

eman ta zabal zazu

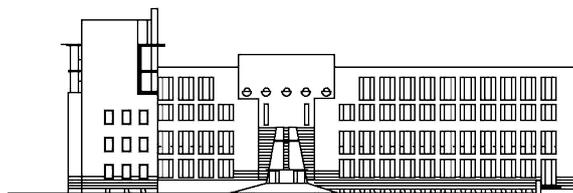


Universidad  
del País Vasco

Euskal Herriko  
Unibertsitatea

# VALORACIÓN DEL GRUPO MELIÁ HOTELS INTERNATIONAL

**Trabajo de Fin de Grado**



**ENPRESA IKASKETEN UNIBERTSITATE ESKOLA  
ESCUELA UNIVERSITARIA DE ESTUDIOS EMPRESARIALES  
DONOSTIA - SAN SEBASTIÁN**

Escuela Universitaria de Estudios Empresariales de  
Donostia - San Sebastián

Autor: Iván Osuna Galisteo

Directora: Dra. Aitziber Lertxundi Lertxundi

Curso académico: 2015/2016

## Índice de contenidos

Índice de ilustraciones.....	3
Índice de tablas .....	5
1. INTRODUCCIÓN .....	6
2. INFORMACIÓN SOBRE LA COMPAÑÍA.....	8
2.1 QUIÉN ES MELIÁ HOTELS INTERNATIONAL .....	8
2.2 CARTERA DE MARCAS .....	9
2.3 MODELO DE EXPLOTACIÓN HOTELERA.....	11
2.4 ÁREAS DE NEGOCIO.....	12
2.5 CANAL DE VENTAS, DISTRIBUCIÓN Y MARKETING.....	12
2.6 PRINCIPALES COMPETIDORES .....	13
2.7 INFORMACIÓN BURSÁTIL.....	17
2.7.1 ESTRUCTURA DE LA PROPIEDAD .....	17
2.7.2 REMUNERACIÓN AL ACCIONISTA.....	17
2.8 OBJETIVOS ESTRATEGICOS DEL GRUPO .....	19
4. ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO.....	22
4.1 ANÁLISIS DE LA CUENTA DE RESULTADOS .....	23
4.1.1 EVOLUCIÓN DE VENTAS POR NATURALEZA DEL SERVICIO PRESTADO .....	23
4.1.2 EVOLUCIÓN DE MÁRGENES Y BENEFICIO .....	28
4.2 ANÁLISIS DEL BALANCE Y DEL ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO.....	31
4.2.1 ESTRUCTURA PATRIMONIAL .....	31
4.2.2 SOLVENCIA Y LIQUIDEZ .....	34
4.2.3 ANÁLISIS DE LOS FLUJOS MONETARIOS.....	37
4.2.4 RENTABILIDAD ECONÓMICA Y FINANCIERA.....	41
5. PROYECCIONES PARA EL SECTOR TURÍSTICO INTERNACIONAL .....	44
6. ANÁLISIS DAFO .....	45
6.1 FORTALEZAS .....	45
6.2 DEBILIDADES.....	45
6.3 OPORTUNIDADES .....	46
6.4 AMENAZAS .....	46
7. VALORACIÓN DE LA EMPRESA POR EL MÉTODO DE DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA.....	48
7.1 PROYECCIÓN DE LA CUENTA DE RESULTADOS .....	48
7.1.1 ESTIMACIÓN DE INGRESOS/COBROS .....	48
7.1.2 ESTIMACIÓN DE GASTOS/PAGOS.....	49

7.1.3 CUADRO-RESUMEN DE FLUJOS DE CAJA.....	54
7.2 CÁLCULO DE LA TASA DE DESCUENTO .....	55
7.2.1 COSTE DE LOS RECURSOS PROPIOS ( $K_e$ ).....	55
7.2.2 COSTE DE LOS RECURSOS AJENOS ( $K_d$ ).....	58
7.2.3 COSTE MEDIO PONDERADO DEL CAPITAL (WACC) .....	58
7.3 CÁLCULO DEL VALOR RESIDUAL.....	58
7.4 VALOR ACTUAL DE MELIÁ HOTELS INTERNATIONAL .....	59
7.4.1 ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD.....	60
8. VALORACIÓN DE LA EMPRESA POR EL MÉTODO DE LOS MÚLTIPLOS .....	61
9. CONCLUSIONES .....	63
BIBLIOGRAFÍA.....	65
ANEXOS .....	69

## Índice de ilustraciones

Ilustración 1: Logotipo corporativo del grupo en una fachada exterior. Fuente: <a href="http://www.meliahotelsinternational.com">www.meliahotelsinternational.com</a> .....	8
Ilustración 2: Resort Paradisus en una playa de Cancún, México. Fuente: <a href="http://www.paradisus.com">www.paradisus.com</a> .	9
Ilustración 3: Oferta hotelera del grupo (% de habitaciones). Fuente: elaboración propia a partir de la Presentación para Inversores 2016.....	10
Ilustración 4: Ubicación de las habitaciones (%). Fuente: elaboración propia a partir de la Presentación para Inversores 2016.....	10
Ilustración 5: Modelo de explotación de los hoteles (% de habitaciones). Fuente: elaboración propia a partir del inventario de hoteles y habitaciones a 31 de diciembre adjunto a los Informes Anuales de Resultados 2005 y 2015 .....	11
Ilustración 6: Número de habitaciones a 31 de diciembre de 2015. Fuente: elaboración propia .....	16
Ilustración 7: Facturación del ejercicio 2015. Fuente: elaboración propia.....	16
Ilustración 8: Activo total a 31 de diciembre de 2015. Fuente: elaboración propia.....	17
Ilustración 9: Dividendo por acción y pay-out. Fuente: elaboración propia.....	18
Ilustración 10: Rentabilidad bruta por dividendo de Meliá y Sector. Fuente: elaboración propia .....	18
Ilustración 11: Plan de expansión de la empresa. Fuente: Meliá Hotels. Presentación para inversores 2016.....	20
Ilustración 12: Evolución de las ventas globales. Fuente: elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas.....	24

Ilustración 13: Ingresos de los hoteles explotados en régimen de propiedad y alquiler. Fuente: elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas .....	24
Ilustración 14: Nivel de ocupación y tarifa media por habitación de los últimos seis ejercicios. Fuente: elaboración propia a partir de los Informes Anuales de Resultados 2010 a 2015 .....	25
Ilustración 15: Ingresos de los hoteles explotados en régimen de gestión y franquicia. Fuente: elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas .....	25
Ilustración 16: Ingresos del club vacacional. Fuente: elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas.....	26
Ilustración 17: Ingresos de otros negocios vinculados con la actividad hotelera. Fuente: elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas .....	26
Ilustración 18: Ingresos de las actividades inmobiliarias. Fuente: elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas .....	27
Ilustración 19: Evolución de los resultados de Meliá. Fuente: elaboración propia .....	29
Ilustración 20: Evolución del margen bruto de Meliá y Sector. Fuente: elaboración propia .....	30
Ilustración 21: Evolución del margen de ventas de Meliá y Sector. Fuente: elaboración propia.....	30
Ilustración 22: Estructura patrimonial promedio de Meliá. Fuente: elaboración propia .....	32
Ilustración 23: Evolución del fondo de rotación. Fuente: elaboración propia.....	32
Ilustración 24: Estructura patrimonial promedio del Sector. Fuente: elaboración propia .....	33
Ilustración 25: Evolución de los ratios de solvencia y liquidez de Meliá. Fuente: elaboración propia .....	35
Ilustración 26: Valor promedio de los ratios de solvencia y liquidez. Fuente: elaboración propia .....	35
Ilustración 27: Evolución de la solvencia total de Meliá y Sector. Fuente: elaboración propia ..	36
Ilustración 28: Evolución de la solvencia a corto plazo de Meliá y Sector: Fuente: elaboración propia .....	37
Ilustración 29: Evolución de la liquidez inmediata de Meliá y Sector. Fuente: elaboración propia .....	37
Ilustración 30: Evolución de la deuda financiera de Meliá. Fuente: elaboración propia.....	39
Ilustración 31: Evolución del efectivo y otros medios líquidos equivalentes. Fuente: elaboración propia .....	40
Ilustración 32: Evolución del cash-flow de explotación. Fuente: elaboración propia .....	40
Ilustración 33: Evolución de la ROA de Meliá y Sector. Fuente: elaboración propia.....	42
Ilustración 34. Evolución de la ROE de Meliá y Sector. Fuente: elaboración propia .....	42
Ilustración 35: Evolución de la rotación del activo de Meliá y Sector. Fuente: elaboración propia .....	43
Ilustración 36: Ejemplo de gráfica de una regresión lineal simple. Fuente: elaboración propia ..	57

Ilustración 37: Representación teórica del modo de obtener el valor residual. Fuente: elaboración propia .....	59
Ilustración 38: Esquema de los flujos de caja. Fuente: elaboración propia.....	59

## Índice de tablas

Tabla 1: Portfolio de marcas de Meliá Hotels International. Fuente: elaboración propia a partir de la Presentación para Inversores 2016.....	10
Tabla 2: Estructura del capital social. Fuente: elaboración propia a partir del Informe Anual de Gobierno Corporativo 2015 .....	17
Tabla 3: Ventas por tipo de servicio prestado: análisis vertical y horizontal. Fuente: elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas .....	23
Tabla 4: Análisis vertical de la cuenta de pérdidas y ganancias. Fuente: elaboración propia a partir de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidada.....	28
Tabla 5: Evolución de los ratios de solvencia y liquidez de Meliá. Fuente: elaboración propia .	34
Tabla 6: Análisis de la corriente de cobros y pagos. Fuente: elaboración propia a partir del Estado de Flujos de Efectivo Consolidado.....	38
Tabla 7: Análisis DAFO de Meliá. Fuente: elaboración propia e Informe de Gestión Consolidado 2015.....	47
Tabla 8: Previsión de ventas. Fuente: elaboración propia .....	49
Tabla 9: Previsión de los gastos de personal. Fuente: elaboración propia.....	50
Tabla 10: Previsión de adquisiciones y enajenaciones de inmovilizado. Fuente: elaboración propia .....	52
Tabla 11: Previsión de las necesidades operativas de fondos (NOF). Fuente: elaboración propia .....	53
Tabla 12: Previsión de la cuenta de resultados y del cashflow libre. Fuente: elaboración propia .....	54
Tabla 13: Análisis de escenarios. Fuente: elaboración propia .....	61
Tabla 14: Valoración de Meliá por distintos múltiplos. Fuente: elaboración propia.....	62
Tabla 15: Resumen de las valoraciones y valor promedio. Fuente: elaboración propia .....	64

## 1. INTRODUCCIÓN

El trabajo que a continuación se presenta consiste en la valoración del negocio del grupo hotelero Meliá Hotels International, para lo cual se ha hecho uso de dos métodos de valoración de empresas: el descuento de flujos de efectivo y el método de los múltiplos o comparables.

Los motivos que han llevado al autor a seleccionar como tema del trabajo de fin de grado el *business valuation* o la valoración de empresas son, por un lado, el gran interés que en él han despertado a lo largo de la carrera aquellas asignaturas vinculadas con la rama financiera y, por otro lado, la utilidad práctica que tienen los métodos de valoración mencionados para determinar el valor intrínseco de las compañías cotizadas, así como el uso tan extendido que estos tienen en el mundo financiero y de la banca de inversión.

En cuanto a la decisión de valorar el grupo Meliá Hotels, esta obedece a la creciente importancia que el sector hotelero está cobrando en los últimos años con motivo de su contribución a la recuperación económica y de la fuerte expansión que está viviendo, lo cual está quedando patente en las cifras nunca vistas de ocupación y facturación que el sector está registrando. Por tanto, a la vista del ciclo expansivo que el sector hotelero está viviendo, se hacía interesante dedicar una valoración a una de las mayores compañías hoteleras de nuestro país.

Referente a la metodología utilizada para desarrollar el trabajo, esta ha consistido en recopilar toda aquella información pública disponible, como cuentas anuales, informes de gestión, hechos relevantes, presentaciones financieras para analistas e inversores y notas de prensa, a través de los registros oficiales de la CNMV y de la web de la empresa. De igual modo, se ha hecho una recopilación de cuentas anuales e informes de otras empresas del sector a través de sus páginas web y de la base de datos EDGAR de la US Securities and Exchange Commission.

También se han consultado diversos informes y estadísticas publicadas por una variedad de organismos de gran relevancia, como la OMT, el FMI, el BCE o la Reserva Federal, y se han consultado diferentes autores en los temas relacionados con el análisis financiero y la valoración de empresas.

Por lo que se refiere a la estructura del trabajo, este consta de un total de siete apartados o capítulos.

En el primer apartado se comentan los aspectos básicos de la compañía, como son sus orígenes y evolución histórica, las marcas hoteleras que componen su cartera de productos, la estructura de su modelo de negocio, quiénes son los propietarios del grupo, etc.

El segundo apartado está dedicado al análisis de los estados financieros de la sociedad, como son su cuenta de pérdidas y ganancias, el balance de situación y el estado de flujos de efectivo. En este capítulo se estudia, fundamentalmente, la

evolución de las ventas y de los márgenes, los niveles de solvencia y liquidez, el origen y aplicación de fondos y las rentabilidades del negocio.

En el apartado siguiente se comentan las tendencias del sector turístico y de la economía mundial para los próximos ejercicios, y en el cuarto capítulo se procede a elaborar un análisis interno y externo de Meliá.

Ya los capítulos quinto y sexto representan el eje central de este trabajo, pues estos se centran estrictamente en lo que es la valoración de la compañía por los dos métodos de valoración mencionados anteriormente. En primer lugar, se hace la valoración de Meliá por el método de descuento de flujos, explicándose uno a uno los pasos a seguir desde la previsión de la cuenta de resultados hasta el cálculo del valor actual de los flujos de caja, y en segundo lugar se lleva a cabo la valoración por el método de los múltiplos.

Por último, el séptimo apartado recoge las principales conclusiones que se extraen del trabajo, así como la recomendación de inversión que se haría sobre el valor.

## 2. INFORMACIÓN SOBRE LA COMPAÑÍA

### 2.1 QUIÉN ES MELIÁ HOTELS INTERNATIONAL

Meliá Hotels International, S.A. es un grupo hotelero español, con domicilio social en Palma de Mallorca, cuya actividad principal es la explotación de establecimientos hoteleros en propiedad, alquiler, gestión y franquicia, así como el desarrollo de operaciones de club vacacional y actividades de explotación y promoción inmobiliaria.

La historia de la compañía se remonta al año 1956, cuando su fundador, D. Gabriel Escarrer Juliá, abrió en Palma de Mallorca su primer hotel: el *Hotel Altair*. Desde entonces, la compañía comenzará un importante proceso de expansión por las Islas Baleares y por los principales destinos turísticos españoles, convirtiéndose en 1984 en el mayor grupo hotelero de España, tras adquirir 32 establecimientos hoteleros de la cadena HOTASA. En 1985 abrirá su primer hotel internacional en la isla de Bali (Indonesia) y, en 1987, adquirirá la cadena hotelera Meliá. Tras esta última compra, la compañía pasará a denominarse Sol Meliá.

A principios de la década de 1990 será cuando Meliá comience su expansión por Latinoamérica y, en 1995, creará la marca *Paradisus Resorts*, especializada en el segmento de lujo en el Caribe. Un año más tarde, la compañía protagonizará la primera salida a bolsa de una firma hotelera europea.



Ilustración 1: Logotipo corporativo del grupo en una fachada exterior. Fuente: [www.meli-hotels-international.com](http://www.meli-hotels-international.com)

A finales de 1990, el grupo adquirirá 9 hoteles en París y la cadena española TRYP Hoteles, dando así comienzo a su expansión por Europa. Posteriormente, creará el *Club de Vacaciones* (2004) y las marcas *ME by Meliá* (2006) y *Gran Meliá* (2008), además de adquirir la cadena alemana INNSIDE (2007).

En 2011 la compañía renovará su marca corporativa y cambiará su nombre por el actual: Meliá Hotels International. Ese mismo año nace la división de Asia-Pacífico y firma dos importantes alianzas con las asiáticas Jin Jiang Hotels y Greenland Group.

En la actualidad, la firma cuenta con más de 300 hoteles distribuidos en 38 países de 5 continentes, y sus principales áreas de negocio son Europa, América del Sur y el Caribe, aunque el grupo también está presente en Norte América (México, Estados Unidos y Canadá), África, Oriente-Medio, Australia y China.



Ilustración 2: Resort Paradisus en una playa de Cancún, México. Fuente: [www.paradisus.com](http://www.paradisus.com)

## 2.2 CARTERA DE MARCAS

Actualmente, el *brand portfolio* de la compañía está compuesto por un total de siete marcas o nombres comerciales bajo los cuales son operadas 83.252 habitaciones en 314 hoteles, repartidos por 38 países de todo el mundo. Las marcas, a su vez, están clasificadas en tres segmentos diferentes, en base al nivel de exclusividad de los hoteles.

El segmento de mayor categoría es el **Premium**, el cual agrupa un total de 9.337 habitaciones en 27 complejos hoteleros de gran lujo, que son operados bajo tres nombres: *Gran Meliá Hotels & Resorts*, *ME by Meliá* y *Paradisus Resorts*.

En el nivel intermedio está el segmento **Upscale**, que agrupa un total de 34.082 habitaciones en 119 hoteles de entre cuatro y cinco estrellas, y los cuales son operados bajo las marcas *Meliá Hotels & Resorts* e *INNSIDE by Meliá*.

En la escala más baja está el segmento **Midscale**, que alberga las marcas *Tryp by Wyndham* y *Sol Hotels & Resorts*, y bajo las cuales son operadas un total de 39.833 habitaciones en 168 complejos de tres y cuatro estrellas.

Los hoteles de este último segmento son los que más predominan en la oferta hotelera del grupo, ya que casi la mitad de las habitaciones operadas pertenecen al segmento *Midscale*, seguido después por los hoteles del segmento *Upscale* (41%) y, finalmente, los hoteles Premium (11%). Por lo tanto, la oferta hotelera de Meliá está integrada por hoteles de 3 y 4 estrellas, principalmente.

En términos de ubicación, Europa es la región que alberga el mayor número de habitaciones (62%), lo que la convierte en el mercado más importante de Meliá.

Segmento	Marca	N° de Hoteles	N° de Habitaciones
PREMIUM	GRAN MELIÁ HOTELS & RESORTS	11	3.383
	ME BY MELIÁ	7	1.523
	PARADISUS BY MELIÁ	9	4.431
UPSCALE	INNSIDE BY MELIÁ	16	2.173
	MELIÁ HOTELS & RESORTS	103	31.909
MIDSCALE	TRYP BY WYTHAM	90	14.480
	Sol hotels&resorts	78	25.353
Total		314	83.252

Tabla 1: Portfolio de marcas de Meliá Hotels International. Fuente: elaboración propia a partir de la Presentación para Inversores 2016

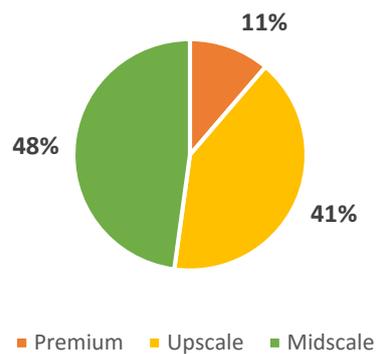


Ilustración 3: Oferta hotelera del grupo (% de habitaciones). Fuente: elaboración propia a partir de la Presentación para Inversores 2016

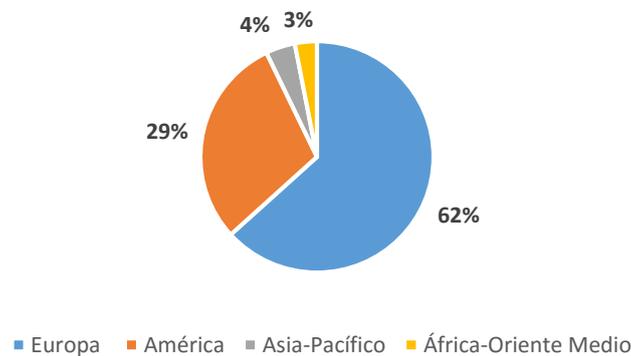


Ilustración 4: Ubicación de las habitaciones (%). Fuente: elaboración propia a partir de la Presentación para Inversores 2016

## 2.3 MODELO DE EXPLOTACIÓN HOTELERA

El modelo de explotación hotelera de Meliá Hotels no se limita únicamente a la explotación de hoteles en propiedad, sino que se trata de un modelo diversificado en el que el grupo hace uso de diferentes fórmulas contractuales, como son el alquiler, la gestión o la franquicia.

- **Régimen de Propiedad:** bajo esta fórmula son operados los hoteles que son propiedad del grupo.
- **Régimen de Alquiler:** son establecimientos hoteleros que el grupo explota en calidad de arrendatario. A cambio, el grupo paga un alquiler al propietario del inmueble.
- **Régimen de Gestión:** son hoteles propiedad de terceros cuya gestión es responsabilidad de Meliá Hotels. Por sus servicios de gestión, el grupo recibe unos honorarios o *fees*.
- **Franquicia:** son hoteles de terceros en los que los propietarios operan utilizando alguna de las marcas de Meliá durante un periodo de tiempo acordado. A cambio, estos pagan a Meliá unos *royalties*.

En la última década, en línea con la estrategia de crecimiento poco intensiva en capital adoptada por el grupo y su apuesta por transformarse en una compañía gestora, el modelo de explotación hotelera de la compañía ha experimentado una importante transición hacia un modelo *Asset-Light* o “ligero en activo”, en el cual han ido perdiendo peso en la cartera de hoteles los establecimientos operados en propiedad y han ganado mayor importancia los establecimientos operados en alquiler, gestión y franquicia.



Ilustración 5: Modelo de explotación de los hoteles (% de habitaciones). Fuente: elaboración propia a partir del inventario de hoteles y habitaciones a 31 de diciembre adjunto a los Informes Anuales de Resultados 2005 y 2015

Al término de 2015, un 82% de las habitaciones ya eran operadas en régimen de alquiler, gestión o franquicia (frente a un 69% en 2005), y solo un 18% seguían siendo propiedad de la firma (frente a un 31% en 2005).

## **2.4 ÁREAS DE NEGOCIO**

Por otro lado, la actividad que desarrolla Meliá Hotels se sustenta en tres pilares o áreas de negocio: *Hotels*, *Real Estate* y *Club Meliá*.

El área *Hotels* es la división hotelera del grupo y abarca, fundamentalmente, la actividad de explotación de hoteles y resorts, además de otros negocios vinculados con la actividad hotelera, como casinos, campos de golf, servicios de lavandería o actividades de tour-operación desarrolladas por la sociedad panameña Sol Caribe Tours, S.A.

El área *Real Estate* comprende todas las actividades ligadas a la rotación de activos, la promoción inmobiliaria y la explotación inmobiliaria. Esta área tiene como funciones lograr el máximo rendimiento de los activos inmobiliarios del grupo, mantener en condiciones de calidad la cartera de propiedades, así como optimizar su ciclo de vida, planificar inversiones y gestionar complejos residenciales, centros comerciales y campos de golf.

En cuanto al *Club Meliá*, este desarrolla las actividades de club vacacional, que consisten en la venta de derechos de uso real sobre unidades específicas en complejos vacacionales. Estos derechos, denominados *Options*, se venden por intervalos de hasta 50 años y garantizan a sus titulares una semana de vacaciones al año. Las *Options* pueden ser canjeadas en cualquier momento por días de vacaciones en aquellos hoteles y resorts afiliados al Club.

En la actualidad, el club vacacional cuenta con más de 27.000 socios por todo el planeta.

## **2.5 CANAL DE VENTAS, DISTRIBUCIÓN Y MARKETING**

El canal de ventas de la compañía está formado por una red comercial de 37 oficinas ubicadas en los principales mercados emisores de turistas de Meliá, donde cada equipo de ventas regional tiene objetivos de venta tanto para su propio mercado como para el exterior. Además, los equipos de venta están especializados en los principales segmentos: *Leisure*, *Business Travel*, *Meeting & Events* y Agencias Online u OTA's (Online Travel Agencies).

La web [www.melia.com](http://www.melia.com) y el programa de fidelidad *Meliá Rewards* también son integrantes fundamentales del canal de ventas de la compañía. La web corporativa, principal canal de distribución directo del grupo, aporta ya más del 56% de los ingresos generados por los canales propios, mientras que el programa de fidelidad cuenta con más de 5 millones de miembros, de los cuales el 68% son miembros internacionales.

## 2.6 PRINCIPALES COMPETIDORES

Para determinar quiénes son los principales competidores de Meliá, se han tenido en cuenta los grupos hoteleros que la propia compañía menciona en sus presentaciones financieras a la hora de comparar sus resultados con los de otras empresas. Se entiende que estas compañías son las que Meliá identifica como sus principales competidores.

Además, se ha concluido que estas empresas poseen bastantes similitudes con Meliá, en tanto que han adoptado un modelo de gestión hotelera diversificado (explotan hoteles en régimen de propiedad, alquiler, gestión y franquicia), están presentes en muchos de los destinos turísticos donde opera Meliá (Europa Occidental, Estados Unidos, México, Caribe, Oriente-Medio, China...), poseen una amplia cartera de marcas comerciales y son firmas que cotizan en el mercado de valores.

- **Marriott International Inc.:** fundada en 1927 por J. Willard y Alice Marriott, esta compañía estadounidense cuenta con más de 4.200 hoteles repartidos por 79 países en los 5 continentes, siendo su mercado principal el continente americano, donde tiene 3.539 establecimientos. Su portfolio está compuesto por 19 marcas, entre las cuales figuran cadenas de renombre como *Ritz-Carlton*, *Marriott Hotels*, *Residence Inn* o *Renaissance Hotels*, entre otras. La firma tiene su sede central en la localidad de Bethesda, Maryland, EEUU (Marriott International, 2016).  

- **Hyatt Hotels Corporation:** la historia de esta compañía con sede en Chicago, Illinois (EEUU), se remonta al año 1957, cuando su fundador, Jay Pritzker, adquirió el motel Hyatt House en las cercanías del aeropuerto de Los Angeles, California. En la década siguiente, la compañía crecerá y se convertirá en sociedad anónima bajo el nombre de Hyatt Corporation. En la actualidad, la firma está presente en 52 países de todo el mundo, emplea a más de 100.000 personas y cuenta con un portfolio de 12 marcas, bajo las cuales opera un total de 638 hoteles y cerca de 165.000 habitaciones en régimen de propiedad, alquiler, gestión y franquicia (Hyatt Hotels Corporation, 2016).  

- **Intercontinental Hotels Group:** los orígenes de este grupo hotelero británico comienzan en 1988, cuando la cervecera Bass adquiere la cadena de hoteles Holiday Inns International. A partir de entonces, el negocio hotelero de Bass experimentará un importante crecimiento, con el lanzamiento de la marca *Crowne Plaza Hotels & Resorts* y la adquisición de tres cadenas hoteleras en la década de 1990. En el año 2000, el grupo cervecero decide reorientar su negocio, para lo cual pondrá  


en venta su marca de cervezas. Este proceso de reorientación culminará en 2003, cuando el grupo se desprende definitivamente de su negocio de bebidas y cambia su nombre por InterContinental Hotels Group. Actualmente, IHG opera más de 5.000 hoteles y 744.000 habitaciones repartidos por América, Europa, Oriente-Medio, África y Asia. Posee un total de 12 marcas, entre las que se encuentran *Holiday Inn*, *CandleWood Suites* y *Crowne Plaza Hotels & Resorts* (Intercontinental Hotels Group, 2016).

- **AccorHotels Group:** esta firma francesa fue fundada en 1967, año en que abrió su primer Novotel en la ciudad de Lille, Lesquin (Francia). El grupo cuenta con más de 3.800 hoteles y 511.000 habitaciones repartidos por 92 países, y una plantilla de 180.000 trabajadores. Tiene fuerte implantación en Europa, especialmente en Francia, aunque también está presente en América, Oriente-Medio, África y Asia-Pacífico. Entre sus marcas cuenta con conocidos nombres como *Ibis Hotels*, *Novotel Hotels & Resorts* o *Mercure Hotels*, estando su *brand portfolio* integrado por un total de 17 marcas (Accor Hotels, 2016).



- **NH Hotel Group:** el grupo hotelero con domicilio social en Madrid (España), inició su andadura en 1978 con la apertura del hotel Ciudad de Pamplona. En la década de 1980 comenzará su expansión por todo el territorio nacional y ya en 1994 llegará a sumar más de medio centenar de establecimientos por todo el país. En la segunda mitad de los 90 será cuando comience su internacionalización: primero por Latinoamérica y, después, por Europa. En 1999 se incorporará al índice de la bolsa española *IBEX35* y adquirirá, en 2000, la cadena holandesa Krasnapolsky, y tres años más tarde, la alemana Astron Hotels, lo que le valdrá a NH para aumentar su tamaño y presencia internacional. Actualmente, el grupo hotelero español opera 378 hoteles y 58.655 habitaciones en régimen de propiedad, alquiler y gestión, y está presente en 29 países de Europa, América y África. Su portfolio lo integran las marcas *NH Hotels*, *NH Collection*, *nhow* y *Hesperia Resorts* (NH Hotel Group, 2016).



- **Starwood Hotels & Resorts Worldwide Inc.:** surge en 1991 en Chicago, Illinois (EEUU) bajo el nombre de Starwood Capital Partners. Su actividad inicial será la inversión inmobiliaria y hacia 1994 tendrá participación en más de 30 hoteles. En 1997 adquirirá Westin Hotels & Resorts y la firma ITT Sheraton Corporation. Con el cierre de la primera compra, la compañía cambiará su denominación social a Starwood Hotels & Resorts, y en



1998, sólo siete años después de haberse constituido, contará ya con más de 650 hoteles en más de 70 países. Starwood opera en el presente cerca de 1.300 hoteles en propiedad, gestión y franquicia repartidos por 100 países, y emplea aproximadamente a 188.000 personas. Entre sus 11 marcas figuran las insignes cadenas *Westin Hotels & Resorts*, *Le Meridien* o *Sheraton*. Tiene sus oficinas centrales en Stamford, Connecticut, EEUU (Starwood Hotels & Resorts Worldwide, 2016).

