación económica buena y por último situación económica mala. Existen diferencias significativas entre los tres métodos utilizados previamente. Cabe decir que debemos descartar el CMPC calculado por el primer y el segundo método, por ser demasiado bajos, ya que deberíamos exigirle más rentabilidad que el mercado, y por ello, escogeremos para las tres situaciones planteadas el CMPC calculado a partir del método de CAPM por reflejar más la realidad.

5.5. Aplicación de la tasa de descuento a los flujos de caja libres

a. Condiciones normales

$$\begin{aligned}
 \text{Valor} &= \frac{FC_1}{(1+k)^1} + \frac{FC_2}{(1+k)^2} + \frac{FC_3}{(1+k)^3} + \frac{FC_4}{(1+k)^4} + \frac{FC_5}{(1+k)^5} + \frac{FC_6}{(1+k)^6} + \frac{FC_7}{(1+k)^7} + \frac{FC_8}{(1+k)^8} + \frac{FC_9}{(1+k)^9} + \frac{FC_{10}}{(1+k)^{10}} \\
 \text{Valor} &= \frac{-20.632.763}{(1+12,06\%)^1} + \frac{7.333.662}{(1+12,06\%)^2} + \frac{7.697.250}{(1+12,06\%)^3} + \frac{7.961.767}{(1+12,06\%)^4} + \frac{8.551.341}{(1+12,06\%)^5} + \\
 &+ \frac{-18.449.491}{(1+12,06\%)^6} + \frac{9.464.244}{(1+12,06\%)^7} + \frac{10.218.006}{(1+12,06\%)^8} + \frac{10.897.784}{(1+12,06\%)^9} + \frac{11.510.149}{(1+12,06\%)^{10}}
 \end{aligned}$$

Actualización de los flujos de caja libres con la tasa de descuento=9.440.483,62 €

Valoración de AC Hoteles

b. Situación económica buena

$$\text{Valor} = \frac{FC_1}{(1+k)^1} + \frac{FC_2}{(1+k)^2} + \frac{FC_3}{(1+k)^3} + \frac{FC_4}{(1+k)^4} + \frac{FC_5}{(1+k)^5} + \frac{FC_6}{(1+k)^6} + \frac{FC_7}{(1+k)^7} + \frac{FC_8}{(1+k)^8} + \frac{FC_9}{(1+k)^9} + \frac{FC_{10}}{(1+k)^{10}}$$

$$\begin{aligned} \text{Valor} = & \frac{-21.537.636}{(1+12,06\%)^1} + \frac{7.988.943}{(1+12,06\%)^2} + \frac{8.380.874}{(1+12,06\%)^3} + \frac{8.642.308}{(1+12,06\%)^4} + \frac{9.302.805}{(1+12,06\%)^5} + \\ & + \frac{9.842.381}{(1+12,06\%)^6} + \frac{-18.733.453}{(1+12,06\%)^7} + \frac{11.106.363}{(1+12,06\%)^8} + \frac{11.843.487}{(1+12,06\%)^9} + \frac{12.485.237}{(1+12,06\%)^{10}} \end{aligned}$$

Actualización de los flujos de caja libres con la tasa de descuento= 13.086.464,73 €

c. Situación económica mala

$$\text{Valor} = \frac{FC_1}{(1+k)^1} + \frac{FC_2}{(1+k)^2} + \frac{FC_3}{(1+k)^3} + \frac{FC_4}{(1+k)^4} + \frac{FC_5}{(1+k)^5} + \frac{FC_6}{(1+k)^6} + \frac{FC_7}{(1+k)^7} + \frac{FC_8}{(1+k)^8} + \frac{FC_9}{(1+k)^9} + \frac{FC_{10}}{(1+k)^{10}}$$

$$\begin{aligned} \text{Valor} = & \frac{-19.258.390}{(1+12,06\%)^1} + \frac{6.174.168}{(1+12,06\%)^2} + \frac{6.499.698}{(1+12,06\%)^3} + \frac{6.861.472}{(1+12,06\%)^4} + \frac{7.123.070}{(1+12,06\%)^5} + \\ & + \frac{-17.291.584}{(1+12,06\%)^6} + \frac{8.201.802}{(1+12,06\%)^7} + \frac{8.747.928}{(1+12,06\%)^8} + \frac{9.211.935}{(1+12,06\%)^9} + \frac{10.019.452}{(1+12,06\%)^{10}} \end{aligned}$$

Actualización de los flujos de caja libres con la tasa de descuento= 5.728.745,64 €

5.6. Estimación del valor residual

El Valor Residual debe cumplir que sea coherente con la metodología aplicada en el DFC y que tiene que recoger la vida económica de la empresa a partir de un momento determinado.