- **Choice Hotels International Inc.:** el negocio de Choice comenzó en 1939, cuando siete propietarios de moteles de Florida se unieron para crear un grupo informal de cooperación. Dos años más tarde, estos formarían el grupo Quality Courts United Inc, una asociación sin ánimo de lucro integrada por propietarios individuales que, a principios de la década de 1960, se convertirá en una corporación hotelera con ánimo de lucro. En 1972 el grupo cambiará su nombre por Quality Inn International para reflejar su creciente presencia internacional, convirtiéndose, a finales de 1980, en la tercera cadena hotelera a nivel mundial por número de habitaciones. Quality Inn International La compañía, actualmente, opera un total de 6.423 hoteles y 507.483 habitaciones en 35 países, y tiene un total de 11 marcas (Choice Hotels International, 2016).



- **Millenium & Copthorne Hotels plc.:** fundada en 1989 como filial de la firma asiática Hong Leong Group, esta compañía hotelera con sede en Londres (Reino Unido) opera 126 hoteles y cerca de 35.000 habitaciones en diversos destinos de Asia, Europa, Oriente Medio, Australasia y Norte América. Su portfolio lo integran las marcas *Millenium Collection*, *Copthorne Collection* y *Leng's Collection*. Desde 1996 cotiza en la London Stock Exchange (Millennium & Copthorne Hotels, 2016).



- **Wyndham Worldwide Corporation:** la firma surge en 2006 como resultado de la escisión de Cendant Corp, convirtiéndose así en una empresa hotelera independiente. Wyndham, con sede en Parsippany, New Jersey (EEUU) es la compañía hotelera más grande del mundo en número de hoteles, operando un total de 7.812 establecimientos y 678.042 habitaciones en 72 países. Su cartera está integrada por una treintena de marcas y tiene gran presencia en Norte América (EEUU, Canadá y México) y en Asia-Pacífico, donde tiene instalados 6.131 y 1.157 hoteles, respectivamente. También cuenta con hoteles en Europa, Caribe, América Latina, África y Oriente-Medio (Wyndham Worldwide Corporation, 2016).



De todos estos grupos hoteleros, la firma británica IHG es la que mayor número de habitaciones opera, seguida, después, por las norteamericanas Marriott y Wyndham. En cuanto a volumen de negocios, Marriott es la hotelera que más factura, mientras que la francesa Accor y Wyndham son las hoteleras que mayor volumen de activo tienen.

Meliá, por el contrario, es la sexta compañía en volumen de ventas y la octava en número de habitaciones y tamaño del activo. No obstante, dentro del grupo de hoteleras europeas Meliá ocupa el segundo puesto en número de habitaciones y tamaño de activo.

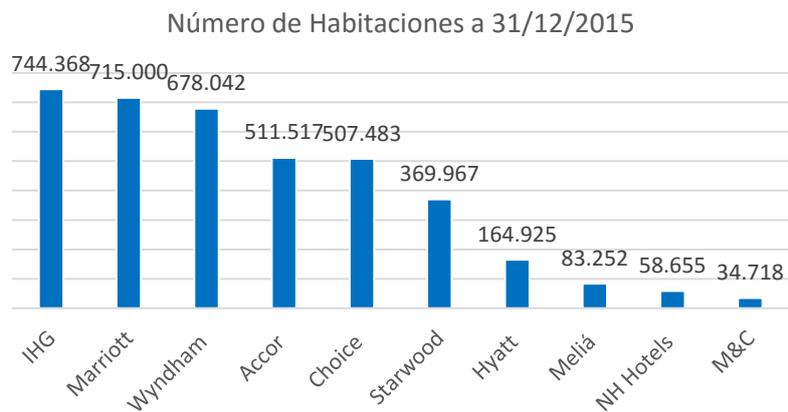


Ilustración 6: Número de habitaciones a 31 de diciembre de 2015. Fuente: elaboración propia

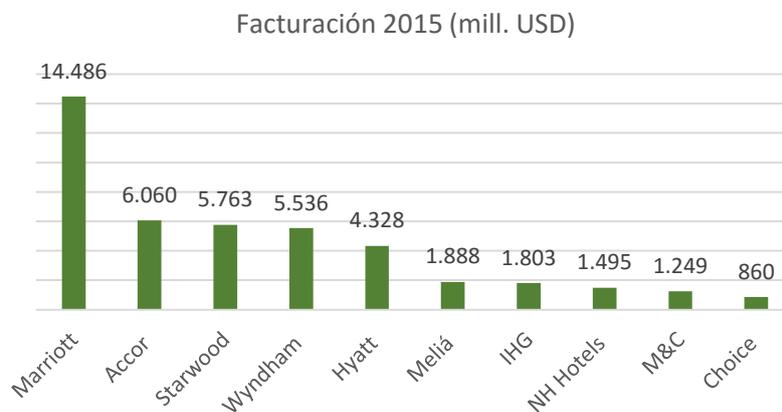


Ilustración 7: Facturación del ejercicio 2015. Fuente: elaboración propia

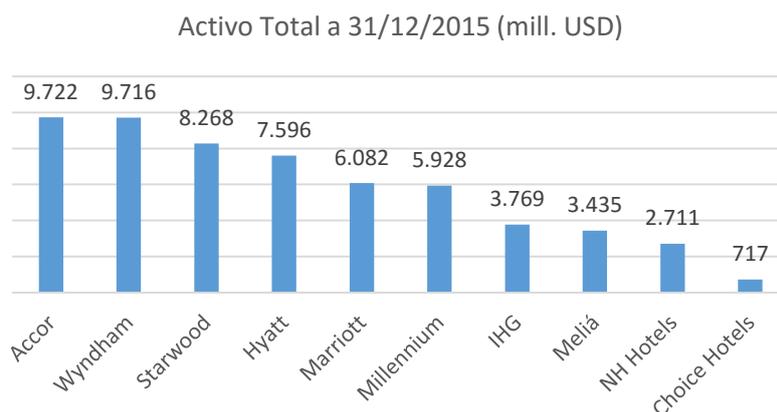


Ilustración 8: Activo total a 31 de diciembre de 2015. Fuente: elaboración propia

## 2.7 INFORMACIÓN BURSÁTIL

Meliá cotiza en el Mercado Continuo de la Bolsa de Madrid desde 1996, lo que la convierte en la primera compañía hotelera europea en cotizar en el mercado de valores.

A cierre de 2015, su capital social asciende a 39.810.609,60 euros y está dividido en 199.053.048 acciones de 0,20 euros de valor nominal cada una de ellas.

### 2.7.1 ESTRUCTURA DE LA PROPIEDAD

En relación a la estructura del capital social, el accionista mayoritario y único socio de referencia de la compañía es Gabriel Escarrer Juliá, fundador de la firma, el cual controla de forma indirecta (a través de las sociedades que figuran en el cuadro siguiente) el 58,32% de la compañía.

Nombre del socio	Nº de acciones	% de participación
Hoteles Mallorquines Agrupados, S.L.	25.690.989	12,91%
Hoteles Mallorquines Asociados, S.L.	26.983.066	13,56%
Majorcan Hotels Luxembourg, S.A.R.L	11.542.525	5,80%
Hoteles Mallorquines Consolidados, S.A.	51.871.167	26,06%
Free - float	82.965.301	41,67%
Total	199.053.048	100%

Tabla 2: Estructura del capital social. Fuente: elaboración propia a partir del Informe Anual de Gobierno Corporativo 2015

### 2.7.2 REMUNERACIÓN AL ACCIONISTA

Desde el punto de vista histórico, la política de reparto de beneficios de la compañía se ha caracterizado por la distribución de un dividendo con pay-out del

21,25%, mientras que la rentabilidad por dividendo se ha situado, en promedio, en el 1,12% anual.

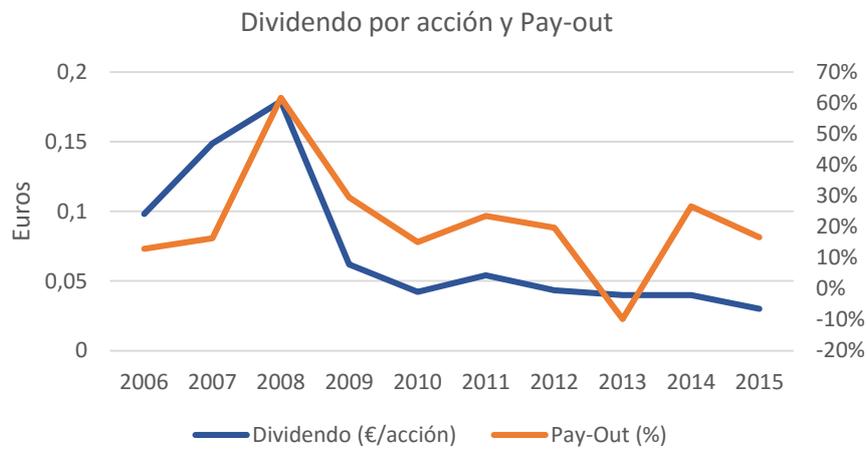


Ilustración 9: Dividendo por acción y pay-out. Fuente: elaboración propia

La rentabilidad por dividendo de las acciones de Meliá es comparativamente inferior a la que ofrecen otras empresas del sector, que en promedio se sitúa en el 2,79% anual.

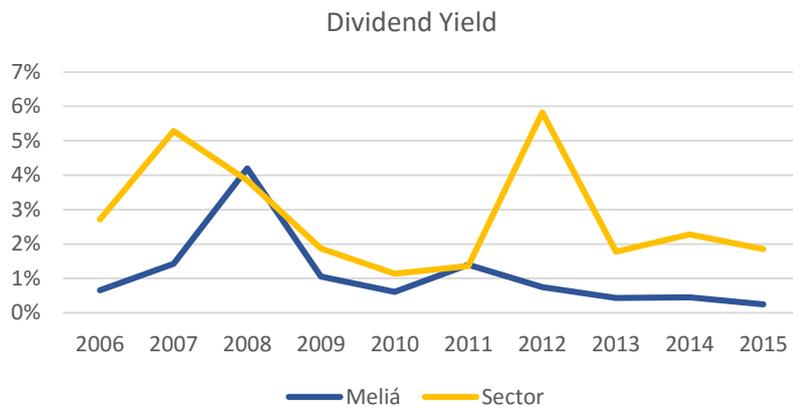


Ilustración 10: Rentabilidad bruta por dividendo de Meliá y Sector. Fuente: elaboración propia

## 2.8 OBJETIVOS ESTRATEGICOS DEL GRUPO

La estrategia de enmarcada dentro del Plan Estratégico de Meliá Hotels se centra en los siguientes aspectos u objetivos:

### I. **Transitar de una compañía propietaria a una compañía gestora.**

La apuesta del grupo es convertirse en una compañía de gestión hotelera, transitando de una compañía con hoteles en propiedad a una compañía con hoteles bajo gestión.

Para lograr este objetivo, el grupo quiere seguir potenciando el *portflío* de hoteles operados con contratos de gestión, tal y como ya viene haciendo en Cuba, Brasil y Asia, donde toda la cartera de hoteles se explota bajo este tipo de contratos.

### II. **Evolucionar la estructura del portfolio hotelero de “Asset Heavy” a “Asset Light”**

En línea con el objetivo anterior, el grupo apuesta por crecer basándose en fórmulas poco intensivas en capital, orientadas a ampliar la cartera de hoteles operados bajo contratos de alquiler, gestión y franquicia.

### III. **Consolidar la presencia del grupo en mercados estratégicos y potenciar el crecimiento en destinos Leisure & Urban.**

La compañía quiere reforzar su presencia en los principales destinos turísticos europeos y americanos, y continuar creciendo en los segmentos vacacional y urbano, a la vez que se consolida su presencia en el segmento urbano.

De acuerdo con el plan de aperturas presentado en 2016, la consecución de este objetivo gira entorno a incrementar la red de hoteles en los mercados donde el grupo ya está presente. Así, la compañía contempla la apertura de un total de 62 nuevos hoteles: 13 en Europa, 19 en América, 20 en Asia y 10 en Oriente Medio y África.

En el continente europeo, el grupo quiere reforzar su presencia en las principales ciudades estratégicas de Reino Unido, Francia y Alemania.

En América, la compañía quiere consolidar su presencia en los principales destinos turísticos, especialmente Brasil, Colombia, Perú y Chile, y reforzar su presencia en Nueva York y Miami.

En el continente asiático el grupo quiere impulsar su crecimiento en China y el Sudeste asiático (Indonesia, Tailandia, Singapur y Vietnam), mientras que en Oriente Medio y África desea extender su red hoteles en el Golfo Árabe, Oriente Medio y en el Norte de África.

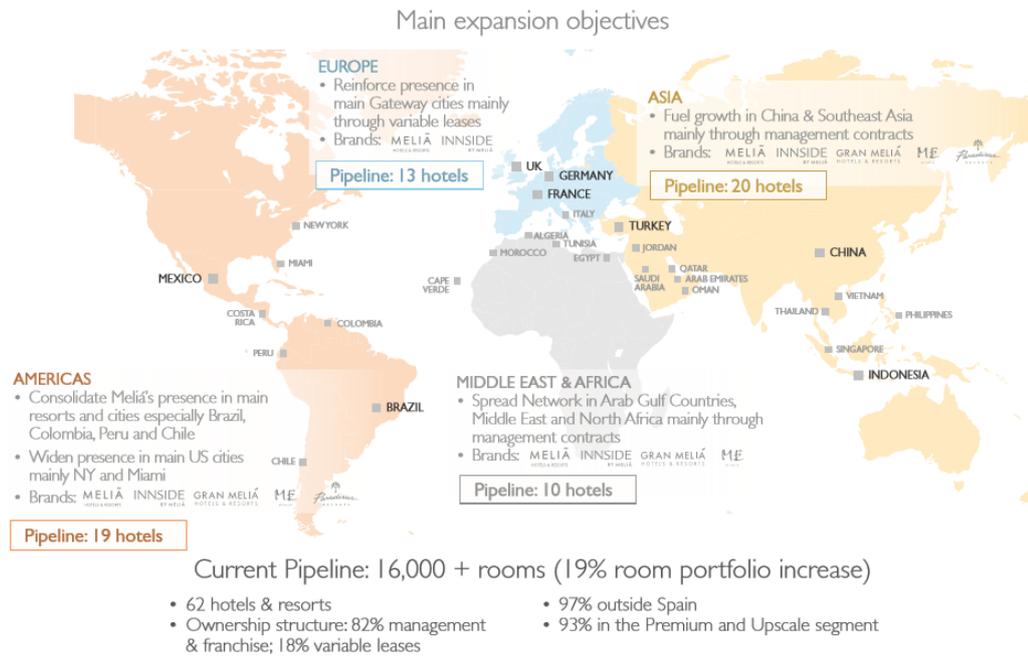


Ilustración 11: Plan de expansión de la empresa. Fuente: Meliá Hotels. Presentación para inversores 2016

#### IV. Cambio de una orientación a costes a una focalización a la generación de ingresos.

La compañía quiere consolidar y fortalecer su capacidad para generar y maximizar ingresos mediante la adopción de una *Revenue Culture* o enfoque hacia el ingreso, que optimice la aportación de sus canales de ventas, distribución y marketing.

De igual modo, se están impulsando procesos y herramientas de *Revenue Management*, como la estandarización de estructuras tarifarias, tipologías de habitaciones e interconexiones con los sistemas de reserva, cuyo objetivo es obtener los máximos ingresos por la venta de cada una de las habitaciones disponibles.

#### V. Incrementar la vinculación y fidelización entre la compañía y sus clientes.

La empresa quiere transformar, desde el punto de vista las TICs, la forma en que se relaciona con sus clientes finales y profesionales, para así potenciar su satisfacción y fidelidad, y de este modo mejorar la rentabilidad de los hoteles.

Para ello, su apuesta se basa en ofrecer experiencias personalizadas a los clientes, es decir, en personalizar la experiencia del cliente en todas las fases de su *journey* (planificación, reserva, estancia y post-viaje) a través del uso de tecnologías multidispositivo, aplicaciones móviles, motores de personalización y motores de predicción.

En este sentido, el grupo está diseñando la App “My Stay” que permitirá al cliente acceder durante su estancia a toda la información de los servicios ofrecidos en el hotel y realizar reservas en los mismos. Del mismo modo, el grupo estudia introducir en su web la posibilidad de realizar online el check-in en el hotel hasta 4 días antes de la llegada, lo que mejoraría el confort del cliente al evitar que esta tenga que hacer cola en la recepción del hotel a su llegada.

En referencia a los clientes profesionales, la compañía puso en marcha recientemente el portal MELIÁ PRO, dirigido a los agentes de viajes.

**VI. Fortalecer el actual portfolio de marcas con productos y servicios innovadores y atractivos para los clientes.**

Meliá quiere reposicionar sus productos y servicios para hacerlos más atractivos e innovadores, de forma que generen más valor a los clientes y permitan captar nuevos perfiles de demanda y nuevas generaciones de viajeros.

**VII. Consolidar la función inmobiliaria como propietario y promotor, potenciando la calidad del portfolio patrimonial de la Compañía e impulsando proyectos e iniciativas para la optimización de activos.**

**VIII. Reducir niveles de endeudamiento**

El grupo quiere continuar desapalancando su balance, para lo cual contempla dos vías: utilizar la generación de flujo de caja libre y la venta de activos.

#### **4. ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO**

El siguiente apartado del trabajo se centra en analizar los estados financieros de la empresa, a ser: el Estado de Pérdidas y Ganancias, el Balance de Situación y el Estado de Flujos de Efectivo.

El objetivo que se persigue al estudiar esta información contable es conocer la evolución pasada de la situación económico-financiera de la compañía, para tratar de anticipar, en la manera de lo posible, lo que pueda ocurrir en el futuro.

Además, a fin de enriquecer el análisis y hacerlo más interesante y completo, en la parte referente al análisis de ratios, se han calculado los mismos ratios para cada una de las nueve empresas hoteleras identificadas como competidoras de Meliá. Después, se ha obtenido el promedio de las nueve empresas y, el valor resultante, el cual se ha denominado *media o promedio del sector*, es el que se utiliza como valor de referencia a la hora de realizar comparaciones. Todo ello se ha realizado para un periodo de seis años (2010 -2015).

## 4.1 ANÁLISIS DE LA CUENTA DE RESULTADOS

### 4.1.1 EVOLUCIÓN DE VENTAS POR NATURALEZA DEL SERVICIO PRESTADO

Ventas (millones de €)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Media
Hoteles Propiedad & Alquiler	865	913	961	1.001	1.126	1.304	-
<i>Venta de habitaciones</i>	561	598	636	655	730	846	-
<i>Venta de comida y bebida</i>	303	314	325	346	396	457	-
Hoteles Gestión & Franquicia	151	135	139	151	146	177	-
Otros Negocios (Casinos & Campos de Golf)	66	67	75	72	77	87	-
Real Estate	79	147	108	67	29	70	-
Club Meliá	90	73	79	77	86	100	-
<b>TOTAL</b>	<b>1.251</b>	<b>1.335</b>	<b>1.362</b>	<b>1.369</b>	<b>1.464</b>	<b>1.738</b>	-

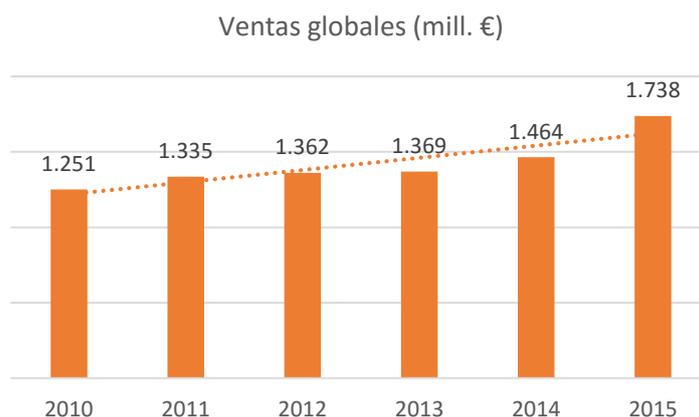
Ventas: % sobre ventas totales	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Media
Hoteles (Propiedad & Alquiler)	69%	68%	71%	73%	77%	75%	72%
Otros Ingresos (Gestión & Franquicia, tour-operación)	12%	10%	10%	11%	10%	10%	11%
Otros Negocios (casinos, campos de golf)	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Real Estate	6%	11%	8%	5%	2%	4%	6%
Club Meliá	7%	5%	6%	6%	6%	6%	6%
<b>TOTAL</b>	<b>100%</b>						

Ventas: % de variación	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Media
Hoteles (Propiedad & Alquiler)	-	5,6%	5,3%	4,2%	12,5%	15,8%	8,7%
Otros Ingresos (Gestión & Franquicia, tour-operación)	-	-10,7%	3,2%	8,3%	-3,0%	21,1%	3,8%
Otros Negocios (casinos, campos de golf)	-	1,8%	11,0%	-3,0%	6,3%	13,5%	5,9%
Real Estate	-	86,2%	-26,4%	-38,4%	-56,5%	141,1%	21,2%
Club Meliá	-	-18,7%	8,5%	-2,4%	10,8%	16,2%	2,9%
<b>TOTAL</b>	-	<b>6,8%</b>	<b>2,0%</b>	<b>0,5%</b>	<b>7,0%</b>	<b>18,7%</b>	<b>7,0%</b>

Tabla 3: Ventas por tipo de servicio prestado: análisis vertical y horizontal. Fuente: elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas

En términos generales, la cifra de ventas del grupo presenta en los últimos seis ejercicios una evolución positiva, registrando una tasa de crecimiento medio del 7% anual.

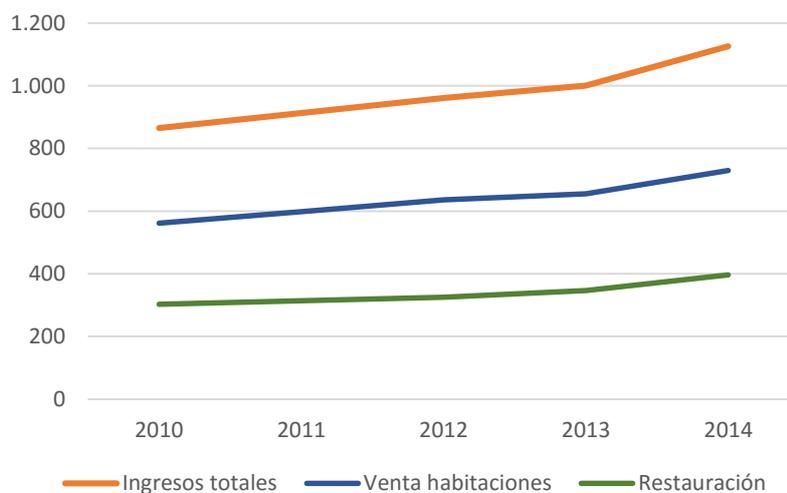
Esta buena marcha de las ventas globales se explica, en gran medida, por la buena evolución de la facturación procedente de los hoteles en propiedad y alquiler, los cuales aportan, de media, más del 70% de las ventas totales del grupo.



*Ilustración 12: Evolución de las ventas globales. Fuente: elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas*

### ▪ Ingresos de Hoteles en propiedad y alquiler

Estos ingresos, que incluyen tanto la venta de habitaciones como la venta de comida y bebida<sup>1</sup>, registran desde el año 2010 un crecimiento medio del 8,7% anual, y ello es debido, fundamentalmente, a la fuerte demanda registrada y a los sucesivos incrementos llevados a cabo en la tarifa media por habitación (Véase Ilustración 14).



*Ilustración 13: Ingresos de los hoteles explotados en régimen de propiedad y alquiler. Fuente: elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas*

<sup>1</sup> Estos últimos estrechamente ligados a la venta de habitaciones, al ser un servicio que se vende conjuntamente con el alojamiento.

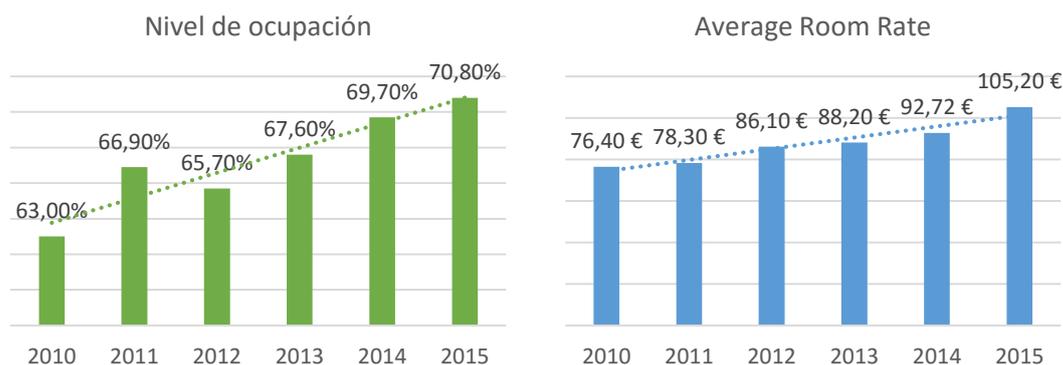


Ilustración 14: Nivel de ocupación y tarifa media por habitación de los últimos seis ejercicios. Fuente: elaboración propia a partir de los Informes Anuales de Resultados 2010 a 2015

#### ▪ Ingresos de Hoteles en gestión y franquicia

En cuanto a los ingresos procedentes de los Hoteles operados en gestión y franquicia, estos presentan un crecimiento mucho más moderado en comparación con las ventas procedentes de los Hoteles en propiedad y alquiler. Desde 2010, esta partida crece un 3,8% anual y representa cerca del 11% de la facturación del grupo.

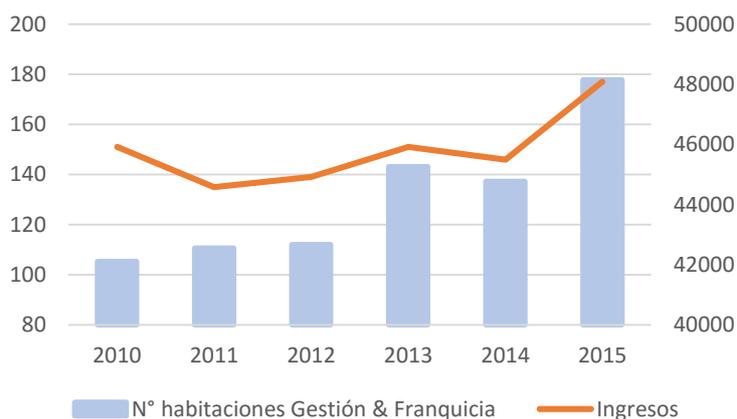


Ilustración 15: Ingresos de los hoteles explotados en régimen de gestión y franquicia. Fuente: elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas

La explicación al menor crecimiento de estos ingresos se encuentra en que estos no están sujetos a la evolución del nivel de ocupación de los hoteles o la tarifa media por habitación, sino que dependen de los *royalties* que los franquiciados pagan y de los *fees* que Meliá recibe por gestionar hoteles de terceros, por lo que el número de habitaciones operadas bajo estas fórmulas es una variable determinante.

#### ▪ Ingresos del Club Meliá

Las ventas del club vacacional suponen, en promedio, el 6% de las ventas del grupo y proceden, principalmente, de la venta de *Options* y de las cuotas anuales por mantenimiento que pagan los socios.

Estos ingresos crecen un 2,9% anual y desde 2013 se han visto muy favorecidos por la apreciación del dólar frente al euro, puesto que la práctica totalidad de estos ingresos está denominada en dólares.

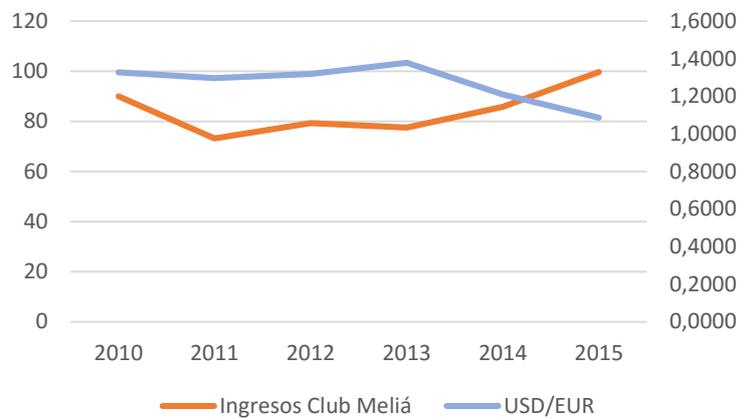


Ilustración 16: Ingresos del club vacacional. Fuente: elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas

▪ **Ingresos de otros negocios**

En referencia a los ingresos procedentes de los casinos y de los campos de golf, desde 2010 estos presentan una evolución positiva y crecen a un ritmo medio del 5,9% anual.

Estos ingresos, que suponen cerca del 5% de las ventas totales de Meliá, son muy dependientes del nivel de ocupación de los hoteles, dado que proceden de una serie de servicios que se ofrecen de forma complementaria en los propios hoteles y resorts.

Desde 2013, el buen comportamiento registrado se debe a la mayor contribución de los casinos ubicados en los hoteles, así como a la apreciación del dólar.

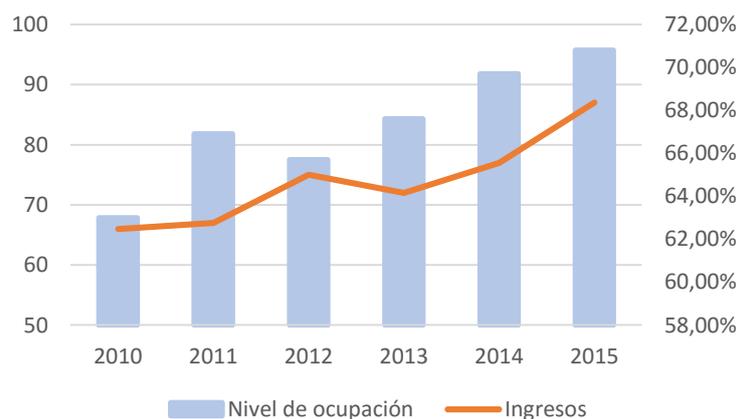
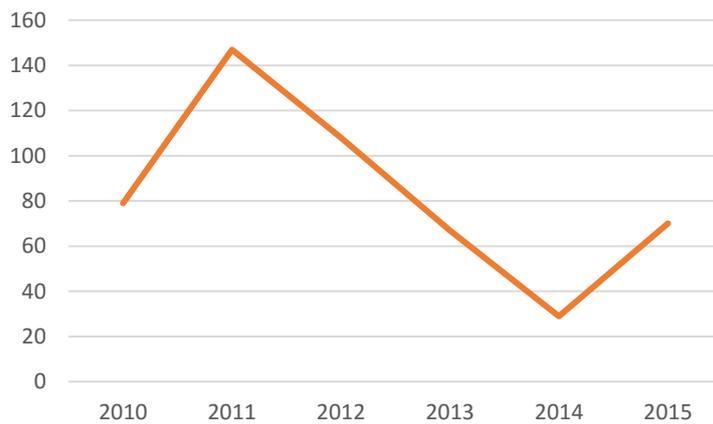


Ilustración 17: Ingresos de otros negocios vinculados con la actividad hotelera. Fuente: elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas

### ▪ Ingresos del Real Estate

Esta partida recoge, fundamentalmente, las plusvalías que el grupo obtiene con la venta de activos inmobiliarios (hoteles) y representan cerca del 6% de la facturación de la compañía.

Estos ingresos, como bien se aprecia, varían mucho de un año para otro debido a que dependen del volumen de inmuebles vendidos y de las condiciones del mercado inmobiliario, por lo que su evolución es totalmente ajena a la coyuntura del sector hotelero.



*Ilustración 18: Ingresos de las actividades inmobiliarias. Fuente: elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas*

#### 4.1.2 EVOLUCIÓN DE MÁRGENES Y BENEFICIO

(Millones de euros)	2010	% Vert.	2011	% Vert.	2012	% Vert.	2013	% Vert.	2014	% Vert.	2015	% Vert.	Media
Ventas	1.251	-	1.335	-	1.362	-	1.369	-	1.464	-	1.738	-	-
Coste de ventas	-146	-11,6%	-156	-11,7%	-165	-12,1%	-174	-12,7%	-185	-12,6%	-215	-12,4%	-12,2%
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>1.105</b>	<b>88,4%</b>	<b>1.179</b>	<b>88,3%</b>	<b>1.198</b>	<b>87,9%</b>	<b>1.194</b>	<b>87,3%</b>	<b>1.280</b>	<b>87,4%</b>	<b>1.523</b>	<b>87,6%</b>	<b>87,8%</b>
Gastos de personal	-396	-31,7%	-411	-30,8%	-393	-28,8%	-388	-28,4%	-429	-29,3%	-463	-26,7%	-29,3%
Otros gastos	-381	-30,5%	-423	-31,7%	-452	-33,2%	-459	-33,6%	-496	-33,9%	-623	-35,9%	-33,1%
Arrendamientos	-92	-7,3%	-99	-7,4%	-103	-7,6%	-106	-7,7%	-126	-8,6%	-144	-8,3%	-7,8%
Reestructuraciones	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	-4	-0,3%	0	0,0%	0	0,0%	0,0%
Amortizaciones	-95	-7,6%	-98	-7,3%	-96	-7,1%	-93	-6,8%	-96	-6,6%	-129	-7,4%	-7,1%
Diferencia negativa de consolidación	2	0,1%	1	0,1%	6	0,4%	31	2,3%	0	0,0%	0	0,0%	0,5%
<b>MARGEN DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>142</b>	<b>11,3%</b>	<b>149</b>	<b>11,2%</b>	<b>159</b>	<b>11,7%</b>	<b>175</b>	<b>12,8%</b>	<b>132</b>	<b>9,0%</b>	<b>164</b>	<b>9,4%</b>	<b>10,9%</b>
Ingresos financieros	81	-	58	-	44	-	79	-	109	-	145	-	-
Gastos financieros	-147	-	-145	-	-127	-	-268	-	-175	-	-204	-	-
<b>RESULTADO FINANCIERO</b>	<b>-67</b>	<b>-5,3%</b>	<b>-88</b>	<b>-6,6%</b>	<b>-84</b>	<b>-6,2%</b>	<b>-190</b>	<b>-13,9%</b>	<b>-66</b>	<b>-4,5%</b>	<b>-59</b>	<b>-3,4%</b>	-
Rdo. entidades valoradas por método de la participación	-11	-0,9%	-10	-0,8%	-16	-1,2%	-16	-1,1%	-9	-0,6%	-4	-0,2%	-
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>64</b>	<b>5,1%</b>	<b>51</b>	<b>3,8%</b>	<b>59</b>	<b>4,3%</b>	<b>-30</b>	<b>-2,2%</b>	<b>57</b>	<b>3,9%</b>	<b>102</b>	<b>5,8%</b>	-
Impuesto sobre beneficios	-12	18,7%	-9	17,8%	-17	28,7%	-9	30%	-25	44%	-61	60%	33,1%
<b>RESULTADO DESPUÉS DE IMPUESTOS</b>	<b>52</b>	<b>4,2%</b>	<b>42</b>	<b>3,1%</b>	<b>42</b>	<b>3,1%</b>	<b>-39</b>	<b>-2,9%</b>	<b>32</b>	<b>2,2%</b>	<b>41</b>	<b>2,3%</b>	-
Resultado de las actividades interrumpidas	0		0		0		-34		0		0		-
<b>RESULTADO CONSOLIDADO</b>	<b>52</b>	<b>4,2%</b>	<b>42</b>	<b>3,1%</b>	<b>42</b>	<b>3,1%</b>	<b>-74</b>	<b>-5,4%</b>	<b>32</b>	<b>2,2%</b>	<b>40,2</b>	<b>2,3%</b>	
De la sociedad dominante (grupo)	50		40		37		-73		30		36		
De socios externos	2		2		5		-1		1		5		

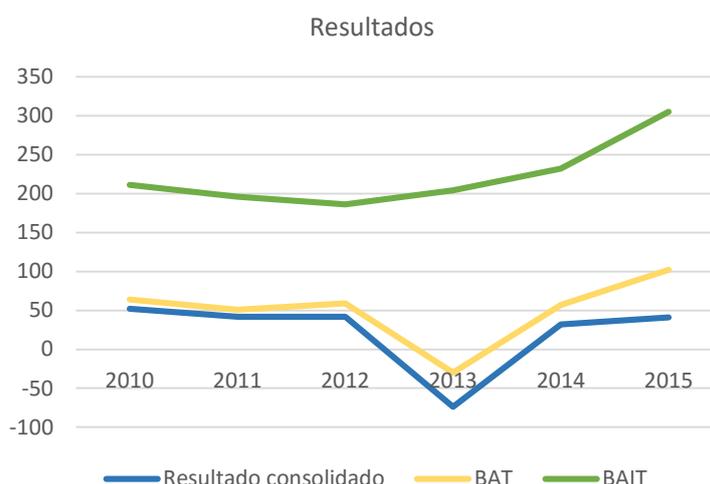
Tabla 4: Análisis vertical de la cuenta de pérdidas y ganancias. Fuente: elaboración propia a partir de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidada

En el ejercicio 2013, la compañía registró una pérdida consolidada por importe de 74 millones de euros que fue provocada por el mayor impacto negativo del resultado financiero y por el resultado negativo de las actividades interrumpidas.

Ese año, el resultado financiero registró un saldo negativo de -190 millones de euros (15 millones de euros superior al resultado de explotación) como consecuencia de unos gastos financieros que se incrementaron en un 111%, frente al 80% que crecieron los ingresos financieros.

Los gastos financieros que más aumentaron fueron el efecto negativo de los tipos de cambio, los intereses y el resultado negativo por actualización de balances. Además, se registró un gasto de 75 millones de euros en concepto de variación en el valor razonable de instrumentos financieros.

En consecuencia, el resultado después de impuestos se situó en -39 millones de euros y el resultado consolidado (incluido el resultado de las actividades interrumpidas) en -74 millones de euros.



*Ilustración 19: Evolución de los resultados de Meliá. Fuente: elaboración propia*

Ya en los ejercicios posteriores a 2013 la compañía registra beneficios de nuevo, presentando desde entonces un saldo positivo.

En cuanto a márgenes, Meliá cuenta con unos márgenes bastante elevados que se sitúan, de media, en el 87,71% en el caso del margen bruto y en el 15,60% en el caso del margen de ventas<sup>2</sup>.

Con respecto al sector, su margen bruto y de ventas no presenta una gran divergencia, siendo tan solo el margen bruto de Meliá ligeramente superior al del resto de empresas hoteleras. Así mismo, en los últimos 2-3 ejercicios ambos márgenes presentan destacada mejoría - especialmente el margen de ventas - gracias al mayor

<sup>2</sup> El margen de ventas se ha calculado con el BAIT, a fin de poder realizar comparaciones con el resto de empresas.

ritmo de crecimiento de las ventas en relación a los consumos y a los gastos de explotación.

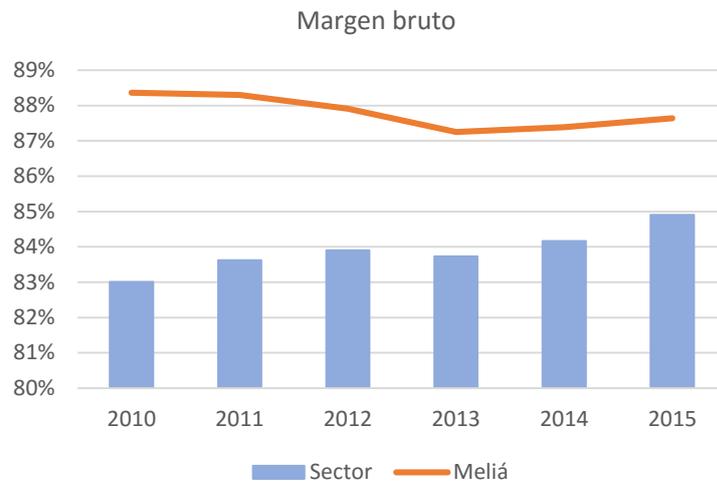


Ilustración 20: Evolución del margen bruto de Meliá y Sector. Fuente: elaboración propia

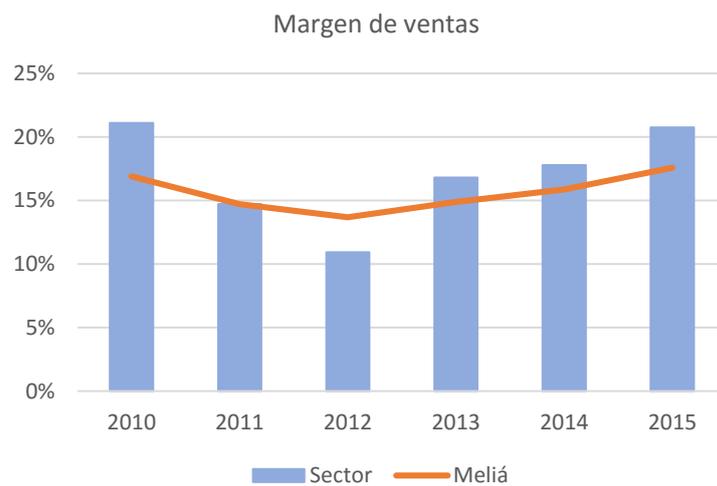


Ilustración 21: Evolución del margen de ventas de Meliá y Sector. Fuente: elaboración propia

En términos medios, el margen bruto del sector se sitúa en el 83,89%, mientras que el de ventas en el 17,01%.

## **4.2 ANÁLISIS DEL BALANCE Y DEL ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO**

### **4.2.1 ESTRUCTURA PATRIMONIAL**

El estudio que se va a realizar a continuación es el de la estructura patrimonial o económico-financiera de la sociedad, el cual consiste en analizar la correspondencia existente entre las inversiones y las fuentes de financiación. Esto servirá para averiguar si se da una situación de equilibrio financiero o, por el contrario, de desequilibrio financiero, entre la naturaleza de las inversiones y las fuentes de financiación.

Para que exista equilibrio financiero, en la empresa debe darse una cierta relación entre la liquidez de las inversiones y el plazo de vencimiento de las fuentes financieras.

Las inversiones en activo fijo son inversiones a largo plazo, dado que se van recuperando lentamente, cuyo grado de liquidez es bajo. Por eso, estas inversiones poco líquidas deben ser financiadas con capitales permanentes<sup>3</sup>, cuyo grado de exigibilidad también es bajo al tener plazos de vencimiento muy largos.

Por el contrario, las inversiones en activo circulante son inversiones a corto plazo que se caracterizan por ser más líquidas que los activos fijos, ya que pueden ser convertidas en dinero con más facilidad. Es por ello que las deudas a corto plazo, cuya exigibilidad es mayor por tener un plazo de vencimiento corto, deben financiar este tipo de inversiones (Suárez Suárez, 1987).

Por tanto, para poder determinar la relación existente entre las inversiones y la financiación se ha calculado la proporción que representan el activo no corriente y el activo corriente de la empresa en relación al activo total, y el porcentaje que representa cada fuente de financiación en relación al conjunto de pasivos. Después, se ha obtenido el promedio de estas proporciones para los seis años estudiados y, finalmente, se ha elaborado una representación gráfica de la estructura patrimonial resultante.

---

<sup>3</sup> Los capitales permanentes los constituyen los recursos propios y la financiación ajena a largo plazo, los cuales figuran en los epígrafes patrimonio neto y pasivo no corriente, respectivamente.

Estructura patrimonial promedio de Meliá

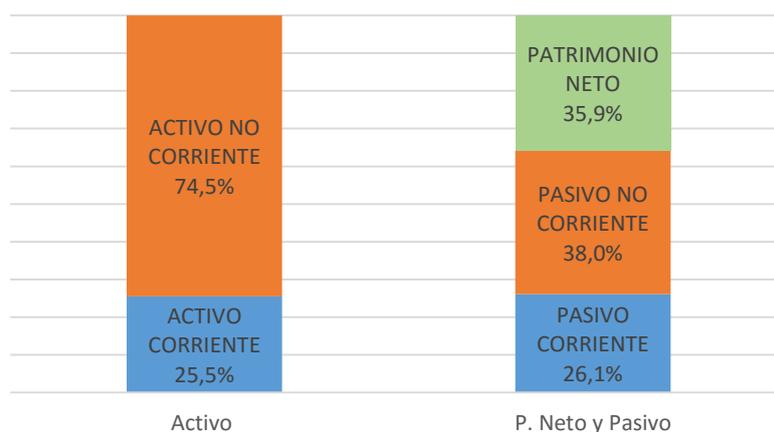


Ilustración 22: Estructura patrimonial promedio de Meliá. Fuente: elaboración propia

La primera conclusión que se puede extraer, y la más clara, es que la empresa utiliza tres fuentes de financiación diferentes: recursos propios (patrimonio neto), recursos ajenos con vencimiento a más de un año (pasivo no corriente) y recursos ajenos con vencimiento a un año o menos (pasivo corriente).

En cuanto a la ponderación que tiene cada una de estas fuentes en la estructura financiera de la empresa, se observa que el recurso financiero más utilizado son las deudas a largo plazo (38,0%), seguido de la financiación propia (35,9%) y el endeudamiento a corto plazo (26,1%).

La segunda conclusión que se extrae es que existe una insuficiente correspondencia entre el grado de liquidez de las inversiones y el nivel de exigibilidad de las fuentes financieras, dado que una parte de las inversiones a largo plazo están financiadas con deudas a corto plazo, por lo que no se puede afirmar que la empresa se encuentre en una situación de equilibrio financiero. En consecuencia, el fondo de rotación de los últimos seis años ofrece un saldo medio negativo.

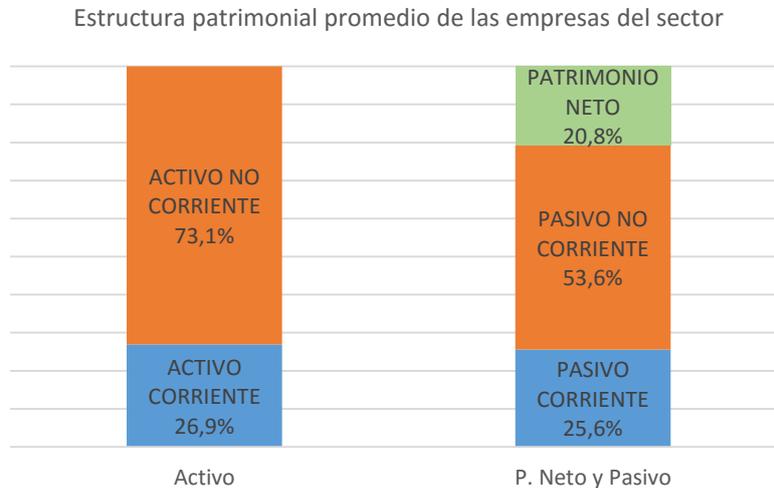
(Millones de euros)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Media
Fondo de Rotación	-1	81	-131	18	57	-130	<b>-18</b>

Ilustración 23: Evolución del fondo de rotación. Fuente: elaboración propia

El fondo de rotación, también conocido como fondo de maniobra, es el excedente de capitales permanentes sobre el activo no corriente que financian las inversiones circulantes, y su importe podemos obtenerlo, bien calculando la diferencia entre los capitales permanentes y el activo no corriente, o la diferencia entre el activo corriente y el pasivo corriente.

En el caso de Meliá, el fondo de rotación arroja un saldo medio negativo de 18 millones de euros. Esto significa que la empresa está financiando, de media, 18 millones

de activos no corrientes con deudas a corto plazo, cuando lo óptimo, a efectos de equilibrio financiero, sería que las inversiones poco líquidas fueran financiadas únicamente con capitales permanentes y que una parte de las inversiones corrientes fuera financiada con recursos propios o deudas a largo plazo.



*Ilustración 24: Estructura patrimonial promedio del Sector. Fuente: elaboración propia*

Con respecto al sector, la estructura económica de Meliá no varía mucho en cuanto a la ponderación que tienen las inversiones corrientes y no corrientes en relación al activo total, mientras que su estructura financiera sí se diferencia por el mayor peso que tienen las fuentes de financiación propia en relación al pasivo total.

En lo referente a la correspondencia entre la liquidez de las inversiones y la exigibilidad de los pasivos, las empresas del sector presentan una estructura patrimonial mucho más equilibrada, con un activo corriente 1,3 puntos porcentuales superior al pasivo corriente.

#### 4.2.2 SOLVENCIA Y LIQUIDEZ

Una vez que se conoce la estructura económico-financiera de la empresa, el siguiente paso es averiguar si esta, efectivamente, tiene o no capacidad para hacer frente a sus obligaciones de pago cuando llega el vencimiento.

Con tal fin han sido calculados una serie de ratios que proporcionan información más precisa acerca del grado de solvencia de la empresa y del grado de liquidez de sus inversiones.

Para determinar la solvencia de la empresa se han calculado los siguientes ratios: el *ratio de solvencia a corto plazo* y el *ratio de solvencia total o ratio de garantía*.

El primer ratio determina la capacidad de la empresa para pagar las deudas que vencen a corto plazo ( $\leq 365$  días), poniendo en relación el activo corriente con el pasivo corriente. De esta forma es posible saber cuántos euros de inversiones circulantes se tienen para cubrir cada euro de deudas a corto plazo.

El segundo ratio, por el contrario, mide la capacidad general de la empresa para afrontar todo su pasivo, es decir, todo el conjunto de deudas que tiene tanto a corto como a largo plazo. Para ello, el ratio pone en relación el activo total de la empresa con el pasivo total (pasivo no corriente + pasivo corriente) y ello permite conocer cuántos euros invertidos en activos dispone la empresa para hacer frente a cada euro de deudas.

En cuanto a la medición de la liquidez, para saber si la empresa dispone de inversiones corrientes suficientemente líquidas con las que poder cubrir el pago de deudas a corto plazo, se ha calculado el ratio de *liquidez inmediata o liquidez de primer grado*, que relaciona el disponible (dinero en caja, cuentas corrientes y depósitos) más el realizable (activos fácilmente cobrables o convertibles en dinero) con el pasivo corriente. Este ratio, a diferencia del ratio de solvencia a corto plazo, excluye las existencias del activo corriente con la justificación de que la liquidez de los stocks es reducida al no conocerse con certeza cuándo podrán ser vendidos.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Media
Solvencia a corto plazo	1,00	1,10	0,87	1,02	1,07	0,85	<b>0,99</b>
Liquidez inmediata	0,89	0,99	0,79	0,95	0,98	0,76	<b>0,89</b>
Solvencia total o garantía	1,49	1,50	1,52	1,52	1,65	1,71	<b>1,57</b>

Tabla 5: Evolución de los ratios de solvencia y liquidez de Meliá. Fuente: elaboración propia

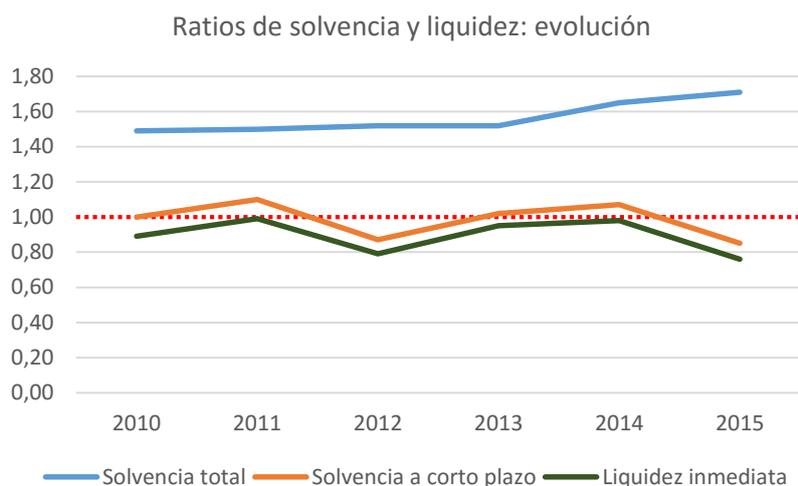


Ilustración 25: Evolución de los ratios de solvencia y liquidez de Meliá. Fuente: elaboración propia

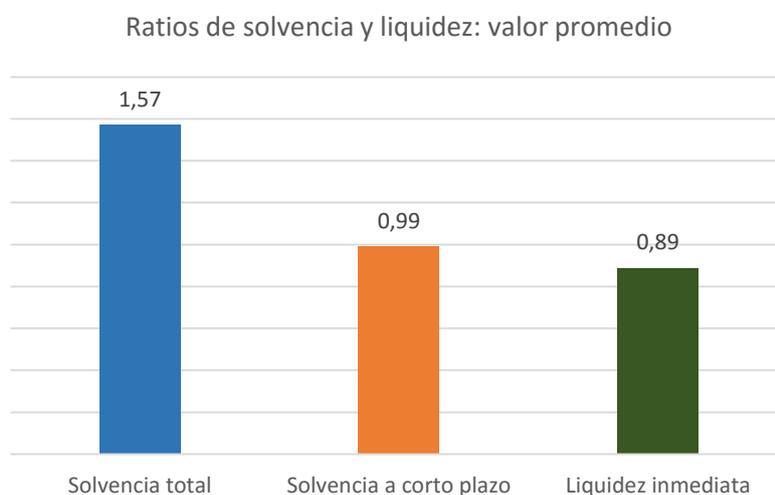


Ilustración 26: Valor promedio de los ratios de solvencia y liquidez. Fuente: elaboración propia

A priori se puede afirmar que la solvencia total del grupo está garantizada, dado que el ratio que la mide toma, en términos medios, un valor superior a la unidad, lo que implica que la empresa dispone de inversiones o activos suficientes con los que poder hacer frente al pago de todas sus deudas al vencimiento.

Más concretamente, el ratio de solvencia total toma un valor promedio de 1.54, lo que indica que la empresa ofrece a sus acreedores una garantía o colateral de 1.54 euros en activos por cada euro de deudas a corto y largo plazo. Esto significa, por tanto, que los acreedores tendrían garantizado el reembolso de las deudas ya que el grupo dispone de inversiones suficientes con las que poder cancelar todo su pasivo.

Sin embargo, aunque la empresa es solvente en términos globales, esta podría encontrarse en algún momento con dificultades para devolver deudas a corto plazo. La razón estriba en que el ratio de solvencia a corto plazo se sitúa ligeramente por debajo

de la unidad, indicándonos que cada euro de deudas corrientes está respaldado por 0,99 euros invertidos en activos circulantes. Consecuentemente, la totalidad del pasivo corriente no estaría completamente garantizada, por lo que la empresa podría verse con problemas para pagar si se produjeran retrasos o desfases en la corriente de cobros con relación a la corriente de pagos.

A esto habría que añadir, además, la baja liquidez del activo corriente, que tal y como indica el ratio de liquidez inmediata, se sitúa en 0.89, lo que significa que la empresa tan sólo dispone de 0.89 euros invertidos en activos líquidos y fácilmente realizables con los que responder por cada euro de pasivos a corto plazo.

Por otro lado, al comparar los ratios con el promedio de empresas hoteleras, se concluye que los niveles de solvencia y liquidez de Meliá, históricamente, se han situado en niveles muy inferiores al promedio sectorial. A diferencia de Meliá, las empresas del sector ofrecen unos niveles de solvencia a corto plazo y liquidez inmediata notablemente superiores, que, en promedio, se sitúan en 1.24 y en 1.16 respectivamente.

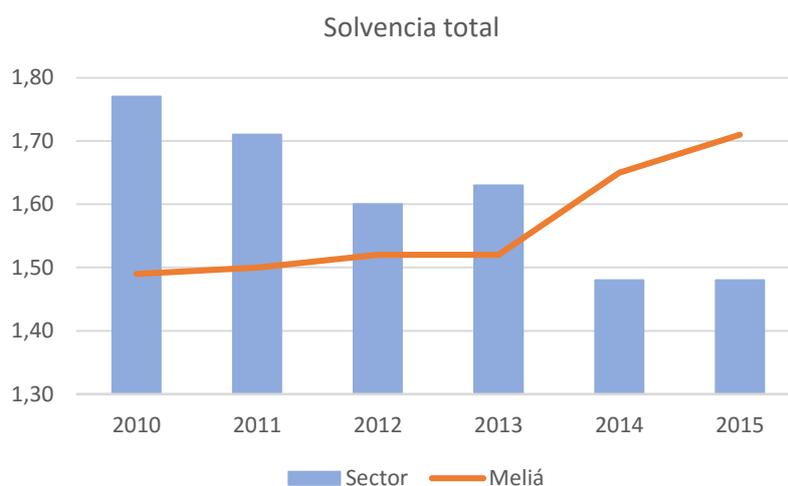


Ilustración 27: Evolución de la solvencia total de Meliá y Sector. Fuente: elaboración propia

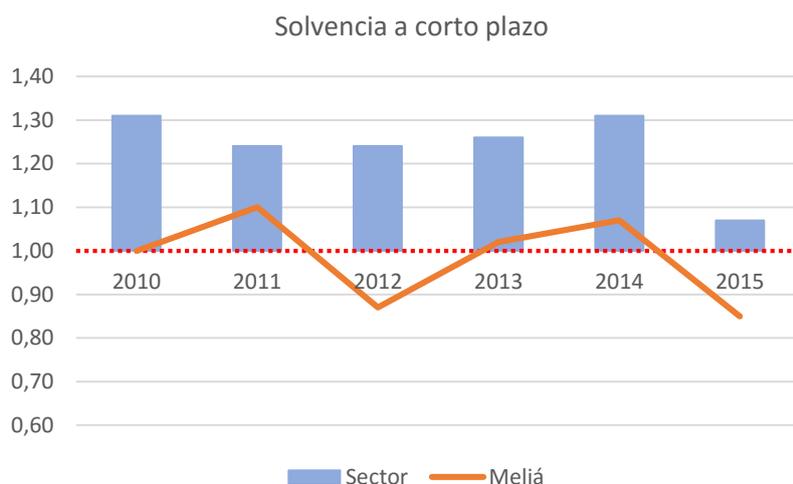


Ilustración 28: Evolución de la solvencia a corto plazo de Meliá y Sector: Fuente: elaboración propia

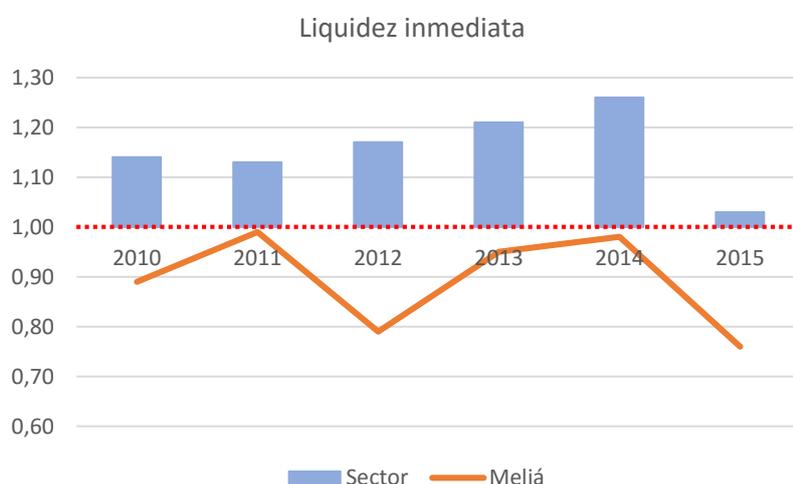


Ilustración 29: Evolución de la liquidez inmediata de Meliá y Sector. Fuente: elaboración propia

### 4.2.3 ANÁLISIS DE LOS FLUJOS MONETARIOS

Conviene tener en cuenta, no obstante, que el uso del método de los ratios para analizar la solvencia y liquidez de la empresa presenta ciertas limitaciones, al tratarse de un método de análisis estático (Bernstein, 1993). Esto es debido a que se está analizando la información que contienen los balances de situación, los cuales presentan la situación económico-financiera de la empresa a una fecha determinada.