El Valor Residual se sitúa en el horizonte de la valoración cuando se supone que el negocio entra en una fase de madurez y con menores necesidades de inversión, de ahí la conveniencia de proyectar el número de años apropiado.

Valoración de AC Hoteles

a. Condiciones normales

$$\frac{\frac{11.510.149 \cdot (1+2\%)}{(12,06\%-2\%)}}{(1+12,06\%)^{10}} = 37.374.634,77$$

b. Situación económica buena

$$\frac{\frac{12.485.237 \cdot (1+2\%)}{(12,06\%-2\%)}}{(1+12,06\%)^{10}} = 40.540.844,25$$

c. Situación económica mala

$$\frac{\frac{10.019.452 \cdot (1+2\%)}{(12,06\%-2\%)}}{(1+12,06\%)^{10}} = 32.534.188,79$$

Tomamos un crecimiento “g” relativamente pequeño (2%) atendiendo a las expectativas de la empresa y del entorno macroeconómico pues mantener un crecimiento alto constante y perpetuo es una hipótesis optimista. Hasta las mejores empresas en una vida muy larga tienen años de decrecimiento.

5.7. Resultados

El valor de la empresa por el método de DFC se calcula como la suma de los flujos de caja descontados al CMPC más el valor residual:

| | Situación económica mala | Condiciones normales | Situación económica buena |
|----------------------------|--------------------------|----------------------|---------------------------|
| Flujos de caja descontados | 5.728.745,64 | 9.440.483,62 | 13.086.464,73 |
| Valor residual | 32.534.188,79 | 37.374.634,77 | 40.540.844,25 |
| Valor empresa | 38.262.934,43 € | 46.815.118,40 € | 53.627.308,99 € |

Tabla 33. Valores de la empresa

Por tanto podemos afirmar que el valor de la empresa AC Hoteles, S.A. rondará entre 38.262.934,43 € y 53.627.308,99 €, dependiendo de la situación en la que se encuentre. En condiciones normales, suponiendo que su economía se estabilice y siga un crecimiento constante, su valor será de 46.815.118,40 €.

El DFC se define como el método más correcto de valoración que aplica el análisis de inversiones a un conjunto de flujos monetarios extraídos de unas proyecciones de

Valoración de AC Hoteles

Cuentas de Resultados y Balances. Por tanto, el DFC proporciona un valor, o un rango de valoración, sobre factores propios de la evolución prevista de la empresa. Es una valoración multiperiodo pues recoge todo el largo plazo y se realiza sobre proyecciones que recogen adecuadamente todos los factores que crean valor.

6. ESTIMACIÓN MEDIANTE VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS

La segunda metodología que vamos a emplear para estimar el valor de AC Hoteles, S.A. es la de valoración por múltiplos que calcula el valor de una empresa a través del valor conocido de otras empresas comparables. Este método asume que los mercados son eficientes y que toda la información disponible está ya descontada en los precios. Se fundamenta en el análisis de ratios que se hace entre las empresas de un mismo sector, en nuestro caso, el sector hotelero. La valoración por múltiplos comparables es una herramienta especialmente útil para las sociedades que cotizan en Bolsa, tanto mejor cuanto más sociedades haya en un sector y además tengan una mayor semejanza en su negocio, un estado similar de crecimiento y un similar marco macroeconómico.

Los pasos a seguir son:

- 6.1 Análisis de la empresa objetivo
- 6.2 Análisis y selección de las compañías comparables
- 6.3 Cálculo y selección de los múltiplos de cotización
- 6.4 Aplicación de los resultados a la empresa objetivo
- 6.5 Selección de un rango de valoración para la empresa objetivo

6.1. Análisis de la empresa objetivo

Como ya se ha comentado anteriormente, AC Hoteles, S.A. es una de las mayores cadenas hoteleras españolas. Cuenta con 91 hoteles operativos en los que trabajan 3.500 empleados. Posee hoteles en España, Italia y Portugal.

6.2. Análisis y selección de las compañías comparables

Se han seleccionado dos empresas hoteleras consideradas como empresas comparables a AC Hoteles, S.A. por ser compañías de características similares y además cotizar en Bolsa. Estas son NH Hoteles y Sol Meliá Hoteles.

Valoración de AC Hoteles

6.3. Cálculo y selección de los múltiplos de cotización

Los múltiplos escogidos son los siguientes:

| Sector | Múltiplo | Número de empresas | Mínimo | Máximo | Media | Desv típica |
|----------|------------------------|--------------------|--------|--------|-------|-------------|
| Hotelero | PS ¹ | 2 | 0,64 | 0,96 | 0,80 | 0,23 |
| | EV/EBIT ² | 2 | 17,84 | 103,37 | 60,60 | 60,48 |
| | EV/EBITDA ³ | 2 | 11,59 | 25,45 | 18,52 | 9,80 |
| | EV/VENTAS ⁴ | 2 | 1,62 | 2,04 | 1,83 | 0,30 |

¹PS: Precio/Ventas. Se trata de un múltiplo basado en la capitalización.