Consecuentemente, los ratios determinan la capacidad de pago de la empresa en un momento concreto (a 31 de diciembre), sin tener en cuenta que el valor del activo y del pasivo varía constantemente como consecuencia de la actividad del negocio.

Por ese motivo, aunque una empresa presente unos niveles de solvencia elevados, ésta no estará exenta de encontrarse con problemas financieros si se producen retrasos del flujo de cobros con relación al flujo de pagos que le impidan hacer frente al pago de sus obligaciones. Por el contrario, una empresa con niveles de solvencia aparentemente bajos, puede ser perfectamente solvente si las deudas con los acreedores se renuevan frecuentemente y los activos corrientes se transforman en dinero con rapidez (Suárez Suárez, 1987).

Por tanto, se hace necesario complementar el análisis de los ratios con un análisis más dinámico que contemple la corriente de cobros y pagos que generan las operaciones del negocio. Para ello, en base a la información del Estado de Flujos de Efectivo, se va a estudiar si las entradas de dinero que genera la explotación hotelera son suficientes para cubrir todos los pagos de explotación, así como las necesidades de efectivo que generan las operaciones de inversión y de financiación. Este análisis de la corriente de entradas y salidas monetarias servirá para obtener otra perspectiva de cuál es la capacidad de pago de la empresa.

(Millones de euros)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Flujo neto de efectivo de explotación	91	142	156	118	188	271
Flujo neto de efectivo de inversión	-85	-40	-49	-100	-13	39
<b>RIESGO FINANCIERO POR OPERACIONES DE INVERSIÓN</b>	<b>6</b>	<b>101</b>	<b>107</b>	<b>18</b>	<b>175</b>	<b>310</b>
Amortización de deudas	-203	-390	-232	-515	-494	-481
Amortización de capital	-1	0	0	-27	0	0
Pago de intereses	-58	-74	-81	-89	-81	-65
Pago de dividendos	-8	-10	-8	-8	-7	-7
Adquisición de instrumentos de patrimonio	0	-8	0	0	-2	-2
Enajenación de instrumentos de patrimonio	3	0	0	2	0	0
Otros cobros y pagos de actividades de financiación	-8	-9	-8	-2	5	1
Variación del tipo de cambio	-15	-7	5	-31	-5	11
<b>RIESGO FINANCIERO TOTAL</b>	<b>-285</b>	<b>-397</b>	<b>-218</b>	<b>-651</b>	<b>-409</b>	<b>-234</b>
Cobros por operaciones de endeudamiento	323	374	246	620	307	245
Cobros por instrumentos de patrimonio (emisión)	0	0	0	0	0	0
<b>VARIACIÓN DE TESORERÍA</b>	<b>39</b>	<b>-23</b>	<b>29</b>	<b>-31</b>	<b>-103</b>	<b>11</b>

Tabla 6: Análisis de la corriente de cobros y pagos. Fuente: elaboración propia a partir del Estado de Flujos de Efectivo Consolidado.

Como puede apreciarse en la tabla superior, la explotación de la empresa no es una actividad deficitaria ya que en todos los ejercicios ha generado entradas de dinero suficientes para cubrir todos los pagos relacionados con la explotación (nóminas, proveedores, impuestos...). En consecuencia, al ser las entradas mayores a las salidas, el flujo neto de las actividades de explotación es positivo en toda la serie analizada.

Por otro lado, el cash-flow de las actividades de inversión presenta un signo negativo, debido a que los pagos por compras de inmovilizado nuevo (edificios,

vehículos, mobiliario...) son mayores a los cobros que genera la venta de activos usados (desinversiones). Solo en el ejercicio 2015 el flujo neto presentó un signo positivo.

A pesar de ello, el cash-flow generado por la explotación ha sido siempre suficiente para cubrir el déficit de tesorería que generan las operaciones de inversión, por lo que la empresa, en principio, no ha requerido de endeudamiento para financiar sus nuevas compras de inmovilizado. Por ese motivo, las operaciones de inversión no suponen un riesgo financiero, ya que no generan nuevo endeudamiento.

Por el contrario, sí se detecta un riesgo financiero derivado de las operaciones de financiación, debido a que el flujo neto de explotación no es suficiente para hacer frente a todas las salidas de tesorería que generan la devolución de préstamos, el pago de intereses o el pago de dividendos, entre otros. Consecuentemente, la compañía se ve obligada a cubrir estas necesidades de tesorería contrayendo nuevos préstamos y disponiendo, en ocasiones, de dinero en caja (Véase variación de tesorería en 2011, 2013 y 2014 en Tabla 6).

Esta situación, por lo tanto, podría suponer una amenaza si se en el futuro la generación de cash-flow de explotación siguiera siendo insuficiente para cubrir todos los pagos, pues ello daría lugar a una paulatina reducción del disponible y/o a un aumento de las deudas.

Actualmente, gracias a la holgada posición de tesorería que el grupo aún mantiene este puede atender a tiempo los vencimientos de deuda. Prueba de ello es que desde 2013 el endeudamiento financiero de la empresa no ha hecho más que disminuir (Véase Ilustración 30), pero la consecuencia es que se está produciendo una paulatina reducción del dinero en caja (Véase Ilustración 31).

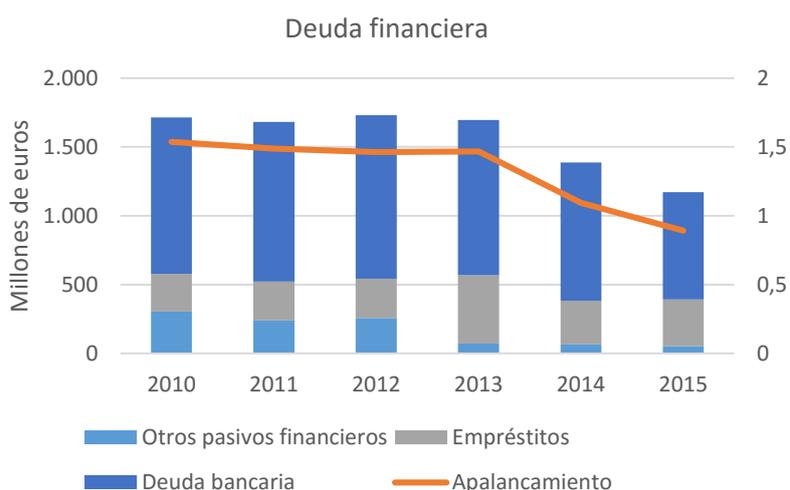
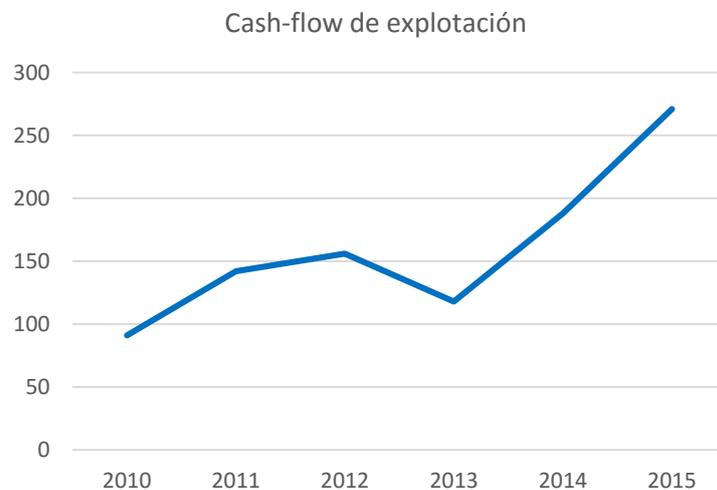


Ilustración 30: Evolución de la deuda financiera de Meliá. Fuente: elaboración propia



*Ilustración 31: Evolución del efectivo y otros medios líquidos equivalentes. Fuente: elaboración propia*

No obstante, de continuar en el futuro el actual ritmo de crecimiento de las partidas de ingreso y, por consiguiente, del cash-flow de explotación, la empresa dispondría de más dinero líquido para cubrir todos los pagos, lo cual permitiría reducir el déficit de efectivo ocasionado por las operaciones de financiación y continuar con el actual ritmo de desendeudamiento, lo que mejoraría los ratios del balance.



*Ilustración 32: Evolución del cash-flow de explotación. Fuente: elaboración propia*

#### 4.2.4 RENTABILIDAD ECONÓMICA Y FINANCIERA

Para concluir, el último análisis que se va a realizar es el de la rentabilidad económica y financiera de la empresa.

Para obtener la rentabilidad económica, que es una medida del rendimiento de las inversiones de la empresa, se ha calculado el retorno sobre el activo o ROA (*Return on Assets*), que consiste en relacionar el beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT) con el activo total.

Este ratio, lo que indica es cuántos euros de beneficio genera a la empresa cada euro invertido en el activo, y la razón de utilizar una variable de beneficio antes de intereses radica en que la rentabilidad de las inversiones de la empresa debe ser una tasa independiente de la estructura financiera de la empresa. Es decir, debe tratarse de una rentabilidad en la que únicamente se tenga en cuenta la estructura productiva y de distribución. Por esa razón, debe utilizarse una variable de beneficio que sólo tenga en cuenta los gastos vinculados con la estructura económica y no los gastos vinculados con la estructura financiera (González Pascual, 2011).

Por otro lado, el motivo de excluir los impuestos obedece más a razones de homogeneización, ya que, para poder realizar una correcta comparación de rentabilidades económicas con otras empresas del sector, se ha de eliminar el efecto impositivo de los diferentes tipos de gravamen del Impuesto sobre Sociedades que soportan las empresas dependiendo del país en el que tributan.

La rentabilidad financiera, por el contrario, es la tasa con que la empresa remunera las inversiones que los accionistas tienen en la empresa, las cuales están constituidas por las aportaciones que en su momento realizaron para constituir la sociedad (capital social) y los beneficios no repartidos (González Pascual, 2011).

Para obtener esta tasa se ha calculado el retorno sobre los recursos propios o ROE (*Return on Equity*), que relaciona el beneficio antes de impuestos (BAT) con el patrimonio neto. En este caso, la variable de beneficio utilizada sí incluye los gastos vinculados con la estructura financiera (gastos financieros), ya que el beneficio que los propietarios recibirán será aquél excedente económico que quede una vez que se ha remunerado a los acreedores. Así mismo, el motivo de excluir el gasto fiscal obedece a las mismas razones de homogeneización antes mencionadas.

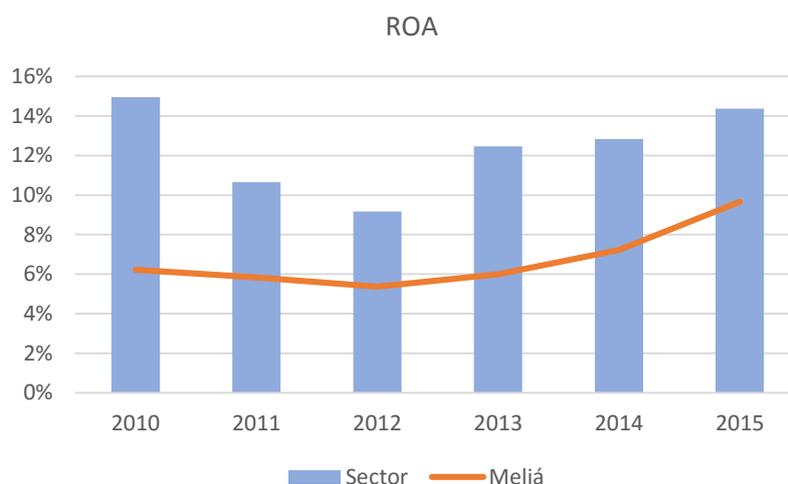


Ilustración 33: Evolución de la ROA de Meliá y Sector. Fuente: elaboración propia

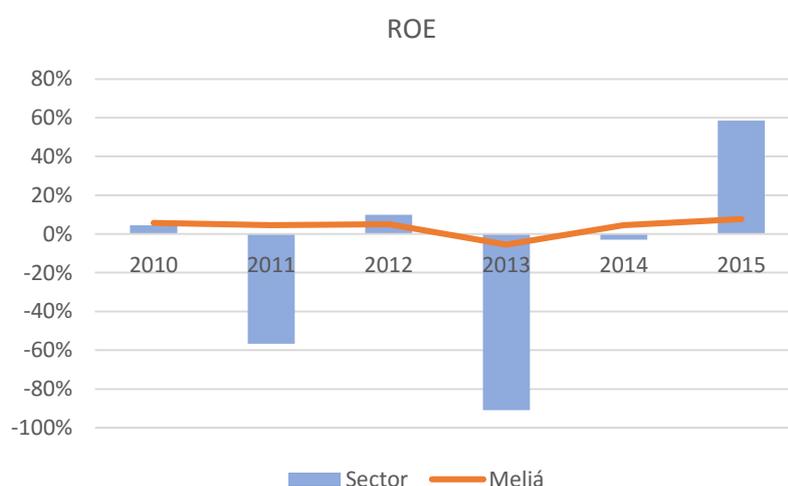


Ilustración 34. Evolución de la ROE de Meliá y Sector. Fuente: elaboración propia

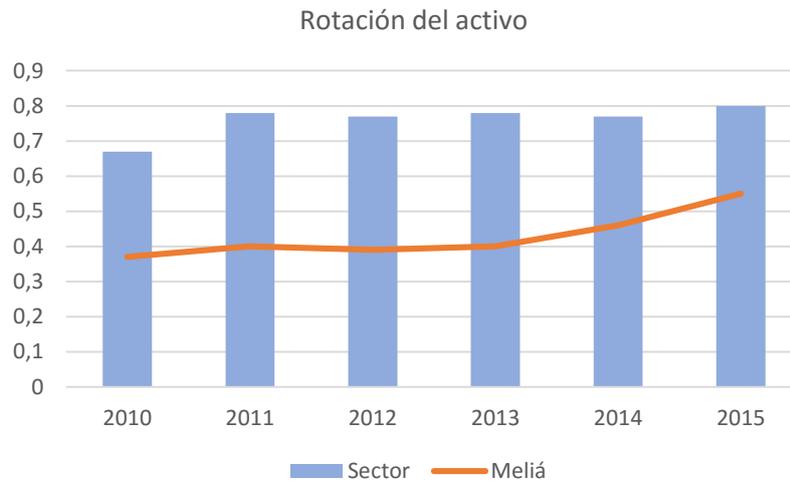
Los resultados obtenidos ponen de manifiesto que Meliá Hotels es una empresa rentable económica y financieramente, la cual obtiene con sus inversiones una rentabilidad media del 6,72% y remunera sus fondos propios con una tasa media del 3,64%. Las empresas del sector, por el contrario, obtienen casi el doble de rentabilidad que Meliá con sus inversiones (12,41%), pero remunerar sus fondos propios con una tasa del -12,95%.

Es llamativo que las empresas del sector ofrecen, en promedio, una rentabilidad de los recursos propios negativa, si bien todas ellas obtienen beneficios y distribuyen dividendos. El motivo se encuentra en que muchas de estas compañías tienen un patrimonio neto negativo, aunque no como resultado de tener elevadas pérdidas acumuladas de ejercicios anteriores, sino debido a que muchas de ellas disponen de una

autocartera tan abultada que en muchos casos resta valor al patrimonio hasta llevarlo a terreno negativo.

En lo relativo a la baja rentabilidad del activo de Meliá, al descomponer su rentabilidad económica en margen por rotación, se observa mejor que la baja rentabilidad de sus inversiones es motivada, principalmente, por una baja rotación del activo, la cual se sitúa de media en 0,43 veces, muy por debajo de la rotación de 0,76 veces que registra el sector.

Desde 2013, sin embargo, la ROA ha mejorado notablemente gracias a la mejora constante tanto del margen de ventas como de la rotación.



*Ilustración 35: Evolución de la rotación del activo de Meliá y Sector. Fuente: elaboración propia*

## 5. PROYECCIONES PARA EL SECTOR TURÍSTICO INTERNACIONAL.

De acuerdo con los pronósticos a largo plazo elaborados por la OMT y que se incluyen en el informe *“Panorama OMT del turismo internacional. Edición 2015”*, las llegadas de turistas internacionales (visitantes que pernoctan) crecerán a nivel mundial a un ritmo medio del 3,8% anual, entre 2010 y 2020. En términos absolutos, esto supondrá un crecimiento medio del número de visitantes internacionales de 42 millones al año, frente al incremento medio de 28 millones que se registró entre 1995 y 2010.

Las economías emergentes serán las que experimenten un mayor aumento del número de visitantes internacionales, con un incremento medio anual del 4,9%, frente al 2,6% que se espera para las economías avanzadas.

Si nos fijamos en las regiones, el mayor crecimiento, de acuerdo con las previsiones, lo experimentará Asia-Pacífico, donde el número de turistas internacionales aumentará un 5,7% cada año, hasta alcanzar los 355 visitantes en 2020 (+15,1 millones al año). África será la segunda región que más crezca, estimándose un crecimiento medio del 5,4% al año (+3,5 millones de turistas al año), seguida de Oriente Medio, para la cual se pronostica un incremento del 5,2% (+4 millones al año). Por contra, América y Europa serán las regiones que registren un menor crecimiento.

En las Américas se espera que el número de turistas internacionales que visitarán la región crezca un 2,9% anual, lo que supondrá un aumento medio de 4,9 millones al año, hasta alcanzar los 199 millones de turistas en 2020. Para Europa se prevé un crecimiento del 2,7% anual, hasta alcanzar los 620 millones de visitantes en 2020 (+14,5 millones al año).

Ya a partir de 2020 la OMT espera que se produzca una ralentización del ritmo de crecimiento de las llegadas de turistas internacionales. Así, prevé que la tasa de crecimiento a nivel global baje del 3,8% estimado para 2010-2020 al 2,9% hasta 2030.

En términos generales, estas previsiones sobre desplazamientos de turistas internacionales resultan positivas, pues implican que la demanda del sector turístico a nivel mundial seguirá expandiéndose de forma ininterrumpida en los próximos años, por lo que es previsible que los ingresos y las pernoctaciones sigan creciendo, al menos hasta 2020, en los principales destinos turísticos donde está presente Meliá.

Así mismo, las proyecciones económicas sobre crecimiento mundial publicadas por el FMI en su boletín *“World Economic Outlook. Update January 2016”* refuerzan, al menos en el corto plazo, la estimación de que la demanda turística siga creciendo, pues dichas proyecciones apuntan a que el PIB mundial seguirá expandiéndose en 2016 y 2017, a tasas del 3,4% y 3,6% respectivamente. Por tanto, un aumento de la renta futura esperada debería aumentar las expectativas de renta disponible de los hogares y, por consiguiente, generar en el presente un incremento del gasto dirigido a ocio y turismo.

## **6. ANÁLISIS DAFO**

En este capítulo se ha realizado un análisis o diagnóstico de la situación interna y externa de Meliá en base a los diferentes aspectos estudiados en capítulos previos y considerando también aquellos aspectos internos y externos mencionados por la propia compañía en sus informes.

El análisis la situación interna consiste en realizar un autoanálisis de la empresa, es decir, se trata de analizar aspectos internos como la posición financiera del negocio, las características comerciales del producto, la organización de la fuerza de ventas, los canales de distribución o la política de comunicación, entre otros, mientras que el análisis externo consiste en analizar aspectos como el mercado donde opera la empresa y la coyuntura política, social y económica (Sánchez Herrera, 2010).

Gracias a este diagnóstico de la situación interna y externa se pueden detectar los puntos fuertes y débiles de la empresa, así como las oportunidades y amenazas que ofrece el entorno donde esta opera.

### **6.1 FORTALEZAS**

Las fortalezas que se han detectado en el análisis interno de la compañía son muy variadas.

Por un lado, la compañía cuenta con una cartera de operaciones muy diversificada geográficamente, al estar ésta presente en distintas regiones, lo que permite mitigar el impacto de determinados riesgos políticos y/o económicos.

Por otro lado, la diversificación del modelo de explotación hotelera permite reducir, en cierta medida, el efecto de las fluctuaciones de la demanda turística (estacionalidad), al tener el grupo garantizados unos ingresos mínimos en forma de *fees* y *royalties* durante todo el año.

La compañía cuenta, además, con canales distribución propios para hacer llegar su oferta hotelera al cliente de forma directa, es decir, sin necesidad de intermediarios. Esto representa un ahorro de costes tanto para el cliente como para la propia compañía (al evitar la comisión de los agentes de viajes) y, además, tiene un efecto positivo desde el punto de vista de la fidelidad al ofrecerse un servicio comercial personalizado.

Por último, el accionariado de la compañía es muy estable, ya que más del 51% del capital social está concentrado en manos del fundador. Esto quiere decir que se reduce la posibilidad de que un competidor lance una OPA (Oferta Pública de Adquisición) sobre Meliá.

### **6.2 DEBILIDADES**

En cuanto a las debilidades detectadas, estas son más bien de tipo económico y financiero.

Por un lado, la compañía ofrece una baja rentabilidad de los recursos propios (ROE), hecho que podría dificultar el atraer a nuevos inversores si se decidiera realizar una ampliación de capital. Igualmente, la rentabilidad de las inversiones (ROA) es comparativamente más baja que la del sector, lo que también puede restar atractivo a la hora de invertir en la empresa.

Por otro lado, el grupo presenta unos niveles de liquidez y solvencia a corto plazo significativamente inferiores a los de empresas comparables. Esto podría dar lugar en el futuro a serios problemas financieros si la empresa dejará de generar efectivo suficiente o si no consiguiera refinanciar deuda.

En lo relativo al análisis externo, se han detectado varias oportunidades y amenazas globales o del entorno que se considera afectan o pueden afectar en algún momento a la compañía.

### **6.3 OPORTUNIDADES**

En cuanto a las oportunidades detectadas, destaca la fuerte demanda que el sector turístico está registrando tanto a nivel nacional (España) como internacional, con expectativas de que la demanda continúe creciendo en el futuro, entre otros motivos, por el hecho de que España se percibe actualmente como un destino seguro frente a los destinos competidores del Norte de África y gracias a la reconstrucción de relaciones entre Cuba y EEUU, con lo que Meliá prevé un importante crecimiento del negocio turístico en la isla.

Además, la apreciación del dólar frente al euro juega a favor al incrementar el valor de la facturación procedente de América y de determinados activos contabilizados en dólares.

Por otro lado, los bajos tipos de interés en los mercados de capitales podrían significar para la compañía un alivio de la carga financiera de su deuda y una mayor rapidez a la hora de amortizar aquellos préstamos referenciados, lo que reduciría antes el apalancamiento financiero de la compañía.

### **6.4 AMENAZAS**

En cuanto a las amenazas, la estacionalidad de la demanda turística permanece como una de ellas, dado que es una característica natural e inevitable del sector hotelero, si bien es cierto que la compañía consigue mitigar en parte su efecto gracias al modelo de explotación hotelera adoptado.

Por otro lado, la presencia de un gran número de competidores internacionales, como se ha visto, pone en riesgo el mantener cuotas de mercado o el liderazgo en determinados segmentos de consumidores o zonas geográficas. No obstante, la

compañía puede reducir este riesgo firmando alianzas con sus competidores, tal y como ya ha hecho con Wyndham, Jin Jiang Hotels y Greenland Group.

La existencia de plagas o enfermedades en países emergentes también es un riesgo importante a tener en cuenta. El virus Zika, que está afectando a algunos países de América del Sur – especialmente Brasil – podría tener un impacto negativo sobre la demanda de los hoteles situados en Latinoamérica. Aun así, la compañía no se ha visto especialmente afectada por el momento, y tal y como menciona “para la Compañía (...) no se espera un impacto significativo, si bien en la actualidad se está monitorizando la situación y aplicando medidas para poder minimizar el posible impacto”.

Por último, destaca la situación de crisis o inseguridad que se está viviendo en algunos países donde el grupo está presente, como Francia o Venezuela.

En el primer caso, por el riesgo de que se produzcan nuevos atentados terroristas. Este mercado, además, se ha visto bastante afectado en 2015 y la compañía reconoce que “desde los ataques terroristas en el mes de noviembre, la situación sigue debilitada, especialmente en los hoteles del centro de París”.

En cuanto a Venezuela, la elevada inestabilidad política y económica podría afectar a los intereses que el grupo mantiene en dicho país.

	FORTALEZAS	DEBILIDADES
ANÁLISIS INTERNO	<ul style="list-style-type: none"> <li><input checked="" type="checkbox"/> Diversificación geográfica de las operaciones.</li> <li><input checked="" type="checkbox"/> Modelo de explotación hotelera diversificado.</li> <li><input checked="" type="checkbox"/> Uso de canales de distribución directos para la comercialización.</li> <li><input checked="" type="checkbox"/> Accionariado estable.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><input checked="" type="checkbox"/> Baja rentabilidad de los recursos propios.</li> <li><input checked="" type="checkbox"/> Bajos niveles de liquidez y solvencia a corto plazo.</li> <li><input checked="" type="checkbox"/> Baja rentabilidad de las inversiones</li> </ul>
	OPORTUNIDADES	AMENAZAS
ANÁLISIS EXTERNO	<ul style="list-style-type: none"> <li><input checked="" type="checkbox"/> Creciente demanda turística a nivel nacional e internacional.</li> <li><input checked="" type="checkbox"/> Firma de alianzas con competidores</li> <li><input checked="" type="checkbox"/> Fortaleza del dólar frente al euro.</li> <li><input checked="" type="checkbox"/> Tipos de interés muy bajos a nivel global.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><input checked="" type="checkbox"/> Estacionalidad de la demanda turística.</li> <li><input checked="" type="checkbox"/> Presencia en el mercado de muchos competidores.</li> <li><input checked="" type="checkbox"/> Existencia de plagas o pandemias en países emergentes.</li> <li><input checked="" type="checkbox"/> Crisis económica, inestabilidad política o inseguridad en algunos países donde el grupo está presente.</li> </ul>

Tabla 7: Análisis DAFO de Meliá. Fuente: elaboración propia e Informe de Gestión Consolidado 2015.

## 7. VALORACIÓN DE LA EMPRESA POR EL MÉTODO DE DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA

### 7.1 PROYECCIÓN DE LA CUENTA DE RESULTADOS

#### 7.1.1 ESTIMACIÓN DE INGRESOS/COBROS

El escenario que se plantea para hacer la proyección de ventas de Meliá es que todas las partidas de ingresos ligadas a la actividad hotelera presentarán, al menos en los próximos 3 años, un crecimiento medio anual idéntico al registrado durante el periodo 2011-2015.

Teniendo en consideración que las previsiones para el sector turístico a nivel nacional e internacional son, en general, positivas, es de esperar que la cifra de reservas y la tarifa media por habitación continúen creciendo. Por ese motivo, se encuentra razonable que se produzca un aumento de la facturación de los hoteles operados en propiedad y alquiler, así como de la facturación proveniente de los campos de golf y casinos, cuya evolución también está sujeta al nivel de ocupación de los hoteles, tal y como fue explicado en la parte relativa al análisis de las ventas.

Del mismo modo, el motivo que hace pensar que los ingresos provenientes de los hoteles operados bajo gestión y franquicia continuarán también con su ritmo actual de crecimiento, es que la estrategia de expansión del grupo se basa en incrementar la cartera de hoteles operados en estos regímenes de explotación, por lo que es lógico suponer que esta fuente de ingresos siga *crescendo* en el futuro.

En cuanto a los ingresos provenientes del *Club Meliá*, se prevé que estos sigan en aumento, impulsados, sobre todo, por el efecto positivo que juega la apreciación del dólar frente al euro. Además, si la Reserva Federal de EEUU continúa con su ritmo actual de alzas de tipos de interés, es muy probable que el efecto cambiario se acentúe en el futuro.

Por lo que respecta a los ingresos del *Real Estate*, estos entrañan probablemente la mayor complicación a la hora de elaborar una previsión de los mismos, dado que no se dispone de información acerca de futuras operaciones de venta de activos.

Por tanto, se ha optado por elaborar una proyección sobre futuras inversiones y desinversiones en inmovilizado material (véase: inversión neta en activo no corriente) en base al ritmo de altas y bajas de inmovilizado registrado en los últimos ejercicios y, después, sobre las enajenaciones de inmovilizado previstas se ha hecho el cálculo de las posibles plusvalías a obtener, suponiendo que los inmovilizados se venden a un precio un 101,40% superior a su valor neto contable<sup>4</sup>.

A pesar de las buenas previsiones hoteleras, por motivos de prudencia y ante la expectativa de que la llegada de turistas se modere de 2020 en adelante, se ha

---

<sup>4</sup> Al repasar las últimas ventas de hoteles realizadas por Meliá entre 2011 y 2015, se ha visto que los precios de venta son, en promedio, un 101,40% superior al valor neto contable del activo.

establecido en el escenario una ralentización del crecimiento de todos aquellos ingresos vinculados al negocio hotelero a partir de 2019 (inclusive) <sup>5</sup>.