²EV/EBIT: Valor de la empresa/ Resultado de Explotación. Múltiplo basado en el valor de la empresa.

³EV/EBITDA: Valor de la empresa/Beneficio antes de intereses, impuestos, depreciación y amortizaciones. Permite una comparación entre sociedades que considere su gestión operativa.

⁴EV/VENTAS: Cociente entre el valor de empresa y sus ventas. Permite la comparación más amplia entre las compañías aunque como desventaja no considera aspectos relevantes del negocio como márgenes, inversiones, etc.

Tabla 34. Múltiplos

6.4. Aplicación de los resultados a la empresa objetivo

Múltiplos de las empresas comparables

| | P/S | EV/EBIT | EV/EBITDA | EV/VENTAS |
|------------|------|---------|-----------|-----------|
| Sol Meliá | 0,96 | 17,84 | 11,59 | 2,04 |
| NH Hoteles | 0,64 | 103,37 | 25,45 | 1,62 |

Tabla 35. Múltiplos empresas comparables

Los resultados de la aplicación por múltiplos se han obtenido multiplicando los ratios por los datos correspondientes de la empresa objetivo.

| | P/S | EV/EBIT | EV/EBITDA | EV/VENTAS |
|---------------|--------|----------------|---------------|---------------|
| Sol Meliá SA | Precio | 12.858.135,58 | | |
| | Valor | 107.915.631 | 4.856.854,39 | 22.987.554,18 |
| NH Hoteles SA | Precio | 8.504.036,89 | | |
| | Valor | 103.561.531,89 | 28.148.114,77 | 50.462.941,22 |

Tabla 36. Valores de las empresas competidoras según múltiplos

| | EV según PS | EV según EBIT | EV según EV/EBITDA | EV según EV/VENTAS |
|--------|----------------|---------------|--------------------|--------------------|
| Mínimo | 103.561.531,89 | 4.856.854,39 | 22.987.554,18 | 21.533.501,92 |
| Máximo | 107.915.630,58 | 28.148.114,77 | 50.462.941,22 | 27.187.068,22 |

Tabla 37. Rangos de valor

Esta tabla nos indica el rango de valoración para la empresa objetivo según cada uno de los múltiplos. Como se puede observar, nos han dado resultados muy distintos. Es

Valoración de AC Hoteles

recomendable, para acotar los valores seleccionados dentro de un único rango de valores, realizar un gráfico con todos los valores obtenidos.

6.5. Selección de un rango de valoración para la empresa objetivo

Este gráfico nos muestra de una forma más explícita las diferencias de rango entre los diferentes múltiplos. Por ejemplo, el múltiplo *PS* nos da un rango de valor de 103.561.531,89 a 107.915.630,58. En cambio, el múltiplo *EV/VENTAS* nos da un rango de 21.533.501,92 a 27.187.068,22.

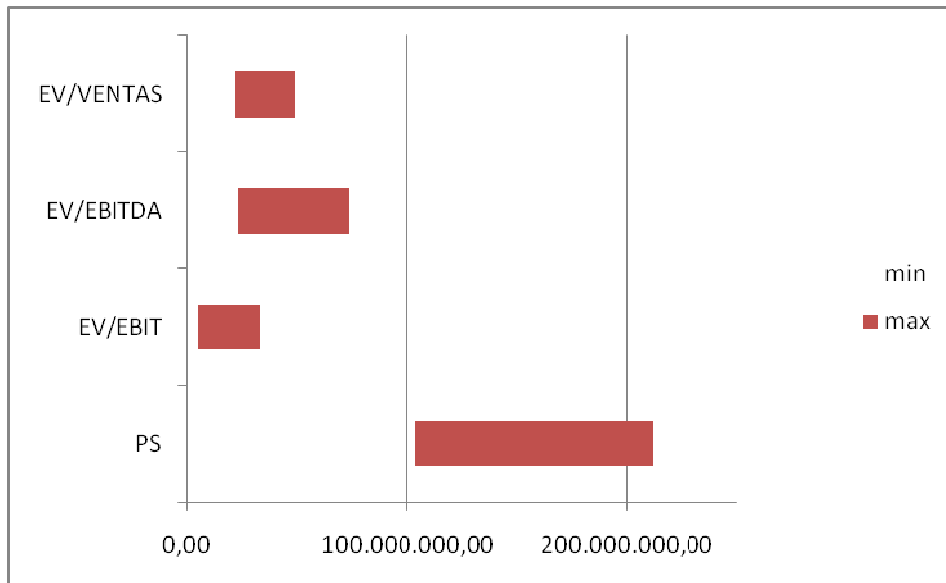


Gráfico 1. Rangos de valor según múltiplos

7. CONTRASTACIÓN DE LOS RESULTADOS DE AMBAS METODOLOGÍAS

Existen diferencias significativas entre los dos métodos utilizados anteriormente para estimar el valor de la empresa objetivo.