En este sentido, se ha estimado que en 2019 y 2020 la tasa de crecimiento de los distintos ingresos del negocio hotelero será, con respecto al crecimiento registrado en el ejercicio anterior, un 25% y un 50% inferior respectivamente.

A continuación, se muestra un resumen de las hipótesis formuladas, así como la correspondiente proyección de ingresos:

Crecimiento estimado	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Hoteles Propiedad & Alquiler	8,7%	8,7%	8,7%	6,5%	3,3%
Hoteles Gestión & Franquicia	3,8%	3,8%	3,8%	2,9%	1,4%
Otros Negocios (casinos, campos de golf)	5,9%	5,9%	5,9%	4,4%	2,2%
Club Meliá	2,9%	2,9%	2,9%	2,2%	1,1%
Real Estate	-	-	-	-	-

Estimación de ingresos (Millones de euros)	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Hoteles Propiedad & Alquiler	1.417	1.541	1.675	1.784	1.842
Hoteles Gestión & Franquicia	184	191	198	204	207
Otros Negocios (casinos, campos de golf)	92	98	104	108	111
Club Meliá	103	106	109	111	112
Real Estate	100	98	97	95	93
<b>TOTAL</b>	<b>1.897</b>	<b>2.034</b>	<b>2.182</b>	<b>2.302</b>	<b>2.365</b>
<i>Variación anual</i>	<i>9,1%</i>	<i>7,2%</i>	<i>7,3%</i>	<i>5,5%</i>	<i>2,7%</i>

Tabla 8: Previsión de ventas. Fuente: elaboración propia

### 7.1.2 ESTIMACIÓN DE GASTOS/PAGOS

A continuación, se presentan las hipótesis formuladas para las partidas de gasto:

#### ▪ Consumos

También llamado coste de ventas, es un gasto que suele aumentar o disminuir de forma bastante proporcional al nivel de actividad. En términos medios, este coste absorbe el 12,2% de las ventas totales de Meliá, por lo que se ha establecido como hipótesis que esta partida seguirá representando en el futuro ese porcentaje de la facturación en la cuenta de pérdidas y ganancias.

#### ▪ Gastos de personal

En el periodo 2011-2015 el número medio de empleados fue de 18.472 y el salario bruto por trabajador se situó de media en los 17.522 euros anuales, mientras que la Seguridad

<sup>5</sup> Los ingresos del Real Estate no se ven afectados por esta hipótesis, pues provienen de una actividad totalmente independiente de la coyuntura del sector hotelero.

Social a cargo de la empresa representó un 22,1% del salario bruto y las aportaciones a otros gastos sociales fueron del 5,8% sobre el salario bruto.

Desde 2011, la plantilla de la empresa ha crecido en promedio un 3% anual y el salario bruto se ha revalorizado cada año un 0,2%.

La estimación realizada es que la empresa seguirá contratando personal, al menos, los próximos dos años (hasta 2017) para cubrir las necesidades de personal que irán surgiendo como consecuencia del aumento general de la actividad.

En este sentido, se ha previsto que el número medio de empleados continúe creciendo un 3% anual hasta 2017 y que, después, esta cifra se estabilice. En cuanto al salario bruto anual, este también continuará revalorizándose a razón de un 0,2% anual.

(Euros)	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Sueldos y salarios	18.025	18.061	18.097	18.133	18.170
Seguridad Social (22,1%)	3.984	3.991	3.999	4.007	4.015
Otros gastos sociales (5,8%)	1.045	1.048	1.050	1.052	1.054
<b>Gasto anual por empleado</b>	<b>23.054</b>	<b>23.100</b>	<b>23.146</b>	<b>23.193</b>	<b>23.239</b>
Número medio de empleados	20.490	21.104	21.104	21.104	21.104
<b>TOTAL</b>	<b>472.370.530</b>	<b>487.514.729</b>	<b>488.489.759</b>	<b>489.466.738</b>	<b>490.445.672</b>

Tabla 9: Previsión de los gastos de personal. Fuente: elaboración propia

#### ▪ Otros gastos y arrendamientos

La mayoría de las cargas incluidas en estos epígrafes tienen un componente variable que les hace estar muy correlacionadas con la evolución de las ventas. De acuerdo con los datos de los últimos años, la partida *Otros gastos* absorbe, en promedio, el 33,1% de las ventas totales, mientras que la partida *Arrendamientos* un 7,8%.

Se ha supuesto que estos gastos seguirán manteniendo dichos pesos relativos en la cuenta de pérdidas y ganancias.

#### ▪ Amortizaciones técnicas

Para hacer la proyección del importe de las amortizaciones futuras, se han calculado los coeficientes de amortización del inmovilizado material e intangible, es decir, los porcentajes de inmovilizado material e intangible que se amortizan cada año.

Para ello, para un periodo de cinco años se ha dividido la dotación anual a amortización por el saldo medio de inmovilizado, a coste histórico, del ejercicio de devengo y, después, se ha obtenido el promedio. De acuerdo con los coeficientes obtenidos, cada año se amortiza un 5,3% de inmovilizado intangible y un 3,5% de inmovilizado material.

Finalmente, las dotaciones a amortización de 2016 a 2020 se han obtenido multiplicando los coeficientes de amortización por los importes de inmovilizado material e intangible, a coste histórico, previstos a comienzos de cada ejercicio.

En lo referente a deterioros de valor de los activos, no se han realizado estimaciones.

▪ **Gasto por impuesto sobre beneficios**

Dado que Meliá Hotels es un grupo consolidado multinacional que factura en 38 países diferentes, el tipo de gravamen del impuesto sobre beneficios que paga no es único. Las dificultades que plantea este hecho ha llevado, finalmente, a considerar como tipo impositivo un 33,12%, que es el tipo medio pagado entre 2011 y 2016.

Se entiende que esta tasa impositiva puede ser considerada como una media ponderada representativa de los distintos tipos de gravamen que el grupo soporta.

▪ **Inversión neta en activo no corriente**

Como se comentó en la sección referente a la previsión de ingresos del *Real Estate*, la falta de información acerca de futuras compras y ventas de activos lleva a establecer como hipótesis más razonable que la compañía continuará en el futuro realizando adquisiciones y enajenaciones de inmovilizado en las mismas proporciones que en los últimos cinco ejercicios.

Si bien se conoce que la compañía no tiene intención de realizar grandes inversiones en activo fijo, puesto que su estrategia de crecimiento no es intensiva en capital, no se puede dar por hecho que la empresa no realizará ninguna compra de inmovilizado en el futuro, pues tal y como puede observarse en las altas y bajas históricas registradas en los balances, el grupo realiza todos los años un mínimo de compras de inmovilizado material e intangible, además de ventas.

Por tanto, para realizar la previsión de compras y ventas de inmovilizado material e inmaterial se han tenido en cuenta los ritmos de altas y bajas de dichos activos registrados en los últimos cinco ejercicios. Esto quiere decir que se han calculado los porcentajes que representan las altas y las bajas sobre el coste histórico que había al inicio de cada ejercicio y, después, se ha obtenido el promedio.

Del mismo modo, para estimar el importe de la amortización acumulada que se da de baja cuando se enajena un inmovilizado, se ha calculado el porcentaje promedio en que estaban amortizados los activos que se dieron de baja entre 2011-2015, dividiendo el importe de amortización acumulada que figura en *bajas* por el coste histórico de activo que figura en *bajas*. El resultado es que los activos materiales que se enajenan están amortizados en un 45,2% y los activos inmateriales en un 86,6%.

En todos estos cálculos no se han considerado el fondo de comercio ni los terrenos, por ser elementos no amortizables.

Ya para el cálculo de los precios de venta de los activos y el resultado de la venta, a falta de información se ha supuesto que los activos inmateriales se venden por su valor neto contable, no generando así resultados, y que los elementos materiales se venden a un

precio un 101,40% superior a su valor neto contable, generando así un beneficio, que es el que se imputa como ingreso en la partida de *Real Estate*.

<b>ACTIVO INTANGIBLE (millones de €)</b>	<i>2016e</i>	<i>2017e</i>	<i>2018e</i>	<i>2019e</i>	<i>2020e</i>
<b>Adquisiciones</b>					
<b>PAGOS</b>	<b>7,9</b>	<b>8,1</b>	<b>8,3</b>	<b>8,5</b>	<b>8,7</b>
<b>Enajenaciones</b>					
Coste Histórico	2,2	2,3	2,3	2,4	2,4
Amortización Acumulada	1,9	2,0	2,0	2,0	2,1
VNC	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Precio de Venta	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Resultado de la venta (Precio - VNC)	0	0	0	0	0
<b>COBROS</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>
<b>Inversión Neta (Pagos-Cobros)</b>	<b>7,6</b>	<b>7,8</b>	<b>8,0</b>	<b>8,2</b>	<b>8,4</b>

<b>ACTIVO MATERIAL (millones de €)</b>	<i>2016e</i>	<i>2017e</i>	<i>2018e</i>	<i>2019e</i>	<i>2020e</i>
<b>Adquisiciones</b>					
<b>PAGOS</b>	<b>140</b>	<b>137</b>	<b>135</b>	<b>132</b>	<b>130</b>
<b>Enajenaciones</b>					
Coste Histórico	181	178	175	171	168
Amortización Acumulada	82	80	79	77	76
VNC	99	97	96	94	92
Precio de Venta	199	196	192	189	186
Resultado de la venta (Precio - VNC)	100	98	97	95	93
<b>COBROS*</b>	<b>99</b>	<b>97</b>	<b>96</b>	<b>94</b>	<b>92</b>
<b>Inversión Neta (Pagos-Cobros)</b>	<b>41</b>	<b>40</b>	<b>39</b>	<b>38</b>	<b>38</b>

\*Neto de plusvalías por venta, las cuales se imputan como cobros del Real Estate

Tabla 10: Previsión de adquisiciones y enajenaciones de inmovilizado. Fuente: elaboración propia

#### ▪ Variación de las necesidades del Fondo de Rotación de Explotación

Para obtener una previsión de las variaciones futuras que registrará el Fondo de Rotación de Explotación, se ha realizado una estimación de los periodos medios de almacenamiento, cobro y pago para los ejercicios 2016 a 2020, y después, han sido proyectados los saldos medios de las partidas Mercaderías, Clientes y Proveedores para dichos ejercicios. Finalmente, se han obtenido los saldos finales de dichas partidas, que son los que se han de tener en cuenta para el cálculo del fondo de rotación.

En cuanto a la estimación de los periodos medios, para llevarla a cabo se han calculado los periodos medios de almacenamiento, cobro y pago que la empresa registró entre 2011-2015. Los resultados obtenidos reflejan, al observar la tendencia de cada uno de los periodos medios, que la empresa practica una política de gestión del circulante basada en reducir de forma gradual el tiempo medio de aplazamiento de cobros y pagos

y de almacenamiento de las mercaderías. Estos, en promedio, han sido reducidos un 12%, 16% y 4% anual, respectivamente.

Por tanto, la hipótesis que se ha establecido es que esta política de gestión del circulante seguirá vigente, al menos, en los próximos 3 años, por lo que se prevé que los periodos medios continúen reduciéndose hasta 2018 en igual porcentaje al registrado en los últimos ejercicios.

A partir de 2019, se estima que los periodos medios no se reducirán más, pues sería poco creíble suponer que la empresa puede reducirlos de forma indefinida.

<i>(Millones de euros)</i>	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Mercaderías	74	60	67	53	58	56
Clientes (neto de anticipos de clientes)	79	68	64	55	50	57
- Proveedores (neto de anticipos a proveedores)	-183	-118	-223	-101	-252	-100
Necesidades básicas del FR de Explotación	-30	10	-92	7	-144	13
Otros activos de explotación	143	0	0	0	0	0
- Otros pasivos de explotación	-172	0	0	0	0	0
<b>FONDO DE ROTACIÓN DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>-59</b>	<b>10</b>	<b>-92</b>	<b>7</b>	<b>-144</b>	<b>13</b>
<b>Incremento de Necesidades del FR de Explotación</b>		<b>69</b>	<b>-102</b>	<b>99</b>	<b>-151</b>	<b>157</b>

Tabla 11: Previsión de las necesidades operativas de fondos (NOF). Fuente: elaboración propia

### 7.1.3 CUADRO-RESUMEN DE FLUJOS DE CAJA

<i>(Millones de euros)</i>	2015	2016e	% Ver.	2017e	% Ver.	2018e	% Ver.	2019e	% Ver.	2020e	% Ver.
Ingresos por ventas	1.738	1.897	100,0%	2.034	100,0%	2.182	100,0%	2.302	100,0%	2.365	100,0%
Consumos	-215	-231	-12,2%	-248	-12,2%	-266	-12,2%	-281	-12,2%	-288	-12,2%
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>1.523</b>	<b>1.665</b>		<b>1.786</b>		<b>1.916</b>		<b>2.022</b>		<b>2.077</b>	
Gastos de personal	-463	-472	-24,9%	-488	-24,0%	-488	-22,4%	-489	-21,3%	-490	-20,7%
Otros gastos	-623	-628	-33,1%	-674	-33,1%	-723	-33,1%	-762	-33,1%	-783	-33,1%
Arrendamientos	-144	-148	-7,8%	-159	-7,8%	-171	-7,8%	-180	-7,8%	-185	-7,8%
Amortizaciones técnicas	-91	-94	-5,0%	-93	-4,6%	-92	-4,2%	-91	-4,0%	-90	-3,8%
Deterioros de valor	-38	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
<b>BAIT</b>	<b>202</b>	<b>322</b>		<b>372</b>		<b>442</b>		<b>498</b>		<b>528</b>	
Impuesto sobre beneficios (33,12%)	-61	-107	-33,1%	-123	-33,1%	-146	-33,1%	-165	-33,1%	-175	-33,1%
<b>BAIDI</b>	<b>141</b>	<b>215</b>		<b>249</b>		<b>296</b>		<b>333</b>		<b>353</b>	
+ Amortizaciones técnicas	129	94		93		92		91		90	
<b>CASH-FLOW OPERATIVO</b>	<b>270</b>	<b>310</b>		<b>342</b>		<b>388</b>		<b>424</b>		<b>443</b>	
- Inversión neta en activo material		-41		-40		-39		-38		-38	
- Inversión neta en activo inmaterial		-8		-8		-8		-8		-8	
- Variación NOF		-69		102		-99		151		-157	
<b>FREE CASH-FLOW</b>		<b>192</b>		<b>397</b>		<b>242</b>		<b>529</b>		<b>240</b>	

Tabla 12: Previsión de la cuenta de resultados y del cash-flow libre. Fuente: elaboración propia

## 7.2 CÁLCULO DE LA TASA DE DESCUENTO

Puesto que el flujo de caja estimado es un flujo monetario bruto, por la razón de que se trata del dinero en efectivo que queda disponible para remunerar a los acreedores (amortizaciones financieras + intereses) y a los accionistas de la sociedad (dividendos), la tasa de descuento o actualización a utilizar debe recoger la rentabilidad que exigen tanto unos como otros.

En este sentido, la tasa de actualización que incorpora ambas variables es el Coste Medio Ponderado del Capital o WACC (Weighted Average Cost of Capital):

$$WACC = Ke \times \frac{RP}{RP + D} + Kd \times (1 - T) \times \frac{D}{RP + D}$$

*Donde:*

*Ke = Coste de los recursos propios (rentabilidad exigida por los inversores)*

*Kd = Coste de los recursos ajenos (rentabilidad exigida por los prestamistas)*

*T = Tipo de gravamen del Impuesto de Sociedades*

*RP = Recursos Propios (P. Neto)*

*D = Deudas a largo plazo (Pasivo No Corriente)*

El WACC representa, en definitiva, el coste promedio de los capitales permanentes de la empresa y es el utilizado para actualizar flujos de caja libre.

### 7.2.1 COSTE DE LOS RECURSOS PROPIOS (Ke)

El coste de los recursos propios es la rentabilidad mínima que los inversores exigen a su inversión en la empresa, es decir, es el rendimiento mínimo que los propietarios exigen a las acciones que poseen de la empresa.

Naturalmente, como cada inversor es libre de exigir a su inversión la rentabilidad que considere más adecuada, con toda seguridad no existe una tasa de rendimiento única que satisfaga a todos los inversores por igual, y más aún si tenemos en cuenta que el nivel de tolerancia al riesgo de cada inversor es diferente. Por tanto, la pregunta que surge es: ¿cómo determinar la rentabilidad exigida por los propietarios de la empresa si cada uno considera una tasa de rentabilidad diferente?

Ante la dificultad que supone conocer la rentabilidad individual que exige cada accionista<sup>6</sup>, la solución para obtener Ke pasa por determinar aquella tasa de rentabilidad mínima que de forma objetiva se debería exigir a las acciones de la empresa. Con tal fin se ha utilizado el modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model).

---

<sup>6</sup> Esta dificultad se hace más grande en empresas donde existe un gran número de propietarios, como en las compañías cotizadas.

Según este modelo, la tasa de rentabilidad mínima que un inversor objetivo exigiría es la rentabilidad que ofrece una inversión sin riesgo más una prima de riesgo ponderada por el riesgo sistemático de la acción:

$$K_e = R_f + \text{Prima de Riesgo} = R_f + [E(R_m) - R_f] \times \beta$$

Donde:

$R_f$  = Rentabilidad instantánea que ofrece una inversión sin riesgo (rentabilidad que se puede obtener hoy al comprar un activo libre de riesgo)

$E(R_m)$  = Rentabilidad de mercado esperada (rentabilidad esperada por todos los inversores para el conjunto de empresas cotizadas)

$[E(R_m) - R_f]$  = Prima de riesgo del mercado

$\beta$  = Coeficiente de riesgo de la acción

La prima de riesgo del mercado representa el exceso de rentabilidad que el mercado espera que ofrezca el promedio de empresas cotizadas por encima de la tasa sin riesgo. O lo que es lo mismo, es el rendimiento extra que los inversores esperan que ofrezca la bolsa con respecto al rendimiento que ofrece la deuda pública.

En la práctica la rentabilidad de mercado esperada tiene el inconveniente de que no se puede calcular, pues no conocemos las expectativas de rentabilidad de los inversores. Por tanto, una aproximación para obtener lo que podría ser  $R_m$  es suponer que el pasado es un buen predictor del futuro y en base a datos históricos de rentabilidad de las acciones realizar una estimación a futuro (Adserá & Viñolas, 2008).

En nuestro caso, se calculado la rentabilidad media anual registrada por las acciones del conjunto de empresas hoteleras entre 1995-2016. La suposición que se hace es que la rentabilidad ofrecida en el pasado por las acciones del sector hotelero es la que el mercado pueda esperar, y exigir como mínimo, para estas empresas en el futuro.

En cuanto a la obtención de la tasa sin riesgo, en el presente el activo de deuda pública denominado en euros más seguro que existe en el mercado de capitales es la deuda pública alemana<sup>7</sup>. Por tanto, se ha tomado como rendimiento libre de riesgo el T.I.R. que ofrece actualmente la deuda pública alemana a más largo plazo, en concreto, las Obligaciones del Estado a 30 años<sup>8</sup>.

Por otro lado, el coeficiente de riesgo de la acción, más conocido como beta ( $\beta$ ), recoge en qué proporción varía la rentabilidad de la acción cuando varía la rentabilidad del conjunto del mercado. Este coeficiente multiplica a la prima de riesgo para ajustar

---

<sup>7</sup> En la zona euro la deuda pública de Alemania es la que tiene el mayor grado de solvencia, de acuerdo con los ratings publicados por [www.datosmacro.com](http://www.datosmacro.com). Las agencias de calificación Moody's, Standard & Poor's y Fitch le otorgan las máximas calificaciones (Aaa, AAA y AAA, respectivamente)

<sup>8</sup> Se ha tomado como referencia el TIR de las obligaciones del Estado a cierre de 2015

el tamaño de esta al riesgo de la acción. Por tanto, dependiendo del valor que tome beta, el tamaño de la prima será mayor o menor que la del mercado<sup>9</sup>.

Para obtener este coeficiente, se ha estimado una recta de regresión lineal simple en la cual la variable dependiente, o la Y, es la rentabilidad mensual histórica de las acciones de Meliá (RH<sub>Meliá</sub>) y la variable independiente, o la X, es la rentabilidad mensual histórica de las acciones del conjunto de empresas hoteleras (RH<sub>m</sub>). La pendiente de la recta obtenida es el coeficiente beta (Véase Ilustración 35).

$$\beta = \frac{Cov(RH_m, RH_{Meliá})}{\sigma_{RH_m}^2}$$

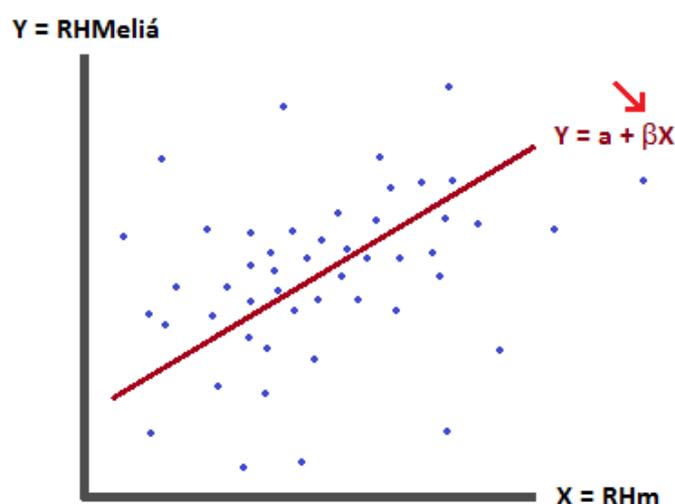


Ilustración 36: Ejemplo de gráfica de una regresión lineal simple. Fuente: elaboración propia

Los resultados finales obtenidos son los siguientes:

E(Rm)	14,16%
Rf	1,49%
Prima de riesgo [E(Rm)-Rf]	12,67%
Beta Meliá (β)	1,16
<b>Ke</b>	<b>16,24%</b>

Se ha comprobado que el valor de la beta obtenida no dista significativamente de la que publican Reuters o Financial Times, que es de 1,11.

<sup>9</sup> Resulta lógico pensar que la prima de riesgo que deba exigirse a una acción dependa del riesgo de la acción y, por tanto, el tamaño de esta prima varíe de aquella que exige el mercado, salvo que beta fuera igual a 1, lo cual significaría que la rentabilidad de las acciones de la empresa varía en igual proporción que la rentabilidad del mercado, y esto implica que la empresa tiene el mismo nivel de riesgo que el conjunto de empresas cotizadas.

En conclusión, la rentabilidad mínima que un inversor potencial y objetivo exigiría a las acciones de Meliá es del 16,24% anual.

### 7.2.2 COSTE DE LOS RECURSOS AJENOS ( $K_d$ )

Para hallar la rentabilidad que exigen los prestamistas basta con conocer el tipo de interés al que están concedidos los préstamos que tiene la compañía. Como en el caso de Meliá no se dispone de información completa acerca del tipo de interés que paga por todas las fuentes de financiación que utiliza (sólo es conocido el cupón anual que devengan los empréstitos), se ha realizado un cálculo aproximado del coste de la deuda dividiendo el gasto por intereses<sup>10</sup> devengado en 2015 por el saldo medio de deuda financiera de dicho año. Como resultado se ha obtenido que el coste de los recursos ajenos es del 5,19% anual.

<i>(Millones de euros)</i>	
Deuda viva a 01/01/2015	1.387
Deuda viva a 31/12/2015	1.172
Saldo Medio	1.280
Gasto por intereses	66
<b>Kd</b>	<b>5,19%</b>

### 7.2.3 COSTE MEDIO PONDERADO DEL CAPITAL (WACC)

Finalmente, el WACC que se obtiene al sustituir en la ecuación todas las variables obtenidas anteriormente es el siguiente<sup>11</sup>:

$$WACC = 16,24\% \times 0,57 + 5,19\% \times (1 - 0,3312) \times 0,43 = 10,80\%$$

## 7.3 CÁLCULO DEL VALOR RESIDUAL

El valor residual (VR) es el valor que tendría la compañía en el último año de la proyección (en 2020) y, para obtenerlo, se toma el último flujo de caja estimado y se actualiza como una renta perpetua.

Este cálculo se hace porque se presupone que la empresa seguirá funcionando indefinidamente, es decir, su existencia no finalizará en 2020, y si bien lo teóricamente correcto para obtener el VR sería actualizar todos los flujos de dinero que la empresa generará a partir de 2020, la imposibilidad de proyectar infinitos flujos de caja obliga a simplificar y considerar que el último flujo estimado es suficientemente representativo de los flujos de efectivo que la empresa generará desde el último año proyectado en adelante.

<sup>10</sup> Es aquél que recoge el epígrafe *Gastos Financieros* de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias.

<sup>11</sup> La estructura de capitales permanentes utilizada se corresponde con las ponderaciones que estos presentan en el balance de 2015.

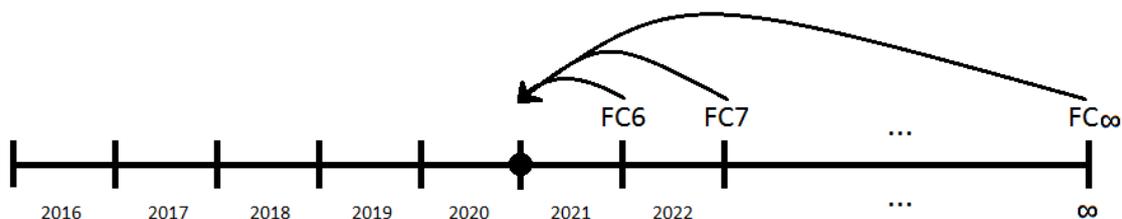


Ilustración 37: Representación teórica del modo de obtener el valor residual. Fuente: elaboración propia

Para llevar a cabo la actualización se ha utilizado el método de Gordon-Saphiro, el cual supone que los flujos de caja futuros crecerán año tras año a una tasa constante ( $g$ ), la cual ha sido estimada de la siguiente manera:

$$g = \text{Ratio de Retención de Beneficios} \times ROE = 0,8467 \times 3,64\% = 3,08\%$$

El valor residual de la empresa en el último año de la valoración es de:

$$VR = \frac{FC_n \times (1 + g)}{k - g} = \frac{240 \times (1 + 0,0308)}{0,1080 - 0,0308} = 3.203 \text{ (millones de €)}$$

#### 7.4 VALOR ACTUAL DE MELIÁ HOTELS INTERNATIONAL

El último paso es actualizar los flujos de caja para obtener su valor actual o presente, es decir, se va a obtener el valor que tiene hoy el de dinero que la empresa va a generar en los próximos años, de acuerdo con las previsiones realizadas.

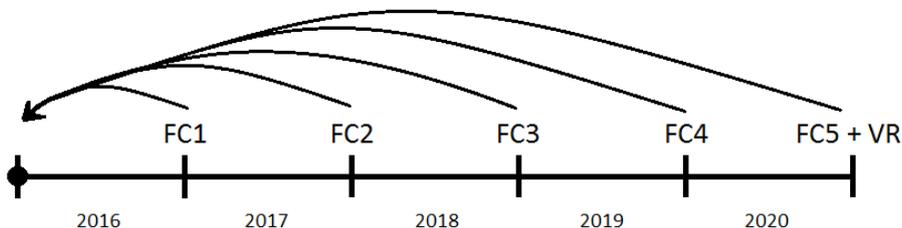


Ilustración 38: Esquema de los flujos de caja. Fuente: elaboración propia

$$\begin{aligned} V.E. \text{bruto} &= \frac{FC_1}{(1+k)^1} + \frac{FC_2}{(1+k)^2} + \frac{FC_3}{(1+k)^3} + \frac{FC_4}{(1+k)^4} + \frac{FC_5 + VR}{(1+k)^5} \\ &= \frac{192}{(1+0,1080)^1} + \frac{397}{(1+0,1080)^2} + \frac{242}{(1+0,1080)^3} + \frac{529}{(1+0,1080)^4} + \frac{240 + 3.203}{(1+0,1080)^5} \\ &= 3.087 \text{ (millones de €)} \end{aligned}$$

No obstante, se ha de advertir que el valor presente que se obtiene es un valor actual bruto, pues como ya se comentó anteriormente, los flujos de efectivo descontados son cash-flows disponibles para remunerar a acreedores y accionistas. En consecuencia, para obtener el efectivo final que quedará disponible exclusivamente

para remunerar a los propietarios de la sociedad, habrá que retirar el montante de dinero que corresponde a los prestamistas de la compañía.

Por otro lado, no se debe pasar por alto que se está valorando un grupo empresarial consolidado en el que existen socios externos o minoritarios, que tienen derecho sobre una parte de los fondos generados por el negocio, por lo que habrá que retirar también la parte de efectivo que corresponde a este colectivo (Revello de Toro Cabello, 2014).

Todo lo anterior se lleva a cabo restando al *V.E. bruto* las deudas a largo plazo y el neto patrimonial de los minoritarios. Así, el saldo de efectivo resultante será el valor presente del dinero que potencialmente pueden recibir los accionistas de Meliá en forma de dividendos. En definitiva, este saldo de dinero representa el valor neto total de la compañía.

$V.E. \text{ neto total} = V.E. \text{ bruto} - \text{Deudas a Largo Plazo (a valor contable)} - \text{Socios Externos (a valor contable)} = 3.087 - 975 - 51 = \mathbf{2.061 \text{ (millones de €)}}$

De acuerdo con el resultado, el valor presente de Meliá Hotels es de 2.061 millones de euros. Si finalmente se divide este importe por el número de acciones en circulación<sup>12</sup>, se obtiene el valor intrínseco o teórico o de la acción:

$$\begin{aligned} \text{Valor intrínseco de la acción} &= \frac{V.A. \text{ neto total (millones de €)}}{N^{\circ} \text{ acciones en circulación (millones)}} = \frac{2.061}{194} \\ &= \mathbf{10,61 \text{ €/acción}} \end{aligned}$$

Por lo tanto, según el método de descuento de flujos de caja, el valor de la acción de Meliá es de **10,61 euros**.