El valor que nos estima el método por Descuento de Flujos de Caja es de 46.815.118,40 € en condiciones normales, mientras que si la crisis continuase, el valor caería hasta 38.262.934,43 €. Por otro lado, si se recuperase el país, el valor de la empresa AC Hoteles, S.A. se vería incrementado hasta 53.627.308,99 €. En cuanto al método por múltiplos, deberíamos escoger aquellos que coincidan con el valor estimado por el DFC. Por tanto, deberíamos descartar todos excepto el múltiplo EV/EBITDA puesto que el valor de la empresa obtenido por el método de DFC está dentro del rango de este múltiplo.

Ambas metodologías son válidas, sin embargo, ambas poseen ciertas ventajas e inconvenientes.

En primer lugar, en cuanto al método de múltiplos se refiere, el valor obtenido es un indicador fiable del valor de una empresa, además el mercado rara vez comete errores y los valores de mercado incorporan la percepción de todos los inversores, reflejando las perspectivas de la compañía, tendencias del sector, riesgo del negocio, etc. Por otro lado, existen ciertas limitaciones como que resulta complicado encontrar múltiplos de compañías comparables, no tiene en cuenta estrategias y condiciones implícitas de las empresas comparadas y puede existir una gran dispersión por razones de coyuntura económica y volatilidad del mercado.

Por lo que respecta al método de descuento de flujos de caja, es el más utilizado en la práctica entre empresarios, inversores financieros y profesionales. Tiene una serie de ventajas como que mide bien la rentabilidad, permite determinar valores, es adaptable si se desarrolla un modelo adecuado y aporta elementos de juicio aceptables a la negociación. La mayor dificultad a la que se enfrenta el descuento de flujos es la incertidumbre del futuro. Aunque podamos conocer el valor más probable de cada uno de los factores que determinan el valor de la empresa, nunca tendremos certeza en el pronóstico

8. CONCLUSIONES

El sector hotelero está experimentando cambios importantes que hace que los modelos de valoración tomen una relevante importancia. La particularidad del negocio, obliga a dividirlo en diferentes componentes. Una vez localizadas las diversas partes, se aplican diferentes sistemas y modelos de valoración para cada uno de ellos. Las partes más tangibles del negocio permiten modelos como la comparación de costes o modelos basados en comparaciones con otras operaciones similares. Por otro lado, para la valoración de las partes intangibles el modelo más utilizado es el de descuento de flujos.

El presente informe de valoración se ha centrado en estimar el valor de negocio de AC Hoteles, S.A. mediante dos métodos: el método de Descuento de Flujos de Caja y el método por múltiplos.

El valor por DFC se ha obtenido estimando unas proyecciones futuras y descontándolas al momento de la valoración con una tasa denominada Coste Medio Ponderado de Capital. Este refleja el coste de oportunidad para los proveedores de capital, ponderado por su aportación relativa al capital total de la empresa. Tras utilizar diversos métodos para calcularlo, nos hemos decantado por el 12,06% por ser el que refleja más la realidad.

Por lo que respecta a la segunda metodología empleada, se consideraron como empresas comparables Sol Meliá y NH Hoteles por ser las compañías con mayor similitud a AC Hoteles, S.A. Los múltiplos utilizados fueron los siguientes; PS, EV/VENTAS, EV/EBIT y EV/EBITDA.

Cabe decir que el modelo más adecuado para la valoración es el de Descuento de Flujos de Caja, ya que permite contemplar la generación de valor del negocio.

Para concluir, la empresa AC Hoteles S.A. tiene un rango de valor de negocio de 38.262.934,43 € y 53.627.308,99 € que el Sr. Rodríguez tendrá que tener en cuenta ante la posible venta de la compañía. Si la empresa consiguiese estabilizar sus ventas su valor sería de 46.815.118,40 €

Fuera del alcance del presente informe, queda la simulación mediante técnicas Montecarlo que se trata de una técnica que mejora el nivel de información sobre la empresa pero que complementa a un modelo previamente fijado, normalmente al Descuento de Flujos de Caja. Dicha estimación se propone como trabajo futuro y complemento al presente trabajo.

9. BIBLIOGRAFÍA

Manuales

- Fernández, Pablo. 201 errores en la valoración de empresas: diagnóstico para conocerlos y prevenirlos. Deusto D.L.: Barcelona, 2008.
- Material docente de la asignatura Mercados Financieros y Valoración de Empresas.
- Profit Editorial, S.L. Valoración de empresas: Bases conceptuales y aplicaciones prácticas. Barcelona, 2009.
- Revello de Toro Cabello, J.M. La valoración de los negocios: Una guía teórica y práctica para valorar empresas. Editorial Ariel, S.A.: Barcelona, 2004.
- Rojo Ramírez, A.A. Valoración de Empresas y Gestión Basada en Valor. Thomson Editores: Madrid, 2007.

Base de datos

- Base de datos SABI. (<http://sabi.bvdep.com>)

Páginas web

- AC Hoteles, S.A. <http://www.espanol.marriott.com/ac-hotels/travel.mi>
- Banco de España. Informe anual 2010. <http://www.bde.es>
- Banco de España. Mercado primario de Valores: Valores distintos de acciones, excepto derivados financieros. <http://www.bde.es>
- Banco de España. Mercado primario de deuda. <http://www.bde.es>
- Banco de España. Mercado secundario de deuda. <http://www.bde.es>
- Bolsa de Madrid. <http://www.bolsamadrid.es/esp/portada.htm>
- <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Instituto Nacional de Estadística. Coyuntura Turística Hotelera (EOH/IPH/IRSH) Enero 2011. Notas de prensa. 1 de marzo 2011. <http://www.ine.es/>
- Instituto Nacional de Estadística. Índice de precios de consumo (IPC). Base 2006. Junio 2011. Notas de prensa. 13 de julio 2011. <http://www.ine.es/>
- Instituto Nacional de Estadística. Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2000. Primer trimestre 2011. Notas de prensa. 18 de mayo 2011.

10. ANEXOS

A continuación adjunto los documentos utilizados para la realización de este trabajo.

- Balance y Cuenta de Pérdidas y Ganancias de AC Hoteles, S.A.
- Obligaciones a 10 años.

AC HOTELES S.A

| BALANCES DE SITUACIÓN | 31/12/2009 | 31/12/2008 | 31/12/2007 | 31/12/2006 | 31/12/2005 | 31/12/2004 | 31/12/2003 | 31/12/2002 | 31/12/2001 | 31/12/2000 | 31/12/1999 |
|--------------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|-------------------|
| Inmovilizado | 293.840.657 | 249.337.685 | 221.547.358 | 234.817.989 | 217.812.409 | 168.352.747 | 175.326.380 | 150.486.686 | 135.221.715 | 59.236.880 | 43.443.140 |
| Inmovilizado inmaterial | 1.445.132 | 1.892.180 | 1.767.979 | 1.765.911 | 1.415.577 | 1.339.006 | 1.356.802 | 1.105.288 | 1.309.642 | 1.493.650 | 253.460 |
| Inmovilizado material | 7.509.161 | 8.188.289 | 8.545.447 | 4.029.259 | 2.697.564 | 1.243.452 | 4.900.265 | 4.176.757 | 10.245.223 | 18.149.090 | 8.709.220 |
| Otros activos fijos | 284.886.364 | 239.232.978 | 211.233.932 | 229.022.819 | 213.699.268 | 165.770.289 | 169.069.313 | 145.204.641 | 123.666.850 | 39.594.140 | 34.480.460 |
| Activo circulante | 150.060.510 | 132.472.699 | 125.501.393 | 96.115.990 | 103.785.536 | 114.082.268 | 95.405.524 | 93.437.762 | 84.606.444 | 121.087.120 | 43.997.380 |
| Existencias | 25.378 | 20.262 | 27.944 | 14.412 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 4.810 | 0 |
| Deudores | 3.854.219 | 4.016.174 | 122.025.885 | 93.307.143 | 91.891.810 | 94.752.543 | 91.204.748 | 92.368.034 | 61.008.846 | 48.667.220 | 9.122.960 |
| Otros activos líquidos | 146.180.913 | 128.436.263 | 3.447.564 | 2.794.435 | 11.893.726 | 19.329.725 | 4.200.776 | 1.069.728 | 23.597.598 | 72.415.090 | 34.864.420 |
| Tesorería | 31.949.591 | 10.064.899 | 2.355.899 | 1.733.911 | 11.092.444 | 18.443.859 | 3.323.755 | 221.483 | 22.973.055 | 71.840.680 | 34.864.420 |
| Total activo | 443.901.167 | 381.810.384 | 347.048.751 | 330.933.979 | 321.597.945 | 282.435.015 | 270.731.903 | 243.924.447 | 219.828.159 | 180.324.000 | 87.430.530 |
| Fondos propios | 166.858.949 | 132.355.613 | 131.097.475 | 138.269.979 | 132.795.934 | 128.280.353 | 126.608.749 | 128.977.752 | 133.369.196 | 137.110.240 | 84.128.010 |
| Capital suscrito | 54.351.009 | 39.581.714 | 39.581.714 | 39.581.714 | 39.581.714 | 39.581.714 | 39.581.714 | 39.581.714 | 39.581.714 | 39.580.910 | 31.294.700 |
| Otros fondos propios | 112.507.940 | 92.773.899 | 91.515.761 | 98.688.265 | 93.214.220 | 88.698.639 | 87.027.035 | 89.396.038 | 93.787.482 | 97.529.330 | 52.833.310 |
| Pasivo fijo | 127.127.523 | 89.218.925 | 61.164.716 | 67.310.906 | 58.820.711 | 46.440.565 | 58.053.807 | 44.093.454 | 31.932.282 | 21.845.320 | 150.250 |
| Acreedores a L. P. | 99.700.999 | 70.299.781 | 50.335.139 | 60.443.029 | 55.414.988 | 43.546.316 | 56.736.193 | 42.090.075 | 31.489.004 | 21.630.430 | 90.150 |
| Otros pasivos fijos | 27.426.524 | 18.919.144 | 10.829.577 | 6.867.877 | 3.405.723 | 2.894.249 | 1.317.614 | 2.003.379 | 443.278 | 214.890 | 60.100 |
| Provisiones | 23.735.740 | 14.797.545 | 10.829.577 | 6.867.877 | 3.405.723 | 2.894.249 | 1.317.614 | 2.003.379 | 443.278 | 214.890 | 60.100 |
| Pasivo líquido | 149.914.695 | 160.235.846 | 154.786.560 | 125.353.094 | 129.981.300 | 107.714.097 | 86.069.347 | 70.853.241 | 54.526.681 | 21.368.440 | 3.152.270 |
| Deudas financieras | 15.533.991 | 29.903.331 | 22.344.723 | 5.560.495 | 6.004.026 | 4.692.046 | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| Acreedores comerciales | 330.289 | 229.731 | 8.344.988 | 1.344.957 | 464.060 | 479.830 | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| Otros pasivos líquidos | 134.050.415 | 130.102.784 | 124.096.849 | 118.447.642 | 123.513.214 | 102.542.221 | 86.069.347 | 70.853.241 | 54.526.681 | 21.368.440 | 3.152.270 |
| Total pasivo y capital propio | 443.901.167 | 381.810.384 | 347.048.751 | 330.933.979 | 321.597.945 | 282.435.015 | 270.731.903 | 243.924.447 | 219.828.159 | 180.324.000 | 87.430.530 |