#### **7.4.1 ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD**

A continuación, ha sido realizado un análisis de sensibilidad para ver como varía la valoración de la empresa en base a distintos escenarios y de este modo obtener un rango de precios en el que oscilaría el valor de la acción la empresa.

Para simular los escenarios se han introducido variaciones en algunas de las variables clave que influyen en la valoración, como son la tasa de descuento (WACC) y la tasa de crecimiento de los flujos de efectivo (g).

---

<sup>12</sup> El número de acciones en circulación es de 194.267.307. Esta cifra se ha obtenido de restar al total de acciones emitidas (199.053.048) el número de acciones en autocartera (4.785.741).

WACC	g				
	2,58%	2,83%	3,08%	3,33%	3,58%
9,30%	2.539	2.636	2.740	2.853	<b>2.977</b>
9,80%	2.311	2.393	2.481	2.576	2.678
10,30%	2.111	2.182	2.257	2.337	2.424
10,80%	1.936	1.996	<b>2.061</b>	2.130	2.204
11,30%	1.780	1.833	1.889	1.948	2.012
11,80%	1.640	1.687	1.736	1.788	1.843
12,30%	<b>1.515</b>	1.556	1.599	1.645	1.693

Tabla 13: Análisis de escenarios. Fuente: elaboración propia

El escenario más optimista sería aquel en el que el WACC es del 9,30% y la tasa de crecimiento de los flujos de caja es del 3,58%. En esta situación el valor total de la empresa sería de 2.977 millones de euros, lo que equivaldría a valorar la acciones en 15,32 euros/título. Por el contrario, el escenario más pesimista sería aquel en el que la tasa de descuento se eleva hasta el 12,30% y la tasa de crecimiento de los flujos de efectivo se reduce hasta el 2,58%. En este escenario el valor total de la empresa sería de 1.515 millones de euros, lo cual equivaldría a valorar la acción en 7,80 euros.

Un escenario más neutral sería aquel que queda delimitado por el cuadro de color ubicado en el centro de la matriz de valores. Tomando como referencia este escenario, el rango de valoración definitivo que se establece para el grupo Meliá estaría comprendido entre los 1.833 y 2.337 millones de euros, lo cual supone valorar los títulos de la compañía entre 9,43 y 12,03 euros por acción.

## 8. VALORACIÓN DE LA EMPRESA POR EL MÉTODO DE LOS MÚLTIPLOS

Finalmente, se va a realizar la valoración de Meliá Hotels mediante el método de los múltiplos o comparables. Para ello, se van a calcular una serie de ratios conocidos como múltiplos, que relacionan determinadas variables de la compañía (beneficios, dividendos, valor contable...) con el valor bursátil de la misma.

Los múltiplos que se utilizarán para la valoración son los siguientes:

- **Price-to-Earnings Ratio (PER):** este ratio relaciona la cotización de la acción con el beneficio por acción y es indicativo de cuántas veces está pagando el mercado por los beneficios de la empresa.
- **Dividend Yield:** relaciona el dividendo por acción con la cotización y lo que mide es la rentabilidad por dividendo que ofrece la acción.
- **Price-to-Book Value Ratio (P/B):** este múltiplo relaciona la cotización con el valor en libros de la acción e indica cuántas veces es superior o inferior el valor de mercado de la sociedad con respecto a su valor neto contable.

- **Earning Yield Ratio:** se obtiene de hacer la inversa del PER, es decir, de dividir el beneficio por acción entre la cotización, y mide la rentabilidad por beneficios que ofrece la acción.
- **Price-to-EBIT Ratio:** este múltiplo, similar al PER, relaciona la cotización con una variable de beneficio antes de intereses e impuestos, indicando así cuántas veces está pagando el mercado por los beneficios antes de intereses e impuestos de la compañía.
- **Price-to-Sales Ratio:** este último ratio relaciona el valor de mercado de la compañía con las ventas totales, y lo que indica es cuántas veces están contenidas las ventas de la compañía en el precio de la acción.

El método es muy sencillo de aplicar y consiste, básicamente, en calcular los múltiplos del sector y, después, haciendo una sustitución en el ratio, se obtiene la valoración que tendría la empresa objetivo de acuerdo con cada múltiplo sectorial. Por tanto, lo que se hace es obtener la capitalización que tendría la empresa suponiendo que esta cotizara a iguales múltiplos que otras empresas comparables.

En la tabla siguiente se recogen los distintos múltiplos que presentan el conjunto de empresas hoteleras competidoras, así como las distintas valoraciones que tendría Meliá de acuerdo con cada múltiplo:

	Múltiplos del sector	Valoración de Meliá	
		Valor neto total (mill. €)	Eur/acción
Dividend Yield	1,9%	315	1,62
PER	16,10	563	2,90
Earning Yield	5,2%	672	3,46
Price/Sales	1,99	3.454	17,78
P/B	3,51	4.609	23,72
Price/EBIT	15,38	4.699	24,19
<b>MEDIA</b>	-	<b>2.385</b>	<b>12,28</b>

Tabla 14: Valoración de Meliá por distintos múltiplos. Fuente: elaboración propia

Se puede observar que cada múltiplo arroja una valoración de la empresa muy dispar, dando como resultado un rango de valoración extremadamente amplio, que ubica el valor de la compañía entre los 315 y 4.699 millones de euros. Ante esta gran divergencia de valoraciones, se ha considerado como solución calcular el promedio de todas ellas. Así, se obtiene que el valor neto total del grupo Meliá sería de **2.385 millones** de euros, lo que equivaldría a fijar el valor de la acción en **12,28 euros**.

## 9. CONCLUSIONES

Meliá Hotels International es un grupo hotelero multinacional de origen español, líder en el mercado turístico español y con más de medio siglo de historia. Su pronta expansión internacional en la década de los 80 y su salida a bolsa a finales de los 90 la convierte en una de las primeras compañías hoteleras europeas en internacionalizarse y en cotizar en un mercado regulado.

Meliá cuenta con un extenso portfolio de marcas que va dirigido a un segmento de clientela con poder adquisitivo medio-alto, pero con perfiles y necesidades diferentes. Así, con la variedad de hoteles que el grupo ofrece, este cubre desde un turismo de carácter urbano hasta el clásico turismo de sol y playa. Además, la localización geográfica de los hoteles, junto con los servicios que estos ofrecen – como campos de golf y casinos – son uno de los factores clave que permite a la compañía satisfacer las necesidades de la demanda.

Por otro lado, el modelo de explotación hotelera adoptado por Meliá desde hace ya más de una década permite al grupo diversificar determinados riesgos, como los derivados de la estacionalidad de la demanda o de la incertidumbre político-jurídica de algunos destinos turísticos, además de reducir costes de estructura (personal, mantenimiento y conservación, amortizaciones...) y garantizar una corriente de ingresos fija en forma de *fees* y *royalties*.

Desde el punto de vista económico-financiero, la compañía presenta una mejoría de sus márgenes y del beneficio, gracias, en parte, a la reducción de costes, y especialmente por la buena marcha que experimentan las ventas. En cuanto a las rentabilidades, las inversiones del grupo siguen mostrando un reducido rendimiento económico y la remuneración de los fondos propios es baja. Por lo que respecta a los niveles de solvencia y liquidez, estos muestran históricamente unos niveles bastante inferiores a los del sector, si bien este hecho no ha dado lugar, por el momento, a dificultades financieras para la compañía. Así mismo, el continuo incremento del cash-flow de explotación y la elevada posición de tesorería del grupo permite atender puntualmente a los vencimientos de deuda, lo cual está permitiendo reducir notablemente el apalancamiento financiero del balance. De continuar en el futuro el actual ritmo de crecimiento de los ingresos y, por consiguiente, de la corriente de cobros, es de esperar que el grupo pueda reducir más rápidamente sus niveles de deuda y mejorar su balance.

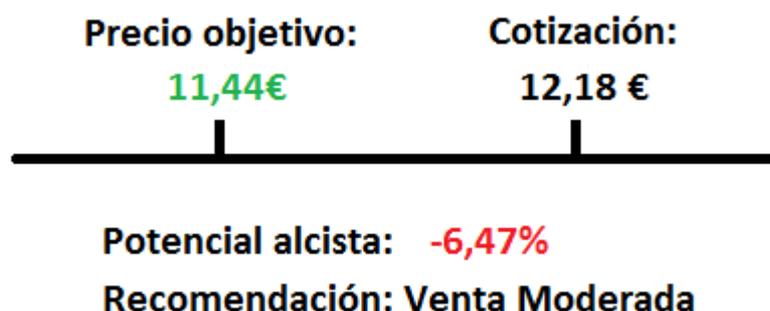
En cuanto a la valoración de la compañía, tal y como se ha podido constatar, distintos métodos de valoración ofrecen distintos resultados. Mientras que el método de descuento de flujos de caja fija el valor total de la firma en 2.061 millones de euros (10,61 €/acción), el promedio de los múltiplos valora la empresa en 2.385 millones de euros (12,28 €/acción), por lo que existe una palpable diferencia entre ambas valoraciones ( $\pm 324$  millones). Por lo tanto, alcanzado este punto es del todo razonable preguntarse qué precio a pagar es el más adecuado o justo.

Para responder a esta pregunta se ha optado por calcular el valor medio de las dos valoraciones obtenidas:

Valoraciones	Valor neto total (mill. €)	Eur/acción
Descuento de Flujos	2.061	10,61
Comparables	2.385	12,28
<b>MEDIA</b>	<b>2.223</b>	<b>11,44</b>

Tabla 15: Resumen de las valoraciones y valor promedio. Fuente: elaboración propia

En conclusión, el valor total del grupo Meliá Hotels, de acuerdo con las estimaciones realizadas, es de 2.223 millones de euros (11,44 €/acción). Actualmente, la compañía tiene una capitalización bursátil o valor en bolsa de 2.366 millones de euros (12,18 €/acción)<sup>13</sup>, por lo que se concluye que la firma está levemente sobrevalorada en el mercado. Por ese motivo, la recomendación que se haría sobre los títulos de la compañía sería de venta moderada.



<sup>13</sup> Capitalización y cotización al cierre del mes de diciembre de 2015

## BIBLIOGRAFÍA

- Accor Hotels. (4 de Marzo de 2016). Obtenido de <http://www.accorhotels-group.com/en/group/history/chronology.html>
- Accor Hotels. (10 de Marzo de 2016). Obtenido de <http://www.accorhotels-group.com/en/finance/financial-library/regulated-information/annual-financial-report.html>
- Adserá, X., & Viñolas, P. (2008). *Principios de valoración de empresas*. Bilbao: Deusto.
- Bernstein, L. A. (1993). *Análisis de estados financieros: teoría, aplicación e interpretación*. Barcelona: Irwin.
- Casanovas, M., & Santandreu, P. (2011). *Guía práctica para la valoración de empresas*. Barcelona: Profit.
- Choice Hotels International. (8 de Marzo de 2016). Obtenido de <https://www.choicehotels.com/about/corporate-history>
- Comisión Nacional del Mercado de Valores. (4 de Febrero de 2016). *Hechos Relevantes*. Obtenido de <http://www.cnmv.es/Portal/HR/ResultadoBusquedaHR.aspx?nif=A78304516&division=1>
- Comisión Nacional del Mercado de Valores. (3 de Febrero de 2016). *Informes financieros anuales*. Obtenido de <http://www.cnmv.es/Portal/Consultas/IFA/ListadoIFA.aspx?id=0&nif=A78304516>
- Diario Expansión. (4 de Mayo de 2016). *Rating: calificación de la deuda de los países*. Obtenido de <http://www.datosmacro.com/ratings>
- European Central Bank (ECB). Statistical Data Warehouse. (1 de Abril de 2016). *ECB reference exchange rate, UK pound sterling/Euro*. Obtenido de [https://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=120.EXR.A.GBP.EUR.SP00.E](https://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.EXR.A.GBP.EUR.SP00.E)
- Federal Reserve Bank of St. Louis . (23 de Mayo de 2016). *U.S. / Euro Foreign Exchange Rate [DEXUSEU]*. Obtenido de <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/DEXUSEU>
- Federal Reserve Bank of St. Louis . (23 de Mayo de 2016). *U.S. / U.K. Foreign Exchange Rate [DEXUSUK]*. Obtenido de <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/DEXUSUK>
- Fernández, P. (2012). *Valoración de Empresas: Cómo medir y gestionar la creación de valor*. Barcelona: Gestión 2000.
- Financial Times. (3 de Mayo de 2016). *Beta Meliá*. Obtenido de <http://markets.ft.com/research/Markets/Tearsheets/Business-profile?s=MEL:MCE>
- Fondo Monetario Internacional. (2016). *World Economic Outlook (WEO) Update January 2016*. Washington: IMF.
- González Pascual, J. (2011). *Análisis de la empresa a través de su información económico-financiera*. Madrid: Pirámide.

Hyatt Hotels Corporation. (4 de Marzo de 2016). Obtenido de <http://www.hyatt.de/hyatt/es/about/our-company/company-history.jsp>

Hyatt Hotels Corporation. (11 de Marzo de 2016). Obtenido de <http://investors.hyatt.com/investor-relations/financial-reporting/annual-reports/default.aspx>

Intercontinental Hotels Group. (4 de Marzo de 2016). Obtenido de <http://story.ihg.com/>

Intercontinental Hotels Group. (10 de Marzo de 2016). Obtenido de <http://www.ihgplc.com/index.asp?pageid=942>

Investing. (3 de Mayo de 2016). *Cotización histórica Choice Hotels*. Obtenido de <http://es.investing.com/equities/choice-hotels-international-inc-historical-data>

Investing. (2 de Mayo de 2016). *Cotización histórica de Accor* . Obtenido de <http://es.investing.com/equities/accor-historical-data>

Investing. (3 de Mayo de 2016). *Cotización histórica de Hyatt Hotels*. Obtenido de <http://es.investing.com/equities/hyatt-hotels-corp-historical-data>

Investing. (2 de Mayo de 2016). *Cotización histórica de IHG*. Obtenido de <http://es.investing.com/equities/intercontinental-hotels-group-historical-data>

Investing. (2 de Mayo de 2016). *Cotización histórica de Marriott*. Obtenido de <http://es.investing.com/equities/marriott-intl-historical-data>

Investing. (2 de Mayo de 2016). *Cotización histórica de Meliá*. Obtenido de <http://es.investing.com/equities/melia-hotels-international-sa-historical-data>

Investing. (2 de Mayo de 2016). *Cotización histórica de Millennium Hotels* . Obtenido de <http://es.investing.com/equities/millennium---cophorne-historical-data>

Investing. (2 de Mayo de 2016). *Cotización histórica de NH Hotel Group*. Obtenido de <http://es.investing.com/equities/nh-hoteles-sa-historical-data>

Investing. (2 de Mayo de 2016). *Cotización histórica de Wyndham Worldwide*. Obtenido de <http://es.investing.com/equities/wyndham-world-historical-data>

Investing. (3 de Mayo de 2016). *Cotización histórica Starwood Hotels*. Obtenido de <http://es.investing.com/equities/starwood-hotels-historical-data>

Investing. (4 de Mayo de 2016). *Germany 30 Year Bond Yield*. Obtenido de <http://www.investing.com/rates-bonds/germany-30-year-bond-yield-historical-data>

Marriott International. (3 de Marzo de 2016). Obtenido de <http://www.marriott.com/about/culture-and-values/history.mi>

Meliá Hotels International, S.A. (2011). *Cuentas anuales consolidadas e Informe de gestión consolidado 2011*. Palma de Mallorca.

Meliá Hotels International, S.A. (2011). *Resultados Anuales 2011*.

- Meliá Hotels International, S.A. (2012). *Cuentas anuales consolidadas e Informe de gestión consolidado del ejercicio 2012*. Palma de Mallorca.
- Meliá Hotels International, S.A. (2012). *Resultados Anuales 2012*.
- Meliá Hotels International, S.A. (2013). *Cuentas anuales consolidadas e Informe de gestión consolidado del ejercicio 2013*. Palma de Mallorca.
- Meliá Hotels International, S.A. (2013). *Year End Results 2013*.
- Meliá Hotels International, S.A. (2014). *Cuentas anuales consolidadas e Informe de gestión consolidado del ejercicio 2014*. Palma de Mallorca.
- Meliá Hotels International, S.A. (2014). *Year End Results 2014*.
- Meliá Hotels International, S.A. (2015). *Cuentas anuales consolidadas e Informe de gestión consolidado del ejercicio 2015*. Palma de Mallorca.
- Meliá Hotels International, S.A. (2015). *Year End Results 2015*.
- Meliá Hotels International, S.A. (15 de Marzo de 2016). Obtenido de [http://www.meli-hotels-international.com/sites/default/files/informes-financieros/mhi\\_inversores\\_mar16\\_en.pdf](http://www.meli-hotels-international.com/sites/default/files/informes-financieros/mhi_inversores_mar16_en.pdf)
- Millennium & Copthorne Hotels. (8 de Marzo de 2016). Obtenido de <https://www.millenniumhotels.com/en/about-us/our-heritage/>
- Millennium & Copthorne Hotels. (10 de Marzo de 2016). Obtenido de <https://www.millenniumhotels.com/en/investors/annual-report-archive/>
- NH Hotel Group. (7 de Marzo de 2016). Obtenido de <http://corporate.nh-hotels.es/es/sobre-nh/historia>
- Organización Mundial del Turismo. (2015). *Panorama OMT del turismo internacional. Edición 2015*. Madrid: OMT-UNWTO.
- Revello de Toro Cabello, J. M. (2014). *La valoración de los negocios: una guía teórica y práctica para valorar empresas*. Madrid: Delta.
- Sánchez Herrera, J. (2010). *Estrategias y planificación en marketing*. Madrid: Pirámide.
- Sol Meliá, S.A. (2006). *Resultados Anuales 2006*.
- Sol Meliá, S.A. (2007). *Resultados Anuales 2007*.
- Sol Meliá, S.A. (2008). *Resultados Anuales 2008*.
- Sol Meliá, S.A. (2009). *Resultados Anuales 2009*.
- Sol Meliá, S.A. (2010). *Cuentas anuales consolidadas e Informe de gestión consolidado del ejercicio 2010*. Palma de Mallorca.
- Sol Meliá, S.A. (2010). *Resultados Anuales 2010*.

- Starwood Hotels & Resorts Worldwide. (7 de Marzo de 2016). Obtenido de <http://www.starwoodhotels.com/corporate/press/history.html>
- Starwood Hotels & Resorts Worldwide. (11 de Marzo de 2016). Obtenido de [http://www.starwoodhotels.com/corporate/about/investor/reports.html?language=es\\_ES](http://www.starwoodhotels.com/corporate/about/investor/reports.html?language=es_ES)
- Suárez Suárez, A. S. (1987). *Economía Financiera de la Empresa*. Madrid: Pirámide.
- Thomson Reuters. (3 de Mayo de 2016). *Beta Meliá*. Obtenido de <http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=MEL.MC>
- U.S. Securities and Exchange Commission. (22 de Febrero de 2016). *EDGAR Database*. Obtenido de <http://www.sec.gov/edgar/searchedgar/companysearch.html>
- Wyndham Worldwide Corporation. (9 de Marzo de 2016). Obtenido de <http://es.wyndhamworldwide.com/category/our-history>
- Zubiaurre Artola, M. Á. (2014). *Análisis Contable*. San Sebastián: UPV/EHU.

## ANEXOS

### ANEXO 1: BALANCE DE SITUACIÓN CONSOLIDADO A 31 DE DICIEMBRE

<i>(Millones de euros)</i>	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Inmovilizado intangible</b>	<b>94</b>	<b>91</b>	<b>90</b>	<b>139</b>	<b>138</b>	<b>159</b>
Fondo de comercio	19	19	19	34	36	61
Derechos de Traspaso	83	85	88	90	97	103
Aplicaciones informáticas	68	71	69	119	123	133
Otro inmovilizado intangible	7	7	8	8	8	8
Inmovilizado en curso	0	0	0	3	4	0
Amortización acumulada Derechos de Traspaso	-25	-29	-33	-36	-41	-48
Amortización acumulada Aplicaciones informáticas	-53	-57	-56	-74	-83	-93
Amortización acumulada Otro Inmovilizado intangible	-5	-5	-5	-5	-6	-5
<b>Inmovilizado material</b>	<b>2.062</b>	<b>1.819</b>	<b>1.762</b>	<b>1.615</b>	<b>1.555</b>	<b>1.579</b>
Terrenos	410	387	371	396	388	382
Construcciones	1.570	1.548	1.541	1.329	1.275	1.385
Instalaciones técnicas y maquinaria	438	416	412	420	429	419
Otro inmovilizado material	448	458	471	475	472	497
Obras en curso	176	4	17	8	12	9
Amortización acumulada Construcciones	-452	-451	-473	-429	-427	-494
Amortización acumulada Instal. Técnicas y maquinaria	-236	-243	-251	-261	-282	-285
Amortización acumulada Otro inmovilizado material	-291	-301	-325	-321	-312	-334
<b>Inversiones inmobiliarias</b>	<b>136</b>	<b>135</b>	<b>150</b>	<b>136</b>	<b>133</b>	<b>139</b>
<b>Inversiones valoradas por el método de la participación</b>	<b>33</b>	<b>71</b>	<b>102</b>	<b>101</b>	<b>192</b>	<b>179</b>
<b>Otros activos financieros no corrientes</b>	<b>116</b>	<b>219</b>	<b>303</b>	<b>320</b>	<b>224</b>	<b>231</b>
Coberturas flujos de efectivo (Swaps)	1	0	0	0	0	0
Créditos a entidades asociadas	56	168	219	227	97	112
Financiación a propiedades	19	14	12	16	26	22
Otros créditos	14	13	55	60	84	81
Instrumentos de patrimonio no cotizados	26	24	17	17	16	16
Cartera de negociación	0	0,15	0,15	0	0	0
<b>Activos por impuestos diferidos</b>	<b>127</b>	<b>154</b>	<b>159</b>	<b>153</b>	<b>149</b>	<b>132</b>
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>2.567</b>	<b>2.489</b>	<b>2.566</b>	<b>2.464</b>	<b>2.391</b>	<b>2.420</b>
<b>Activos no corrientes mantenidos para la venta</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>100</b>	<b>116</b>	<b>0</b>
<b>Existencias</b>	<b>90</b>	<b>89</b>	<b>88</b>	<b>63</b>	<b>72</b>	<b>81</b>
Mercaderías	86	86	85	61	67	74
Anticipos a Proveedores	4	3	4	2	5	7
<b>Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar</b>	<b>250</b>	<b>314</b>	<b>319</b>	<b>261</b>	<b>246</b>	<b>254</b>
Clientes	147	175	141	137	130	140
Periodificaciones	4	9	14	11	11	11
Créditos al personal	1	1	1	1	1	1
Hacienda Pública deudora	15	19	21	8	13	12
Hacienda Pública IVA soportado	8	10	12	11	14	16
Hacienda Pública retención pagos a cuenta	0	0	3	0	0	0
Deuda entidades asociadas	42	50	85	39	37	36
Deudores	14	16	17	26	18	21
Cuentas corrientes	18	33	25	26	22	17
<b>Activos por impuestos sobre las ganancias corrientes</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>19</b>	<b>25</b>	<b>24</b>	<b>29</b>
<b>Otros activos financieros corrientes</b>	<b>8</b>	<b>25</b>	<b>18</b>	<b>44</b>	<b>31</b>	<b>30</b>
Coberturas flujos de efectivo (Swaps)	0	1	0	0	0	0
Créditos a entidades asociadas	3	15	4	4	8	7
Financiación a propiedades	1	5	7	35	21	20
Otros créditos	3	2	2	3	2	3
Cartera de negociación	1	3	4	2	0	0
<b>Efectivo y otros medios líquidos equivalentes</b>	<b>463</b>	<b>440</b>	<b>468</b>	<b>437</b>	<b>334</b>	<b>349</b>
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>823</b>	<b>880</b>	<b>912</b>	<b>930</b>	<b>824</b>	<b>743</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>3.390</b>	<b>3.369</b>	<b>3.478</b>	<b>3.394</b>	<b>3.216</b>	<b>3.163</b>

<i>(Millones de euros)</i>	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Capital suscrito</b>	37	37	37	37	40	40
<b>Prima de emisión</b>	758	696	696	698	865	877
<b>Resultado del ejercicio (atribuido al grupo)</b>	50	40	37	-73	30	36
<b>Reservas</b>	426	546	592	670	576	598
Beneficios acumulados de ejercicios anteriores	191	248	239	326	260	301
Otras reservas	235	298	353	344	316	297
<b>Acciones propias</b>	-103	-110	-110	-109	-52	-40
<b>Otros instrumentos de patrimonio (bonos convertibles)</b>	34	34	34	148	109	109
<b>Ajustes por cambio de valor</b>	-164	-190	-188	-272	-355	-357
Diferencias de conversión	-159	-183	-182	-269	-344	-354
Otros ajustes por cambio de valor	-5	-7	-6	-2	-10	-3
<b>PATRIMONIO NETO DEL GRUPO</b>	<b>1.038</b>	<b>1.053</b>	<b>1.098</b>	<b>1.100</b>	<b>1.213</b>	<b>1.264</b>
Intereses minoritarios	78	77	86	56	55	51
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>1.116</b>	<b>1.130</b>	<b>1.184</b>	<b>1.157</b>	<b>1.268</b>	<b>1.315</b>
<b>Derivados financieros</b>	8	6	4	9	11	8
Coberturas flujos de efectivo (Swaps)	8	6	4	3	5	3
Derivados en cartera de negociación	0	0	0	6	6	5
<b>Obligaciones y otros valores negociables (bonos)</b>	274	282	284	304	314	223
<b>Deudas con entidades de crédito</b>	765	757	564	800	653	495
Préstamos de entidades asociadas	6	1	0	0	0	0
Otros pasivos financieros	11	7	6	3	3	8
Otros acreedores por arrendamientos financieros	161	160	160	0	0	0
Subvenciones de capital	14	14	16	20	17	29
Provisiones	31	35	38	35	34	49
Pasivos por impuestos diferidos	180	177	178	155	148	162
<b>TOTAL PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>1.450</b>	<b>1.440</b>	<b>1.251</b>	<b>1.325</b>	<b>1.180</b>	<b>975</b>
<b>Pasivos de activos no corrientes mantenidos para la venta</b>	0	0	0	12	15	0
<b>Derivados financieros</b>	0	6	6	2	4	4
Coberturas flujos de efectivo (Swaps)	0	6	6	1	2	2
Derivados en cartera de negociación	0	0	0	1	2	2
<b>Obligaciones y otros valores negociables (bonos)</b>	0	0	1	191	4	115
<b>Deudas con entidades de crédito</b>	371	403	622	328	351	284
Préstamos de entidades asociadas	17	23	38	2	0	0
Otros pasivos financieros	109	48	54	69	62	47
Otros acreedores por arrendamientos financieros	0	0	0	0	0	0
<b>Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar</b>	308	304	297	293	311	397
Acreedores comerciales (Proveedores)	142	139	143	154	143	191
Anticipos de clientes	29	36	42	41	47	61
Periodificaciones	17	20	7	4	4	5
Remuneraciones pendientes de pago	38	40	39	42	53	51
Hacienda Pública acreedora	44	37	22	21	21	22
Seguridad Social acreedora	7	7	6	7	7	9
Hacienda Pública IVA repercutido	11	13	20	14	20	22
Deudas con entidades asociadas	18	7	14	6	13	24
Otros pasivos	3	5	4	3	2	12
Pasivos por impuestos sobre las ganancias corrientes	18	15	24	16	21	26
<b>TOTAL PASIVO CORRIENTE</b>	<b>824</b>	<b>800</b>	<b>1.042</b>	<b>912</b>	<b>768</b>	<b>874</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO</b>	<b>3.390</b>	<b>3.369</b>	<b>3.478</b>	<b>3.394</b>	<b>3.216</b>	<b>3.163</b>