| | | | | | | | | | | | |
|--------------------------|------------------|------------------|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|------------------|
| Fondo de maniobra | 3.549.308 | 3.806.705 | 113.708.841 | 91.976.598 | 91.427.750 | 94.272.713 | 91.204.748 | 92.368.034 | 61.008.846 | 48.672.030 | 9.122.960 |
| Número empleados | 67 | 92 | 88 | 90 | 133 | 70 | 56 | 1 | 2 | 2 | 5 |

| CUENTAS DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS | 31/12/2009 | 31/12/2008 | 31/12/2007 | 31/12/2006 | 31/12/2005 | 31/12/2004 | 31/12/2003 | 31/12/2002 | 31/12/2001 | 31/12/2000 | 31/12/1999 |
|---|--------------------|-------------------|-------------------|--------------------|-------------------|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Ingresos de explotación | 13.332.743 | 15.627.738 | 23.980.263 | 12.814.698 | 10.597.993 | 7.719.538 | 6.686.787 | 2.697.364 | 4.105.137 | 1.472.680 | 1.470 |
| Importe neto de Cifra de Ventas | 13.332.743 | 2.069.823 | 2.114.672 | 866.486 | 10.597.993 | 7.719.538 | 6.686.787 | 2.697.364 | 2.164.110 | 377.650 | n.d. |
| Resultado Explotación | 272.301 | 3.953.994 | 5.595.835 | 1.857.158 | 108.438 | 785.627 | -1.051.709 | 870.825 | 2.145.731 | -169.310 | -791.090 |
| Ingresos financieros | 12.343.672 | 12.897.610 | 17.250.224 | 11.061.524 | 9.062.398 | 15.150.301 | 2.973.319 | 3.747.549 | 4.703.788 | 2.283.720 | 341.100 |
| Gastos financieros | 22.392.810 | 17.576.180 | 7.649.671 | 6.333.231 | 6.249.898 | 5.244.857 | 2.500.638 | 2.274.182 | 2.890.242 | 832.780 | 1.940 |
| Resultado financiero | -10.049.138 | -4.678.570 | 9.600.553 | 4.728.293 | 2.812.500 | 9.905.444 | 472.681 | 1.473.368 | 1.813.546 | 1.450.940 | 339.160 |
| Result. ordinarios antes Impuestos | -9.776.837 | -724.576 | 15.196.388 | 6.585.451 | 2.920.938 | 10.691.071 | -579.028 | 2.344.193 | 3.959.277 | 1.281.630 | -451.930 |
| Impuestos sobre sociedades | -869.286 | -501.581 | 2.903.976 | -12.463.500 | -4.633.515 | -2.542.886 | -2.297.626 | 460.074 | 791.513 | 0 | 0 |
| Resultado Actividades Ordinarias | -8.907.551 | -222.995 | 12.292.412 | 19.048.951 | 7.554.453 | 13.233.957 | 1.718.598 | 1.884.119 | 3.167.764 | 1.281.630 | -451.930 |
| Ingresos extraordinarios | n.d. | n.d. | n.d. | 2.347.058 | 8.983 | 177.961 | 2.223.087 | 2.779.448 | 251.461 | 811.370 | 0 |
| Gastos extraordinarios | n.d. | n.d. | n.d. | 15.921.964 | 3.047.855 | 11.518.980 | 6.319.566 | 9.055.011 | 6.917.550 | 1.448.910 | 1.770.140 |
| Resultados actividades extraordinarias | n.d. | n.d. | n.d. | -13.574.906 | -3.038.872 | -11.341.019 | -4.096.479 | -6.275.563 | -6.666.089 | -637.540 | -1.770.140 |
| Resultado del Ejercicio | -8.907.551 | -222.995 | 12.292.412 | 5.474.045 | 4.515.581 | 1.892.938 | -2.377.881 | -4.391.444 | -3.498.325 | 644.080 | -2.222.060 |

| | | | | | | | | | | | |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|------------------|-------------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|------------------|-------------------|
| Materiales | 179.833 | 255.948 | 237.203 | 144.126 | 55.506 | 65.736 | 70.858 | 348 | 2.704 | n.d. | n.d. |
| Gastos de personal | 4.081.583 | 3.903.448 | 3.377.050 | 3.163.719 | 4.197.072 | 2.788.204 | 2.452.484 | 172.595 | 499.045 | 298.370 | 182.120 |
| Dotaciones para amortiz. de inmovil. | 1.710.896 | 1.631.980 | 1.488.408 | 918.279 | 999.488 | 835.028 | 729.672 | 499.760 | 346.791 | 143.140 | 36.490 |
| Gastos financieros y gastos asimilados | 8.414.495 | 8.822.096 | 7.649.671 | 6.333.228 | 6.249.818 | 5.244.837 | 2.500.631 | 2.274.182 | 2.890.242 | 832.780 | 1.940 |
| Cash flow | -7.196.655 | 1.408.985 | 13.780.820 | 6.392.324 | 5.515.069 | 2.727.966 | -1.648.209 | -3.891.684 | -3.151.534 | 787.220 | -2.185.570 |
| Valor agregado | 4.430.137 | 13.632.948 | 27.711.517 | 3.425.771 | 11.328.444 | 8.218.121 | 1.007.280 | -984.833 | 1.029.266 | 1.918.370 | -2.001.510 |
| EBIT | 272.301 | 3.953.994 | 5.595.835 | 1.857.158 | 108.438 | 785.627 | -1.051.709 | 870.825 | 2.145.731 | -169.310 | -791.090 |
| EBITDA | 1.983.197 | 5.585.974 | 7.084.243 | 2.775.437 | 1.107.926 | 1.620.655 | -322.037 | 1.370.585 | 2.492.522 | -26.170 | -754.600 |

21. MERCADO PRIMARIO DE VALORES
C) Administraciones Públicas

21.16 Valores distintos de acciones, excepto derivados financieros
Administración central
Tipos de interés a la emisión: subastas