## ANEXO 2: CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADA A 31 DE DICIEMBRE

<i>(Millones de euros)</i>	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Importe neto de la cifra de negocios</b>	<b>1.251</b>	<b>1.335</b>	<b>1.362</b>	<b>1.369</b>	<b>1.464</b>	<b>1.738</b>
<b>Aprovisionamientos</b>	<b>-146</b>	<b>-156</b>	<b>-165</b>	<b>-174</b>	<b>-185</b>	<b>-215</b>
<b>Gastos de personal</b>	<b>-396</b>	<b>-411</b>	<b>-393</b>	<b>-388</b>	<b>-429</b>	<b>-463</b>
Sueldos y salarios	-315	-324	-308	-296	-330	-358
Seguros sociales	-64	-68	-66	-67	-76	-80
Otros gastos sociales	-17	-19	-19	-18	-18	-20
Indemnizaciones	0	0	0	-7	-6	-5
<b>Otros gastos</b>	<b>-381</b>	<b>-423</b>	<b>-452</b>	<b>-459</b>	<b>-496</b>	<b>-623</b>
Alquileres varios	-9	-10	-9	-9	-10	-12
Mantenimiento y conservación	-39	-41	-40	-39	-43	-55
Servicios externos	-56	-60	-66	-75	-82	-107
Transportes y seguros	-12	-13	-14	-12	-12	-16
Gastos por gestión bancaria	-14	-11	-14	-13	-15	-20
Publicidad y promoción	-32	-40	-40	-35	-38	-55
Suministros	-68	-69	-74	-74	-80	-87
Gastos viajes y billeteaje	-10	-10	-10	-10	-11	-12
Tributos sobre actividad	-31	-38	-35	-43	-45	-53
Servicios exteriores diversos	0	-90	-123	-121	-134	-167
Otros gastos	-110	-41	-27	-27	-27	-37
<b>Arrendamientos</b>	<b>-92</b>	<b>-99</b>	<b>-103</b>	<b>-106</b>	<b>-126</b>	<b>-144</b>
<b>Reestructuraciones (Indemnizaciones por despido)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Amortizaciones y deterioros</b>	<b>-95</b>	<b>-98</b>	<b>-96</b>	<b>-93</b>	<b>-96</b>	<b>-129</b>
Amortización del inmovilizado intangible	-7	-8	-7	-11	-13	-15
Amortización del inmovilizado material	-88	-84	-86	-86	-80	-76
Deterioro del inmovilizado material	0	-6	-3	4	-4	-38
<b>Diferencia negativa de consolidación</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>6</b>	<b>31</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>RESULTADO DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>142</b>	<b>149</b>	<b>159</b>	<b>175</b>	<b>132</b>	<b>164</b>
<b>Ingresos financieros</b>	<b>81</b>	<b>58</b>	<b>44</b>	<b>79</b>	<b>109</b>	<b>145</b>
Diferencias positivas de cambio	52	44	10	28	89	137
Ingresos por dividendos	0	0	0	0	0	0
Ingresos por intereses	5	6	18	18	9	8
Otros ingresos financieros	4	4	7	2	11	0
Modificación sustancial de la deuda	0	0	0	31	0	0
Resultado por enajenación de activos financieros	17	0	9	0	0	0
Exceso de provisión para insolvencias de créditos	1	3	0	0	0	0
Variación valor razonable instrumentos financieros	1	0	0	0	0	0
<b>Gastos financieros</b>	<b>-147</b>	<b>-145</b>	<b>-127</b>	<b>-268</b>	<b>-175</b>	<b>-204</b>
Diferencias negativas de cambio	-59	-56	-18	-52	-65	-127
Gastos por intereses	-54	-57	-80	-105	-101	-66
Gastos por intereses de arrendamiento financiero	-12	-12	-13	-11	0	0
Otros gastos financieros	-14	-14	-10	-7	-6	-9
Resultado por actualización de balances	-8	-6	-7	-15	-2	-1
Dotación provisión para insolvencias de créditos	0	0	0	-2	-1	0
Variación valor razonable instrumentos financieros	0	0	0	-76	1	-1
<b>RESULTADO FINANCIERO</b>	<b>-67</b>	<b>-88</b>	<b>-84</b>	<b>-190</b>	<b>-66</b>	<b>-59</b>
Resultado entidades valoradas por método de la participación	-11	-10	-16	-16	-9	-4
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>64</b>	<b>51</b>	<b>59</b>	<b>-30</b>	<b>57</b>	<b>102</b>
Impuesto sobre beneficios	-12	-9	-17	-9	-25	-61
<b>RESULTADO DESPUÉS DE IMPUESTOS</b>	<b>52</b>	<b>42</b>	<b>42</b>	<b>-39</b>	<b>32</b>	<b>41</b>
Resultado de las actividades interrumpidas	0	0	0	-34	0	0
<b>RESULTADO CONSOLIDADO</b>	<b>52</b>	<b>42</b>	<b>42</b>	<b>-74</b>	<b>32</b>	<b>41</b>
<b>De la sociedad dominante (grupo)</b>	<b>50</b>	<b>40</b>	<b>37</b>	<b>-73</b>	<b>30</b>	<b>36</b>
De intereses minoritarios	2	2	5	-1	1	5

**ANEXO 3: ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO CONSOLIDADO A 31 DE DICIEMBRE**

<i>(Millones de euros)</i>	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Cobros de explotación</b>	1.618	1.652	1.725	1.752	1.806	2.099
<b>Pagos a proveedores y personal</b>	-1.509	-1.496	-1.543	-1.604	-1.597	-1.792
<b>Cobros / (Pagos) por impuesto sobre beneficios</b>	-18	-15	-26	-29	-20	-37
<b>FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>91</b>	<b>142</b>	<b>156</b>	<b>118</b>	<b>188</b>	<b>271</b>
<b>Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio</b>	<b>2</b>	<b>-8</b>	<b>0</b>	<b>-25</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>
Emisión	0	0	0	0	0	0
Amortización	-1	0	0	-27	0	0
Adquisición	0	-8	0	0	-2	-2
Enajenación	3	0	0	2	0	0
<b>Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero</b>	<b>120</b>	<b>-16</b>	<b>15</b>	<b>105</b>	<b>-187</b>	<b>-236</b>
Emisión	323	374	246	620	307	245
Devolución y amortización	-203	-390	-232	-515	-494	-481
<b>Pago de dividendos</b>	<b>-8</b>	<b>-10</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>
<b>Otros flujos de efectivo de actividades de financiación</b>	<b>-66</b>	<b>-83</b>	<b>-90</b>	<b>-91</b>	<b>-76</b>	<b>-64</b>
Pago de intereses	-58	-74	-81	-89	-81	-65
Otros cobros y pagos	-8	-9	-8	-2	5	1
<b>FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN</b>	<b>47</b>	<b>-117</b>	<b>-83</b>	<b>-19</b>	<b>-273</b>	<b>-309</b>
<b>Pagos por inversiones</b>	<b>-241</b>	<b>-194</b>	<b>-201</b>	<b>-220</b>	<b>-157</b>	<b>-186</b>
<b>Cobros por desinversiones</b>	<b>155</b>	<b>153</b>	<b>151</b>	<b>119</b>	<b>147</b>	<b>224</b>
<b>Otros flujos de efectivo de actividades de inversión</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
Cobros de dividendos	1	0	0	0	0	1
Cobros de intereses	0	0	0	1	0	0
<b>FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>	<b>-85</b>	<b>-40</b>	<b>-49</b>	<b>-100</b>	<b>-11</b>	<b>39</b>
Variación del tipo de cambio en el efectivo	-15	-7	5	-31	-5	11
<b>INCREMENTO / (DISMINUCIÓN) NETO EN EFECTIVO</b>	<b>39</b>	<b>-23</b>	<b>29</b>	<b>-31</b>	<b>-100</b>	<b>11</b>
EFFECTIVO Y EQUIVALENTES AL INICIO DEL PERIODO	424	463	440	468	437	337
<b>EFFECTIVO Y EQUIVALENTES AL FINAL DEL PERIODO</b>	<b>463</b>	<b>440</b>	<b>468</b>	<b>437</b>	<b>337</b>	<b>349</b>

#### ANEXO 4: RENTABILIDAD POR DIVIDENDO DE MELIÁ Y COMPETIDORES

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Meliá</b>	Dividendo	0,10	0,15	0,18	0,06	0,04	0,05	0,04	0,04	0,04	0,03
	Cotización	15,01	10,42	4,26	5,9	6,95	3,89	5,78	9,34	8,86	12,18
	<b>Yield</b>	<b>0,65%</b>	<b>1,43%</b>	<b>4,20%</b>	<b>1,05%</b>	<b>0,61%</b>	<b>1,39%</b>	<b>0,75%</b>	<b>0,43%</b>	<b>0,45%</b>	<b>0,25%</b>
<b>Marriott</b>	Dividendo	1,2268	0,2717	0,3189	0,0936	0,1982	0,3747	0,49	0,64	0,77	0,95
	Cotización	44,49	31,87	18,13	25,69	39,16	29,17	37,27	49,35	78,03	67,04
	<b>Yield</b>	<b>2,76%</b>	<b>0,85%</b>	<b>1,76%</b>	<b>0,36%</b>	<b>0,51%</b>	<b>1,28%</b>	<b>1,31%</b>	<b>1,30%</b>	<b>0,99%</b>	<b>1,42%</b>
<b>Wyndham</b>	Dividendo	0	0,02	0,04	0,04	0,12	0,15	0,23	0,29	1,4	1,68
	Cotización	32,02	23,56	6,55	20,17	29,96	37,83	53,21	73,69	85,76	72,65
	<b>Yield</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,08%</b>	<b>0,61%</b>	<b>0,20%</b>	<b>0,40%</b>	<b>0,40%</b>	<b>0,43%</b>	<b>0,39%</b>	<b>1,63%</b>	<b>2,31%</b>
<b>Starwood</b>	Dividendo	1,26	0,42	0,9	0,9	0,5	0,5	1,25	1,35	3	1,5
	Cotización	60,53	42,64	17,33	35,41	58,86	46,45	55,55	76,94	81,07	69,28
	<b>Yield</b>	<b>2,08%</b>	<b>0,98%</b>	<b>5,19%</b>	<b>2,54%</b>	<b>0,85%</b>	<b>1,08%</b>	<b>2,25%</b>	<b>1,75%</b>	<b>3,70%</b>	<b>2,17%</b>
<b>Hyatt</b>	Dividendo	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
	Cotización	-	-	-	29,81	45,76	37,64	38,57	49,46	60,21	47,02
	<b>Yield</b>	-	-	-	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
<b>Choice Hotels</b>	Dividendo	0,54	0,47	0,695	0,74	0,74	0,74	11,15	0,555	0,74	0,78
	Cotización	42,1	33,2	30,06	31,66	38,27	38,05	33,62	49,11	56,02	50,41
	<b>Yield</b>	<b>1,28%</b>	<b>1,42%</b>	<b>2,31%</b>	<b>2,34%</b>	<b>1,93%</b>	<b>1,94%</b>	<b>33,16%</b>	<b>1,13%</b>	<b>1,32%</b>	<b>1,55%</b>
<b>Accor</b>	Dividendo	0	2,95	3,15	1,65	1,05	0,62	1,15	0,76	0,8	0,95
	Cotización	40,15	37,41	24,01	26,16	33,3	19,59	26,7	34,3	37,34	40,01
	<b>Yield</b>	<b>0,00%</b>	<b>7,89%</b>	<b>13,12%</b>	<b>6,31%</b>	<b>3,15%</b>	<b>3,16%</b>	<b>4,31%</b>	<b>2,22%</b>	<b>2,14%</b>	<b>2,37%</b>
<b>IHG</b>	Dividendo	1,338	2,19	0,213	0,275	0,267	0,318	1,466	1,299	2,178	0,515
	Cotización	12,386	8,503	5,406	8,59	11,957	11,13	16,401	20,232	25,95	26,58
	<b>Yield</b>	<b>10,80%</b>	<b>25,76%</b>	<b>3,94%</b>	<b>3,20%</b>	<b>2,23%</b>	<b>2,86%</b>	<b>8,94%</b>	<b>6,42%</b>	<b>8,39%</b>	<b>1,94%</b>
<b>Millennium</b>	Dividendo	-	-	-	-	-	0,0625	0,1	0,165	0,1359	0,2274
	Cotización	-	-	-	-	-	4,065	5,05	6	5,895	4,634
	<b>Yield</b>	-	-	-	-	-	<b>1,54%</b>	<b>1,98%</b>	<b>2,75%</b>	<b>2,31%</b>	<b>4,91%</b>
<b>NH Hotels</b>	Dividendo	0,26	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Cotización	12,524	10,288	3,112	3,72	3,395	2,18	2,61	4,285	3,975	5,04
	<b>Yield</b>	<b>2,08%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
<b>MEDIA COMPETIDORES</b>		<b>2,71%</b>	<b>5,28%</b>	<b>3,85%</b>	<b>1,87%</b>	<b>1,13%</b>	<b>1,36%</b>	<b>5,82%</b>	<b>1,77%</b>	<b>2,28%</b>	<b>1,85%</b>

## ANEXO 5. ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE MELIÁ HOTELS INTERNATIONAL

RATIOS DE SOLVENCIA Y LIQUIDEZ								
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Promedio	
Fondo de Rotación (millones de euros)	-1	81	-131	18	57	-130	<b>-18</b>	
Solvencia a corto plazo	1,00	1,10	0,87	1,02	1,07	0,85	<b>0,99</b>	
Liquidez inmediata	0,89	0,99	0,79	0,95	0,98	0,76	<b>0,89</b>	
Solvencia total o garantía	1,49	1,50	1,52	1,52	1,65	1,71	<b>1,57</b>	
Coefficiente de endeudamiento (apalancamiento financiero)	1,54	1,49	1,46	1,47	1,09	0,89	<b>1,32</b>	
RATIOS DE ESTRUCTURA PATRIMONIAL								Promedio
Activo No Corriente	75,7%	73,9%	73,8%	72,6%	74,4%	76,5%	<b>74,5%</b>	
Activo Corriente	24,3%	26,1%	26,2%	27,4%	25,6%	23,5%	<b>25,5%</b>	
<i>Total</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>	<b><i>100,0%</i></b>	
Patrimonio Neto	32,9%	33,5%	34,0%	34,1%	39,4%	41,6%	<b>35,9%</b>	
Pasivo No Corriente	42,8%	42,7%	36,0%	39,0%	36,7%	30,8%	<b>38,0%</b>	
Pasivo Corriente	24,3%	23,7%	30,0%	26,9%	23,9%	27,6%	<b>26,1%</b>	
<i>Total</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>	<b><i>100,0%</i></b>	
RATIOS DE RENTABILIDAD								Promedio
Rentabilidad Financiera (ROE)	5,73%	4,52%	4,99%	-5,59%	4,48%	7,73%	<b>3,64%</b>	
Rentabilidad Económica (ROA)	6,23%	5,83%	5,36%	6,00%	7,22%	9,66%	<b>6,72%</b>	
Rotación del activo	0,37	0,40	0,39	0,40	0,46	0,55	<b>0,43</b>	
Margen bruto	88,36%	88,30%	87,91%	87,25%	87,39%	87,64%	<b>87,81%</b>	
Margen de ventas	16,90%	14,71%	13,69%	14,89%	15,86%	17,57%	<b>15,60%</b>	

## ANEXO 6: ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE ACCOR HOTELS

<i>(Millones de euros)</i>	2010	2011	2012	2013	2014	2015		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Promedio
Activo No Corriente	5.555	5.038	4.479	4.065	4.795	4.756	Ratios de solvencia y liquidez							
Activo Corriente	3.123	2.962	3.081	2.938	3.960	4.197	Solvencia a corto plazo	1,15	1,24	1,11	1,26	2,05	2,05	<b>1,48</b>
Existencias	41	41	47	41	28	37	Liquidez inmediata	1,14	1,23	1,09	1,25	2,04	2,03	<b>1,46</b>
<b>Total Activo</b>	<b>8.678</b>	<b>8.000</b>	<b>7.560</b>	<b>7.003</b>	<b>8.755</b>	<b>8.953</b>	Solvencia total o garantía	1,84	1,89	1,65	1,65	1,79	1,80	<b>1,77</b>
Patrimonio Neto	3.949	3.768	2.989	2.752	3.867	3.987	Coefficiente endeudamiento	1,20	1,12	1,53	1,54	1,26	1,25	<b>1,32</b>
Pasivo No Corriente	2.015	1.850	1.799	1.925	2.958	2.916	<b>Ratios de estructura</b>							<b>Promedio</b>
Pasivo Corriente	2.714	2.382	2.772	2.326	1.930	2.050	Activo No Corriente	64,01%	62,98%	59,25%	58,05%	54,77%	53,12%	<b>58,70%</b>
<b>Total P. Neto y Pasivo</b>	<b>8.678</b>	<b>8.000</b>	<b>7.560</b>	<b>7.003</b>	<b>8.755</b>	<b>8.953</b>	Activo Corriente	35,99%	37,03%	40,75%	41,95%	45,23%	46,88%	<b>41,30%</b>
Beneficio después de impuestos	3.610	50	-584	137	240	271	Patrimonio Neto	45,51%	47,10%	39,54%	39,30%	44,17%	44,53%	<b>43,36%</b>
Impuesto sobre beneficios	392	166	143	120	175	136	Pasivo No Corriente	23,22%	23,13%	23,80%	27,49%	33,79%	32,57%	<b>27,33%</b>
Gastos Financieros	134	92	75	90	52	71	Pasivo Corriente	31,27%	29,78%	36,67%	33,21%	22,04%	22,90%	<b>29,31%</b>
Ventas	5.948	5.568	5.649	5.425	5.454	5.581	<b>Ratios de rentabilidad</b>							<b>Promedio</b>
Aprovisionamientos	399	391	388	382	347	322	ROE	101,34%	5,73%	-14,75%	9,34%	10,73%	10,21%	<b>20,43%</b>
<b>Margen bruto</b>	<b>5.549</b>	<b>5.177</b>	<b>5.261</b>	<b>5.043</b>	<b>5.107</b>	<b>5.259</b>	ROA	47,66%	3,85%	-4,84%	4,96%	5,33%	5,34%	<b>10,38%</b>
BAT	4.002	216	-441	257	415	407	Rentabilidad Ventas	69,54%	5,53%	-6,48%	6,40%	8,56%	8,56%	<b>15,35%</b>
BAIT	4.136	308	-366	347	467	478	Margen bruto	93,29%	92,98%	93,13%	92,96%	93,64%	94,23%	<b>93,37%</b>
							Rotación	0,69	0,70	0,75	0,77	0,62	0,62	<b>0,69</b>

## ANEXO 7: ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE NH HOTEL GROUP

<i>(Millones de euros)</i>	2010	2011	2012	2013	2014	2015		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Promedio	
Activo No Corriente	2.812	2.665	2.462	2.281	2.131	2.322		Solvencia a corto plazo	0,57	0,36	0,28	0,94	1,14	0,91	<b>0,70</b>
Activo Corriente	509	413	363	407	530	389		Liquidez inmediata	0,44	0,26	0,20	0,92	1,12	0,88	<b>0,64</b>
Existencias	119	116	106	8	8	10		Solvencia total o garantía	1,70	1,78	1,55	1,75	1,75	1,71	<b>1,71</b>
<b>Total Activo</b>	<b>3.321</b>	<b>3.077</b>	<b>2.825</b>	<b>2.688</b>	<b>2.661</b>	<b>2.711</b>		Coeficiente endeudamiento	1,43	1,29	1,83	1,33	1,34	1,41	<b>1,44</b>
Patrimonio Neto	1.369	1.344	1.000	1.153	1.137	1.126		<b>Ratios de estructura</b>							<b>Promedio</b>
Pasivo No Corriente	1.059	591	533	1.100	1.061	1.155		Activo No Corriente	84,67%	86,58%	87,14%	84,87%	80,10%	85,65%	<b>84,83%</b>
Pasivo Corriente	893	1.142	1.292	434	463	430		Activo Corriente	15,33%	13,42%	12,86%	15,13%	19,90%	14,35%	<b>15,17%</b>
<b>Total P. Neto y Pasivo</b>	<b>3.321</b>	<b>3.077</b>	<b>2.825</b>	<b>2.688</b>	<b>2.661</b>	<b>2.711</b>		Patrimonio Neto	41,22%	43,67%	35,39%	42,92%	42,72%	41,54%	<b>41,24%</b>
Beneficio después de impuestos	-25	-9	-338	-60	-13	-28		Pasivo No Corriente	31,88%	19,21%	18,88%	40,91%	39,87%	42,61%	<b>32,23%</b>
Impuesto sobre beneficios	-5	-6	-56	9	16	13		Pasivo Corriente	26,90%	37,12%	45,73%	16,17%	17,42%	15,85%	<b>26,53%</b>
Gastos Financieros	62	69	85	76	69	74		<b>Ratios de rentabilidad</b>							<b>Promedio</b>
Ventas	1.282	1.346	1.286	1.232	1.247	1.377		ROE	-2,22%	-1,10%	-39,40%	-4,41%	0,19%	-1,34%	<b>-8,05%</b>
Aprovisionamientos	84	78	80	71	67	67,589		ROA	0,95%	1,75%	-10,93%	0,95%	2,67%	2,16%	<b>-0,41%</b>
<b>Margen bruto</b>	<b>1.198</b>	<b>1.268</b>	<b>1.206</b>	<b>1.161</b>	<b>1.180</b>	<b>1.309</b>		Rentabilidad Ventas	2,46%	4,00%	-24,02%	2,07%	5,69%	4,26%	<b>-0,92%</b>
BAT	-30	-15	-394	-51	2	-15		Margen bruto	93,48%	94,20%	93,79%	94,22%	94,60%	95,09%	<b>94,23%</b>
BAIT	31	54	-309	25	71	59		Rotación	0,39	0,44	0,46	0,46	0,47	0,51	<b>0,45</b>

## ANEXO 8: ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE INTERCONTINENTAL HOTEL GROUP

<i>(Millones de dólares)</i>	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Activo No Corriente	2.310	2.173	2.069	2.139	1.884	2.163
Activo Corriente	466	795	1.194	928	934	1.606
Existencias	4	4	4	4	3	3
<b>Total Activo</b>	<b>2.776</b>	<b>2.968</b>	<b>3.263</b>	<b>3.067</b>	<b>2.818</b>	<b>3.769</b>
Patrimonio Neto	291	555	317	-74	-717	319
Pasivo No Corriente	1.564	1.493	2.105	2.213	2.498	1.369
Pasivo Corriente	921	920	841	928	1.037	2.081
<b>Total P. Neto y Pasivo</b>	<b>2.776</b>	<b>2.968</b>	<b>3.263</b>	<b>3.067</b>	<b>2.818</b>	<b>3.769</b>
Beneficio después de impuestos	284	460	545	374	392	1.224
Impuesto sobre beneficios	98	72	11	226	208	188
Gastos Financieros	64	64	57	78	83	92
Ventas	1.628	1.768	1.835	1.903	1.858	1.803
Aprovisionamientos	753	771	772	784	741	640
<b>Margen bruto</b>	<b>875</b>	<b>997</b>	<b>1.063</b>	<b>1.119</b>	<b>1.117</b>	<b>1.163</b>
BAT	382	532	556	600	600	1.412
BAIT	446	596	613	678	683	1.504

Ratios de solvencia y liquidez	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Promedio
Solvencia a corto plazo	0,51	0,86	1,42	1,00	0,90	0,77	<b>0,91</b>
Liquidez inmediata	0,50	0,86	1,41	1,00	0,90	0,77	<b>0,91</b>
Solvencia total o garantía	1,12	1,23	1,11	0,98	0,80	1,09	<b>1,05</b>
Coefficiente endeudamiento	8,54	4,35	9,29	-42,45	-4,93	10,82	<b>-2,40</b>
Ratios de estructura							Promedio
Activo No Corriente	83,21%	73,21%	63,41%	69,74%	66,86%	57,39%	<b>68,97%</b>
Activo Corriente	16,79%	26,79%	36,59%	30,26%	33,14%	42,61%	<b>31,03%</b>
Patrimonio Neto	10,48%	18,70%	9,71%	-2,41%	-25,44%	8,46%	<b>3,25%</b>
Pasivo No Corriente	56,34%	50,30%	64,51%	72,16%	88,64%	36,32%	<b>61,38%</b>
Pasivo Corriente	33,18%	31,00%	25,77%	30,26%	36,80%	55,21%	<b>35,37%</b>
Ratios de rentabilidad							Promedio
ROE	131,27%	95,86%	175,39%	-810,81%	-83,68%	442,63%	<b>-8,22%</b>
ROA	16,07%	20,08%	18,79%	22,11%	24,24%	39,90%	<b>23,53%</b>
Rentabilidad Ventas	27,40%	33,71%	33,41%	35,63%	36,76%	83,42%	<b>41,72%</b>
Margen bruto	53,75%	56,39%	57,93%	58,80%	60,12%	64,50%	<b>58,58%</b>
Rotación	0,59	0,60	0,56	0,62	0,66	0,48	<b>0,58</b>

## ANEXO 9: ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE STARWOOD HOTELS & RESORTS

<i>(Millones de dólares)</i>	2010	2011	2012	2013	2014	2015		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Promedio	
Activo No Corriente	7.470	7.026	6.942	6.766	6.338	5.973		Solvencia a corto plazo	1,07	1,27	0,95	1,04	0,95	1,03	<b>1,05</b>
Activo Corriente	2.306	2.534	1.919	1.996	2.321	2.295		Liquidez inmediata	0,70	0,86	0,77	0,92	0,85	0,88	<b>0,83</b>
Existencias	802	812	361	217	236	319		Solvencia total o garantía	1,34	1,45	1,55	1,62	1,21	1,19	<b>1,39</b>
<b>Total Activo</b>	<b>9.776</b>	<b>9.560</b>	<b>8.861</b>	<b>8.762</b>	<b>8.659</b>	<b>8.268</b>		Coficiente endeudamiento	2,93	2,24	1,82	1,61	4,67	5,36	<b>3,10</b>
Patrimonio Neto	2.486	2.955	3.142	3.363	1.528	1.299		<b>Ratios de estructura</b>							<b>Promedio</b>
Pasivo No Corriente	5.129	4.613	3.690	3.475	4.681	4.733		Activo No Corriente	76,41%	73,49%	78,34%	77,22%	73,20%	72,24%	<b>75,15%</b>
Pasivo Corriente	2.161	1.992	2.029	1.924	2.450	2.236		Activo Corriente	23,59%	26,51%	21,66%	22,78%	26,80%	27,76%	<b>24,85%</b>
<b>Total P. Neto y Pasivo</b>	<b>9.776</b>	<b>9.560</b>	<b>8.861</b>	<b>8.762</b>	<b>8.659</b>	<b>8.268</b>		Patrimonio Neto	25,43%	30,91%	35,46%	38,38%	17,65%	15,71%	<b>27,26%</b>
Beneficio después de impuestos	477	489	562	635	633	489		Pasivo No Corriente	52,47%	48,25%	41,64%	39,66%	54,06%	57,24%	<b>48,89%</b>
Impuesto sobre beneficios	27	-75	148	263	139	180		Pasivo Corriente	22,11%	20,84%	22,90%	21,96%	28,29%	27,04%	<b>23,86%</b>
Gastos Financieros	236	200	170	100	94	111		<b>Ratios de rentabilidad</b>							<b>Promedio</b>
Ventas	5.071	5.624	6.321	6.115	5.983	5.763		ROE	20,27%	14,01%	22,60%	26,70%	50,52%	51,50%	<b>30,93%</b>
Aprovisionamientos	344	352	370	384	402	388		ROA	7,57%	6,42%	9,93%	11,39%	10,00%	9,43%	<b>9,12%</b>
<b>Margen bruto</b>	<b>4.727</b>	<b>5.272</b>	<b>5.951</b>	<b>5.731</b>	<b>5.581</b>	<b>5.375</b>		Rentabilidad Ventas	14,59%	10,92%	13,92%	16,32%	14,47%	13,53%	<b>13,96%</b>
BAT	504	414	710	898	772	669		Margen bruto	93,22%	93,74%	94,15%	93,72%	93,28%	93,27%	<b>93,56%</b>
BAIT	740	614	880	998	866	780		Rotación	0,52	0,59	0,71	0,70	0,69	0,70	<b>0,65</b>

## ANEXO 10: ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE CHOICE HOTELS INTERNATIONAL

<i>(Millones de dólares)</i>	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Activo No Corriente	248	253	277	249	296	406
Activo Corriente	164	195	233	307	351	311
Existencias	0	0	0	0	0	0
<b>Total Activo</b>	<b>412</b>	<b>448</b>	<b>511</b>	<b>556</b>	<b>647</b>	<b>717</b>
Patrimonio Neto	-58	-26	-549	-453	-429	-396
Pasivo No Corriente	305	289	884	835	876	905
Pasivo Corriente	165	185	176	174	200	208
<b>Total P. Neto y Pasivo</b>	<b>412</b>	<b>448</b>	<b>511</b>	<b>556</b>	<b>647</b>	<b>717</b>
Beneficio después de impuestos	107	110	121	114	123	128
Impuesto sobre beneficios	51	48	48	45	52	56
Gastos Financieros	7	13	27	43	41	43
Ventas	596	639	692	725	758	860
Aprovisionamientos	95	106	102	112	121	134,254
<b>Margen bruto</b>	<b>502</b>	<b>532</b>	<b>590</b>	<b>613</b>	<b>637</b>	<b>726</b>
BAT	158	158	169	159	175	184
BAIT	165	171	196	202	217	227

Ratios de solvencia y liquidez	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Promedio
Solvencia a corto plazo	0,99	1,06	1,33	1,76	1,76	1,49	<b>1,40</b>
Liquidez inmediata	0,99	1,06	1,33	1,76	1,76	1,49	<b>1,40</b>
Solvencia total o garantía	0,88	0,95	0,48	0,55	0,60	0,64	<b>0,68</b>
Coefficiente endeudamiento	-8,09	-18,51	-1,93	-2,23	-2,51	-2,81	<b>-6,01</b>

Ratios de estructura	Promedio						
Activo No Corriente	60,27%	56,49%	54,29%	44,83%	45,71%	56,63%	<b>53,04%</b>
Activo Corriente	39,73%	43,51%	45,71%	55,17%	54,29%	43,37%	<b>46,96%</b>
Patrimonio Neto	-14,10%	-5,71%	-107,47%	-81,39%	-66,25%	-55,22%	<b>-55,02%</b>
Pasivo No Corriente	73,97%	64,48%	172,98%	150,06%	135,33%	126,20%	<b>120,50%</b>
Pasivo Corriente	40,14%	41,23%	34,48%	31,33%	30,91%	29,01%	<b>34,52%</b>

Ratios de rentabilidad	Promedio						
ROE	-272,44%	-618,35%	-30,82%	-35,12%	-40,92%	-46,47%	<b>-174,02%</b>
ROA	40,05%	38,20%	38,44%	36,23%	33,51%	31,63%	<b>36,34%</b>
Rentabilidad Ventas	27,66%	26,77%	28,40%	27,82%	28,62%	26,38%	<b>27,61%</b>
Margen bruto	84,14%	83,34%	85,27%	84,58%	83,98%	84,39%	<b>84,28%</b>
Rotación	1,45	1,43	1,35	1,30	1,17	1,20	<b>1,32</b>