Porcentajes

| | A largo plazo | | | | | | | | | | A corto plazo | | | | | |
|---------------|----------------------|---------------|----------------------|---------------|------------------------|---------------|------------------------|---------------|------------------------|---------------|-----------------------------|---------------|---------------------------|---------------|------------------------------|---------------|
| | Bonos a 3 años | | Bonos a 5 años | | Obligaciones a 10 años | | Obligaciones a 15 años | | Obligaciones a 30 años | | Letras del Tesoro a 6 meses | | Letras del Tesoro a 1 año | | Letras del Tesoro a 18 meses | |
| | Tipo medio ponderado | Tipo marginal | Tipo medio ponderado | Tipo marginal | Tipo medio ponderado | Tipo marginal | Tipo medio ponderado | Tipo marginal | Tipo medio ponderado | Tipo marginal | Tipo medio ponderado | Tipo marginal | Tipo medio ponderado | Tipo marginal | Tipo medio ponderado | Tipo marginal |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | |
| 05 | 2,37 | 2,38 | 2,88 | 2,89 | 3,42 | 3,44 | 3,70 | 3,70 | 3,84 | 3,84 | 2,13 | 2,13 | 2,19 | 2,20 | 2,29 | 2,30 |
| 06 | 3,35 | 3,36 | 3,57 | 3,57 | 3,78 | 3,76 | - | - | 4,04 | 4,04 | - | - | 3,25 | 3,26 | 3,37 | 3,37 |
| 07 | 3,99 | 4,00 | 4,16 | 4,16 | 4,24 | 4,24 | - | - | 4,62 | 4,48 | 4,03 | 4,04 | 4,09 | 4,11 | 3,90 | 3,90 |
| 08 | 3,90 | 3,93 | 4,09 | 4,10 | 4,46 | 4,47 | 4,92 | 4,92 | 4,75 | 4,76 | 2,95 | 2,99 | 3,74 | 3,78 | - | - |
| 09 | 2,27 | 2,30 | 2,97 | 2,99 | 3,98 | 3,99 | 4,44 | 4,45 | 4,85 | 4,87 | 0,81 | 0,83 | 1,02 | 1,04 | - | - |
| 10 | 2,75 | 2,79 | 3,17 | 3,20 | 4,49 | 4,46 | 4,94 | 5,03 | 5,09 | 5,11 | 1,19 | 1,24 | 1,74 | 1,80 | 2,11 | 2,17 |
| 09 Oct | 2,26 | 2,28 | 2,86 | 2,87 | 3,87 | 3,88 | - | - | - | - | 0,65 | 0,67 | 0,92 | 0,94 | - | - |
| Nov | - | - | 2,75 | 2,76 | - | - | 4,26 | 4,26 | - | - | 0,57 | 0,59 | 0,86 | 0,87 | - | - |
| Dic | 2,14 | 2,15 | - | - | 3,89 | 3,90 | - | - | - | - | 0,52 | 0,53 | 0,94 | 0,95 | - | - |
| 10 Ene | - | - | 2,84 | 2,86 | 4,10 | 4,10 | - | - | 4,85 | 4,86 | 0,47 | 0,48 | 0,84 | 0,86 | - | - |
| Feb | 2,63 | 2,66 | - | - | - | - | 4,67 | - | 4,80 | 4,81 | 0,49 | 0,50 | 0,86 | 0,90 | 1,21 | 1,25 |
| Mar | - | - | 2,82 | 2,84 | 3,86 | 3,86 | - | - | 4,76 | 4,77 | 0,48 | 0,49 | 0,84 | 0,85 | 1,14 | 1,16 |
| Abr | 2,01 | 2,03 | - | - | - | - | 4,43 | 4,45 | - | - | 0,74 | 0,76 | 0,89 | 0,90 | 1,16 | 1,18 |
| May | - | - | - | - | 4,05 | 4,08 | - | - | - | - | 1,26 | 1,32 | 1,59 | 1,70 | 1,95 | 2,05 |
| Jun | 3,32 | 3,39 | - | - | 4,87 | 4,91 | - | - | 5,91 | 5,94 | 1,58 | 1,65 | 2,30 | 2,45 | 2,84 | 2,90 |
| Jul | - | - | 3,66 | 3,73 | 4,87 | - | 5,12 | 5,15 | - | - | 1,14 | 1,17 | 2,22 | 2,25 | 2,33 | 2,40 |
| Ago | 2,28 | 2,31 | - | - | - | - | - | - | - | - | 1,04 | 1,06 | 1,84 | 1,90 | 2,08 | 2,15 |
| Sep | - | - | 2,96 | 3,00 | 4,14 | 4,17 | - | - | 5,08 | 5,08 | - | - | 1,91 | 1,94 | 2,15 | 2,19 |
| Oct | 2,53 | 2,55 | - | - | - | - | 4,54 | 4,55 | 4,78 | 4,79 | 1,23 | 1,25 | 1,84 | 1,86 | 2,01 | 2,03 |
| Nov | - | - | 3,58 | 3,60 | 4,62 | 4,63 | - | - | 5,49 | 5,50 | 2,11 | 2,26 | 2,36 | 2,45 | 2,66 | 2,75 |
| Dic | 3,72 | 3,80 | - | - | 5,45 | 5,49 | 5,95 | 5,99 | - | - | 2,60 | 2,65 | 3,45 | 3,52 | 3,72 | 3,79 |
| 11 Ene | - | - | 4,54 | 4,59 | 5,60 | - | - | - | - | - | 1,80 | 1,83 | 2,95 | 3,01 | 3,37 | 3,40 |
| Feb | 3,26 | 3,30 | 4,05 | 4,08 | 5,20 | 5,22 | - | - | 5,96 | 5,98 | 1,59 | 1,60 | 2,41 | 2,46 | 2,94 | 2,95 |
| Mar | 3,59 | 3,61 | 4,39 | 4,41 | 5,16 | 5,18 | - | 6,01 | 5,88 | 5,89 | 1,36 | 1,38 | 2,13 | 2,18 | 2,44 | 2,50 |