## ANEXO 11: ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE HYATT HOTELS CORPORATION

<i>(Millones de dólares)</i>	2010	2011	2012	2013	2014	2015		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Promedio	
Activo No Corriente	5.078	5.916	5.882	7.014	6.434	6.472		Solvencia a corto plazo	3,63	2,80	2,84	1,34	2,34	1,02	<b>2,33</b>
Activo Corriente	2.165	1.591	1.758	1.163	1.709	1.124		Liquidez inmediata	3,46	2,65	2,72	1,25	2,32	1,00	<b>2,23</b>
Existencias	100	87	80	77	17	12		Solvencia total o garantía	3,43	2,80	2,72	2,41	2,32	2,11	<b>2,63</b>
<b>Total Activo</b>	<b>7.243</b>	<b>7.507</b>	<b>7.640</b>	<b>8.177</b>	<b>8.143</b>	<b>7.596</b>		Coeficiente endeudamiento	0,41	0,55	0,58	0,71	0,76	0,90	<b>0,65</b>
Patrimonio Neto	5.131	4.828	4.831	4.777	4.631	3.995		<b>Ratios de estructura</b>							<b>Promedio</b>
Pasivo No Corriente	1.516	2.111	2.191	2.529	2.782	2.494		Activo No Corriente	70,11%	78,81%	76,99%	85,78%	79,01%	85,20%	<b>79,32%</b>
Pasivo Corriente	596	568	618	871	730	1.107		Activo Corriente	29,89%	21,19%	23,01%	14,22%	20,99%	14,80%	<b>20,68%</b>
<b>Total P. Neto y Pasivo</b>	<b>7.243</b>	<b>7.507</b>	<b>7.640</b>	<b>8.177</b>	<b>8.143</b>	<b>7.596</b>		Patrimonio Neto	70,84%	64,31%	63,23%	58,42%	56,87%	52,59%	<b>61,05%</b>
Beneficio después de impuestos	66	113	88	207	344	124		Pasivo No Corriente	20,93%	28,12%	28,68%	30,93%	34,16%	32,83%	<b>29,28%</b>
Impuesto sobre beneficios	37	-28	8	116	179	70		Pasivo Corriente	8,23%	7,57%	8,09%	10,65%	8,96%	14,57%	<b>9,68%</b>
Gastos Financieros	54	57	70	65	71	68		<b>Ratios de rentabilidad</b>							<b>Promedio</b>
Ventas	3.527	3.698	3.949	4.184	4.415	4.328		ROE	2,01%	1,76%	1,99%	6,76%	11,29%	4,86%	<b>4,78%</b>
Aprovisionamientos	276	283	316	323	349	308		ROA	2,17%	1,89%	2,17%	4,75%	7,29%	3,45%	<b>3,62%</b>
<b>Margen bruto</b>	<b>3.251</b>	<b>3.415</b>	<b>3.633</b>	<b>3.861</b>	<b>4.066</b>	<b>4.020</b>		Rentabilidad Ventas	4,45%	3,84%	4,20%	9,27%	13,45%	6,05%	<b>6,88%</b>
BAT	103	85	96	323	523	194		Margen bruto	92,17%	92,35%	92,00%	92,28%	92,10%	92,88%	<b>92,30%</b>
BAIT	157	142	166	388	594	262		Rotación	0,49	0,49	0,52	0,51	0,54	0,57	<b>0,52</b>

## ANEXO 12: ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE WYNDHAM WORLDWIDE CORPORATION

<i>(Millones de dólares)</i>	2010	2011	2012	2013	2014	2015		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Promedio
Activo No Corriente	7.664	7.293	7.597	7.801	7.812	7.847								
Activo Corriente	1.752	1.730	1.866	1.940	1.867	1.869								
Existencias	348	351	379	346	302	295								
<b>Total Activo</b>	<b>9.416</b>	<b>9.023</b>	<b>9.463</b>	<b>9.741</b>	<b>9.679</b>	<b>9.716</b>								
Patrimonio Neto	2.917	2.232	1.931	1.625	1.257	953								
Pasivo No Corriente	4.924	5.228	5.601	6.326	6.563	6.806								
Pasivo Corriente	1.575	1.563	1.931	1.790	1.859	1.957								
<b>Total P. Neto y Pasivo</b>	<b>9.416</b>	<b>9.023</b>	<b>9.463</b>	<b>9.741</b>	<b>9.679</b>	<b>9.716</b>								
Beneficio después de impuestos	379	417	400	432	529	612								
Impuesto sobre beneficios	184	233	229	250	316	304								
Gastos Financieros	137	140	132	131	113	125								
Ventas	3.851	4.254	4.534	5.009	5.281	5.536								
Aprovisionamientos	540	593	666	720	755	761								
<b>Margen bruto</b>	<b>3.311</b>	<b>3.661</b>	<b>3.868</b>	<b>4.289</b>	<b>4.526</b>	<b>4.775</b>								
BAT	563	650	629	682	845	916								
BAIT	700	790	761	813	958	1.041								
							<b>Ratios de solvencia y liquidez</b>							
							Solvencia a corto plazo	1,11	1,11	0,97	1,08	1,00	0,96	<b>1,04</b>
							Liquidez inmediata	0,89	0,88	0,77	0,89	0,84	0,80	<b>0,85</b>
							Solvencia total o garantía	1,45	1,33	1,26	1,20	1,15	1,11	<b>1,25</b>
							Coficiente endeudamiento	2,23	3,04	3,90	4,99	6,70	9,20	<b>5,01</b>
							<b>Ratios de estructura</b>							<b>Promedio</b>
							Activo No Corriente	81,39%	80,83%	80,28%	80,08%	80,71%	80,76%	<b>80,68%</b>
							Activo Corriente	18,61%	19,17%	19,72%	19,92%	19,29%	19,24%	<b>19,32%</b>
							Patrimonio Neto	30,98%	24,74%	20,41%	16,68%	12,99%	9,81%	<b>19,27%</b>
							Pasivo No Corriente	52,29%	57,94%	59,19%	64,94%	67,81%	70,05%	<b>62,04%</b>
							Pasivo Corriente	16,73%	17,32%	20,41%	18,38%	19,21%	20,14%	<b>18,70%</b>
							<b>Ratios de rentabilidad</b>							<b>Promedio</b>
							ROE	19,30%	29,12%	32,57%	41,97%	67,22%	96,12%	<b>47,72%</b>
							ROA	7,43%	8,76%	8,04%	8,35%	9,90%	10,71%	<b>8,86%</b>
							Rentabilidad Ventas	18,18%	18,57%	16,78%	16,23%	18,14%	18,80%	<b>17,78%</b>
							Margen bruto	85,98%	86,06%	85,31%	85,63%	85,70%	86,25%	<b>85,82%</b>
							Rotación	0,41	0,47	0,48	0,51	0,55	0,57	<b>0,50</b>

### ANEXO 13: ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE MARRIOTT INTERNATIONAL INC.

<i>(Millones de dólares)</i>	2010	2011	2012	2013	2014	2015		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Promedio
Activo No Corriente	5.601	4.586	4.867	4.789	4.620	4.698	Ratios de solvencia y liquidez							
Activo Corriente	3.382	1.324	1.475	2.005	2.245	1.384	Solvencia a corto plazo	1,35	0,52	0,53	0,75	0,73	0,43	<b>0,72</b>
Existencias	1.489	11	10	0	0	0	Liquidez inmediata	0,76	0,51	0,53	0,75	0,73	0,43	<b>0,62</b>
<b>Total Activo</b>	<b>8.983</b>	<b>5.910</b>	<b>6.342</b>	<b>6.794</b>	<b>6.865</b>	<b>6.082</b>	Solvencia total o garantía	1,21	0,88	0,83	0,83	0,76	0,63	<b>0,86</b>
Patrimonio Neto	1.585	-781	-1.285	-1.415	-2.200	-3.590	Coefficiente endeudamiento	4,67	-8,57	-5,94	-5,80	-4,12	-2,69	<b>-3,74</b>
Pasivo No Corriente	4.897	4.133	4.854	5.534	6.005	6.439	<b>Ratios de estructura</b>							<b>Promedio</b>
Pasivo Corriente	2.501	2.558	2.773	2.675	3.060	3.233	Activo No Corriente	62,35%	77,60%	76,74%	70,49%	67,30%	77,24%	<b>71,95%</b>
<b>Total P. Neto y Pasivo</b>	<b>8.983</b>	<b>5.910</b>	<b>6.342</b>	<b>6.794</b>	<b>6.865</b>	<b>6.082</b>	Activo Corriente	37,65%	22,40%	23,26%	29,51%	32,70%	22,76%	<b>28,05%</b>
Beneficio después de impuestos	458	198	571	626	753	859	Patrimonio Neto	17,64%	-13,21%	-20,26%	-20,83%	-32,05%	-59,03%	<b>-21,29%</b>
Impuesto sobre beneficios	93	158	278	271	335	396	Pasivo No Corriente	54,51%	69,93%	76,54%	81,45%	87,47%	105,87%	<b>79,30%</b>
Gastos Financieros	180	164	137	120	115	167	Pasivo Corriente	27,84%	43,28%	43,72%	39,37%	44,57%	53,16%	<b>41,99%</b>
Ventas	11.69	12.31					<b>Ratios de rentabilidad</b>							<b>Promedio</b>
Aprovisionamientos	1	7	11.814	12.784	13.796	14.486	ROE	34,76%	-45,58%	-66,07%	-63,39%	-49,45%	-34,96%	<b>-37,45%</b>
<b>Margen bruto</b>	<b>10.73</b>	<b>11.37</b>					ROA	8,14%	8,80%	15,55%	14,97%	17,52%	23,38%	<b>14,73%</b>
BAT	551	356	849	897	1.088	1.255	Rentabilidad Ventas	6,25%	4,22%	8,35%	7,96%	8,72%	9,82%	<b>7,55%</b>
BAIT	731	520	986	1.017	1.203	1.422	Margen bruto	91,83%	92,34%	93,36%	94,30%	94,38%	94,94%	<b>93,53%</b>
							Rotación	1,30	2,08	1,86	1,88	2,01	2,38	<b>1,92</b>

## ANEXO 14: ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE MILLENNIUM & COPTHORNE HOTELS

<i>(Millones de libras esterlinas)</i>	2010	2011	2012	2013	2014	2015		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Promedio	
Activo No Corriente	2.756	2.747	2.742	3.079	3.570	3.619		Solvencia a corto plazo	1,39	1,90	1,74	2,18	0,90	1,00	<b>1,52</b>
Activo Corriente	430	574	661	610	574	401		Liquidez inmediata	1,38	1,89	1,73	2,16	0,89	0,99	<b>1,51</b>
Existencias	5	4	4	4	4	4		Solvencia total o garantía	2,99	3,09	3,27	3,65	2,94	3,07	<b>3,17</b>
<b>Total Activo</b>	<b>3.185</b>	<b>3.321</b>	<b>3.403</b>	<b>3.689</b>	<b>4.144</b>	<b>4.020</b>		Coficiente endeudamiento	0,50	0,48	0,44	0,38	0,52	0,48	<b>0,47</b>
Patrimonio Neto	2.119	2.248	2.363	2.679	2.735	2.712		<b>Ratios de estructura</b>							<b>Promedio</b>
Pasivo No Corriente	758	772	660	730	772	908		Activo No Corriente	86,52%	82,71%	80,59%	83,46%	86,15%	90,02%	<b>84,91%</b>
Pasivo Corriente	309	302	380	280	637	400		Activo Corriente	13,48%	17,29%	19,41%	16,54%	13,85%	9,98%	<b>15,09%</b>
<b>Total P. Neto y Pasivo</b>	<b>3.185</b>	<b>3.321</b>	<b>3.403</b>	<b>3.689</b>	<b>4.144</b>	<b>4.020</b>		Patrimonio Neto	66,51%	67,68%	69,44%	72,62%	66,00%	67,46%	<b>68,29%</b>
Beneficio después de impuestos	98	165	147	265	151	97		Pasivo No Corriente	23,79%	23,24%	19,39%	19,79%	18,63%	22,59%	<b>21,24%</b>
Impuesto sobre beneficios	31	28	25	30	37	12		Pasivo Corriente	9,70%	9,08%	11,17%	7,59%	15,37%	9,95%	<b>10,48%</b>
Gastos Financieros	15	12	12	19	24	25		<b>Ratios de rentabilidad</b>							<b>Promedio</b>
Ventas	744	821	768	1.064	826	847		ROE	6,07%	8,60%	7,25%	11,01%	6,87%	4,02%	<b>7,30%</b>
Aprovisionamientos	303	318	306	457	333	350		ROA	4,50%	6,19%	5,39%	8,51%	5,12%	3,33%	<b>5,51%</b>
<b>Margen bruto</b>	<b>440</b>	<b>502</b>	<b>463</b>	<b>607</b>	<b>493</b>	<b>497</b>		Rentabilidad Ventas	19,27%	25,05%	23,88%	29,51%	25,67%	15,82%	<b>23,20%</b>
BAT	129	193	171	295	188	109		Margen bruto	59,20%	61,21%	60,21%	57,05%	59,69%	58,68%	<b>59,34%</b>
BAIT	143	206	184	314	212	134		Rotación	0,23	0,25	0,23	0,29	0,20	0,21	<b>0,23</b>

## ANEXO 15: ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DEL SECTOR (PROMEDIO DE LAS NUEVE EMPRESAS COMPETIDORAS)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Promedio
Solvencia a corto plazo	1,31	1,24	1,24	1,26	1,31	1,07	<b>1,24</b>
Liquidez inmediata	1,14	1,13	1,17	1,21	1,27	1,03	<b>1,16</b>
Solvencia total o garantía	1,77	1,71	1,60	1,63	1,48	1,48	<b>1,61</b>
Coefficiente endeudamiento	1,54	-1,56	1,28	-4,43	0,41	2,66	<b>-0,02</b>
ROE	4,48%	-56,66%	9,86%	-90,88%	-3,02%	58,51%	<b>-12,95%</b>
ROA	14,95%	10,66%	9,17%	12,47%	12,84%	14,37%	<b>12,41%</b>
Rentabilidad de ventas	21,09%	14,73%	10,94%	16,80%	17,79%	20,74%	<b>17,01%</b>
Margen bruto	83,01%	83,62%	83,90%	83,73%	84,17%	84,91%	<b>83,89%</b>
Rotación del activo	0,67	0,78	0,77	0,78	0,77	0,80	<b>0,76</b>
Pasivo No Corriente	43,27%	42,73%	56,18%	58,60%	62,20%	58,48%	<b>53,58%</b>
Pasivo Corriente	24,01%	26,36%	27,66%	23,21%	24,84%	27,54%	<b>25,60%</b>
Patrimonio Neto	32,72%	30,91%	16,16%	18,19%	12,96%	13,99%	<b>20,82%</b>
Activo No Corriente	74,33%	74,74%	73,00%	72,72%	70,42%	73,14%	<b>73,06%</b>
Activo Corriente	25,67%	25,26%	27,00%	27,28%	29,58%	26,86%	<b>26,94%</b>

## ANEXO 16: DETALLE DE LOS GASTOS DE PERSONAL

	2011	2012	2013	2014	2015	Media
Sueldos y salarios (€)	323.898.000	307.651.000	296.321.000	329.974.000	357.849.000	-
Seguridad Social	68.116.000	66.032.000	67.230.000	75.952.000	80.214.000	-
Otros gastos sociales	18.740.000	19.118.000	17.777.000	17.532.000	19.886.000	-
Indemnizaciones	0	0	6.950.000	5.877.000	5.371.000	-
<b>Total Gastos de personal</b>	<b>410.754.000</b>	<b>392.801.000</b>	<b>388.278.000</b>	<b>429.335.000</b>	<b>463.320.000</b>	-
Número medio de empleados	17.879	16.510	18.564	19.513	19.893	<b>18.472</b>
Sueldo bruto (€/empleado)	18.116	18.634	15.962	16.910	17.989	<b>17.522</b>
Variación anual del N° de empleados	-	-8%	12%	5%	2%	<b>3,0%</b>
Variación anual del Sueldo bruto	-	3%	-14%	6%	6%	<b>0,2%</b>
% Seguridad Social	21%	21%	23%	23%	22%	<b>22,1%</b>
% Otros gastos sociales	6%	6%	6%	5%	6%	<b>5,8%</b>

**ANEXO 17: ESTIMACIÓN DE ALTAS Y BAJAS DEL INMOVILIZADO**

<b>Inmovilizado material</b>					<b>Inmovilizado intangible</b>				
	<b>CH</b>	<b>A. Acumulada</b>	<b>VNC</b>	<b>Dotación anual</b>		<b>CH</b>	<b>A. Acumulada</b>	<b>VNC</b>	<b>Dotación anual</b>
<b>31.12.2015</b>	<b>2.301</b>	<b>1.273</b>	<b>1.028</b>		<b>31.12.2015</b>	<b>244</b>	<b>146</b>	<b>98</b>	
ALTAS	140	81	-	81	ALTAS	8	13		13
BAJAS	181	82	-		BAJAS	2	2		
<b>31.12.2016</b>	<b>2.260</b>	<b>1.272</b>	<b>988</b>		<b>31.12.2016</b>	<b>249</b>	<b>157</b>	<b>92</b>	
ALTAS	137	80	-	80	ALTAS	8	13		13
BAJAS	178	80	-		BAJAS	2	2		
<b>31.12.2017</b>	<b>2.219</b>	<b>1.272</b>	<b>948</b>		<b>31.12.2017</b>	<b>255</b>	<b>168</b>	<b>87</b>	
ALTAS	135	79	-	79	ALTAS	8	14		14
BAJAS	175	79	-		BAJAS	2	2		
<b>31.12.2018</b>	<b>2.180</b>	<b>1.272</b>	<b>908</b>		<b>31.12.2018</b>	<b>261</b>	<b>180</b>	<b>81</b>	
ALTAS	132	77	-	77	ALTAS	8	14		14
BAJAS	171	77	-		BAJAS	2	2		
<b>31.12.2019</b>	<b>2.141</b>	<b>1.271</b>	<b>869</b>		<b>31.12.2019</b>	<b>267</b>	<b>192</b>	<b>75</b>	
ALTAS	130	76	-	76	ALTAS	9	14		14
BAJAS	168	76	-		BAJAS	2	2		
<b>31.12.2020</b>	<b>2.102</b>	<b>1.271</b>	<b>831</b>		<b>31.12.2020</b>	<b>273</b>	<b>204</b>	<b>69</b>	

### ANEXO 18: CÁLCULO DE LOS PERIODOS MEDIOS DE ALMACENAMIENTO, COBRO Y PAGO

<i>(Millones de euros)</i>	2011	2012	2013	2014	2015	
Ventas	1.335,3	1.362,4	1.368,7	1.464,3	1.738,2	
Mercaderías Iniciales	86,2	85,9	84,6	60,9	67,0	
Mercaderías Finales	85,9	84,6	60,9	67,0	74,2	
<b>Stock Medio de Mercaderías</b>	<b>86,0</b>	<b>85,3</b>	<b>72,8</b>	<b>64,0</b>	<b>70,6</b>	
Consumos	156,2	164,7	174,5	184,6	214,8	
<b>Compras (Consumos - EI + EF)</b>	<b>155,9</b>	<b>163,4</b>	<b>150,8</b>	<b>190,8</b>	<b>222,0</b>	
Proveedores Iniciales (neto de anticipos a proveedores)	137,7	136,2	139,0	152,0	137,7	
Proveedores Finales (neto de anticipos a proveedores)	136,2	139,0	152,0	137,7	183,3	
<b>Saldo Medio de Proveedores (neto de anticipos)</b>	<b>136,9</b>	<b>137,6</b>	<b>145,5</b>	<b>144,9</b>	<b>160,5</b>	
Cientes Iniciales (neto de anticipos de clientes)	117,2	139,6	99,1	96,1	82,5	
Cientes Finales (neto de anticipos de clientes)	139,6	99,1	96,1	82,5	79,0	
<b>Saldo Medio de Clientes (neto de anticipos)</b>	<b>128,4</b>	<b>119,3</b>	<b>97,6</b>	<b>89,3</b>	<b>80,7</b>	

	2011	2012	2013	2014	2015	Promedio
PM de almacenamiento-venta (días)	198	186	150	125	118	-
<i>Variación %</i>	-	-6%	-19%	-17%	-5%	-12%
PM de cobro (días)	35	32	26	22	17	-
<i>Variación %</i>	-	-9%	-19%	-15%	-24%	-16%
PM de pago (días)	316	303	347	273	260	-
<i>Variación %</i>	-	-4%	15%	-21%	-5%	-4%

Periodos medios	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
PM de almacenamiento-venta (días)	118	104	92	81	71	71
PM de cobro (días)	17	14	12	10	8	8
PM de pago (días)	260	250	240	231	222	222

(Millones de euros)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Ventas estimadas	1.738	1.897	2.034	2.182	2.302	2.365
Consumos estimados	215	231	248	266	281	288
Compras	222	217	255	252	286	286

Resultados (millones de euros)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Saldo medio de mercaderías	71	67	63	60	56	57
Saldo medio de clientes	81	74	66	59	52	54
Saldo medio de proveedores	161	151	170	162	176	176

Mercaderías Finales	74	60	67	53	58	56
Clientes Finales	79	68	64	55	50	57
Proveedores Finales	183	118	223	101	252	100

El importe de las compras, el cual no se detalla en la Memoria de las cuentas anuales consolidadas, se ha obtenido de la siguiente manera:

$$\text{Consumos} = \text{Compras} \pm \text{Variación de Mercaderías}$$

$$\text{Consumos} = \text{Compras} + \text{Mercaderías Iniciales} - \text{Mercaderías Finales}$$

$$\text{Compras} = \text{Consumos} - \text{Mercaderías Iniciales} + \text{Mercaderías Finales}$$

Las ecuaciones utilizadas para el cálculo de los periodos medios son las siguientes:

$$\text{Periodo Medio Almacenamiento} = \frac{\text{Stock Medio de Mercaderías}}{\text{Consumos}} \times 360$$

$$\text{Periodo Medio Cobro} = \frac{\text{Saldo Medio de Clientes (neto de anticipos)}}{\text{Ventas}} \times 360$$

$$\text{Periodo Medio Pago} = \frac{\text{Saldo Medio de Proveedores (neto de anticipos)}}{\text{Compras}} \times 360$$

Para obtener la predicción de los saldos medios de mercaderías, clientes y proveedores, se ha procedido a despejar los numeradores de las ecuaciones anteriores.

Finalmente, para obtener los saldos finales (a 31 de diciembre) de dichas partidas, se ha procedido a aplicar las siguientes ecuaciones:

$$\text{Mercaderías Finales} = \text{Saldo Medio Mercaderías} \times 2 - \text{Mercaderías Iniciales}$$

$$\text{Clientes Finales} = \text{Saldo Medio Clientes} \times 2 - \text{Clientes Iniciales}$$

$$\text{Proveedores Finales} = \text{Saldo Medio Proveedores} \times 2 - \text{Proveedores Iniciales}$$

### ANEXO 19: CÁLCULO DEL RENDIMIENTO DE LA CARTERA DE MERCADO

Fecha	Meliá		Marriott		Wyndham		Starwood		Hyatt		Choice Hotels		IHG		Millennium		Accor		NH Hotels		PROMEDIO
	€	% Var.	\$	% Var.	\$	% Var.	\$	% Var.	\$	% Var.	\$	% Var.	£	% Var.	£	% Var.	€	% Var.	€	% Var.	% Var.
01.12.2015	12,18	1,16%	67,04	-5,46%	72,65	-4,31%	69,28	-3,56%	47,02	-4,61%	50,41	-1,31%	26,58	3,99%	4,63	-5,43%	40,01	0,18%	5,04	-0,49%	-1,98%
01.11.2015	12,04	-8,51%	70,91	-7,65%	75,92	-6,67%	71,84	-10,05%	49,29	-2,20%	51,08	-2,35%	25,56	-1,73%	4,90	1,72%	39,94	-11,72%	5,07	-9,07%	-5,82%
01.10.2015	13,16	5,75%	76,78	12,58%	81,35	13,14%	79,87	20,14%	50,40	7,01%	52,31	9,78%	26,01	13,88%	4,82	-0,21%	45,24	8,33%	5,57	16,53%	10,69%
01.09.2015	12,45	-2,20%	68,20	-3,48%	71,90	-5,99%	66,48	-6,98%	47,10	-8,06%	47,65	-6,57%	22,84	-7,00%	4,83	-13,49%	41,76	-1,23%	4,78	-4,69%	-5,97%
01.08.2015	12,73	-2,94%	70,66	-2,69%	76,48	-7,32%	71,47	-10,06%	51,23	-8,24%	51,00	0,67%	24,56	-8,97%	5,58	0,00%	42,28	-5,35%	5,02	-9,15%	-5,40%
01.07.2015	13,11	10,73%	72,61	-2,39%	82,52	0,74%	79,46	-2,01%	55,83	-1,52%	50,66	-6,62%	26,98	5,14%	5,58	-2,79%	44,67	-1,33%	5,52	7,18%	0,71%
01.06.2015	11,84	-0,04%	74,39	-4,62%	81,91	-3,53%	81,09	-2,02%	56,69	-1,34%	54,25	-4,10%	25,66	-6,38%	5,74	-1,88%	45,27	-9,28%	5,15	-0,77%	-3,40%
01.05.2015	11,85	6,28%	77,99	-2,57%	84,91	-0,57%	82,76	-3,71%	57,46	-1,02%	56,57	-5,51%	27,41	-2,25%	5,85	1,12%	49,90	1,86%	5,19	-0,38%	-0,68%
01.04.2015	11,15	-2,88%	80,05	-0,34%	85,40	-5,60%	85,95	2,93%	58,05	-1,98%	59,87	-6,56%	28,04	6,45%	5,79	0,78%	48,99	0,84%	5,21	2,36%	-0,40%
01.03.2015	11,48	8,72%	80,32	-3,35%	90,47	-1,10%	83,50	3,95%	59,22	-2,18%	64,07	0,95%	26,34	-0,60%	5,74	1,23%	48,58	3,74%	5,09	9,94%	2,13%
01.02.2015	10,56	3,63%	83,10	11,54%	91,48	9,18%	80,33	11,62%	60,54	7,61%	63,47	10,48%	26,50	-0,45%	5,67	-1,39%	46,83	5,64%	4,63	5,47%	6,33%
01.01.2015	10,19	14,95%	74,50	-4,52%	83,79	-2,30%	71,97	-11,22%	56,26	-6,56%	57,45	2,55%	26,62	2,58%	5,75	-2,46%	44,33	18,72%	4,39	10,44%	2,22%
01.12.2014	8,86	8,05%	78,03	-0,96%	85,76	2,88%	81,07	3,46%	60,21	2,17%	56,02	1,10%	25,95	-4,24%	5,90	0,68%	37,34	-1,58%	3,98	3,11%	1,47%
01.11.2014	8,20	2,89%	78,79	4,01%	83,36	7,33%	78,36	3,05%	58,93	-0,49%	55,41	3,57%	27,10	14,39%	5,86	3,08%	37,94	13,22%	3,86	5,91%	5,70%
01.10.2014	7,97	-2,63%	75,75	8,37%	77,67	-4,42%	76,04	-7,86%	59,22	-2,15%	53,50	2,88%	23,69	-0,42%	5,68	-0,44%	33,51	-4,58%	3,64	-5,94%	-1,72%
01.09.2014	8,19	-3,25%	69,90	0,72%	81,26	0,40%	82,53	-0,81%	60,52	-0,93%	52,00	-3,99%	23,79	3,03%	5,71	-3,31%	35,12	-5,03%	3,87	-5,26%	-1,84%
01.08.2014	8,46	-2,76%	69,40	7,25%	80,94	7,13%	83,20	10,01%	61,09	3,84%	54,16	15,50%	23,09	-4,19%	5,90	0,60%	36,98	2,15%	4,09	0,74%	4,03%
01.07.2014	8,70	-2,96%	64,71	0,95%	75,55	-0,22%	75,63	-4,92%	58,83	-3,53%	46,89	-0,47%	24,10	-0,96%	5,87	0,77%	36,20	-4,71%	4,06	-6,24%	-2,23%
01.06.2014	8,97	-4,48%	64,10	4,02%	75,72	2,42%	79,54	2,04%	60,98	-0,29%	47,11	4,67%	24,33	2,81%	5,82	1,75%	37,99	-2,11%	4,33	-2,70%	0,81%
01.05.2014	9,39	3,13%	61,62	6,37%	73,93	3,63%	77,95	4,17%	61,16	8,67%	45,01	1,88%	23,67	16,70%	5,72	3,06%	38,81	10,13%	4,45	-3,37%	5,44%
01.04.2014	9,10	-2,57%	57,93	3,41%	71,34	-2,58%	74,83	-3,71%	56,28	4,59%	44,18	-3,96%	20,28	4,72%	5,55	-1,77%	35,24	-5,17%	4,60	-10,85%	-1,79%
01.03.2014	9,34	1,52%	56,02	3,30%	73,23	0,48%	77,71	-2,68%	53,81	3,16%	46,00	-5,80%	19,37	-0,77%	5,65	-1,75%	37,16	0,38%	5,16	6,50%	0,43%
01.02.2014	9,20	-4,56%	54,23	10,00%	72,88	2,73%	79,85	10,37%	52,16	9,14%	48,83	0,62%	19,52	-1,42%	5,75	1,61%	37,02	4,64%	4,85	3,86%	3,70%
01.01.2014	9,64	3,27%	49,30	-0,10%	70,94	-3,73%	72,35	-5,97%	47,79	-3,38%	48,53	-1,18%	19,80	-2,14%	5,66	-5,67%	35,38	3,15%	4,67	8,87%	-0,69%

<b>01.12.2013</b>	9,34	5,01%	49,35	4,96%	73,69	2,76%	76,94	6,67%	49,46	2,25%	49,11	5,14%	20,23	5,78%	6,00	2,56%	34,30	6,22%	4,29	6,20%	<b>4,75%</b>
<b>01.11.2013</b>	8,89	6,34%	47,02	4,30%	71,71	8,00%	72,13	1,18%	48,37	1,62%	46,71	0,26%	19,13	4,73%	5,85	2,72%	32,29	-2,21%	4,04	4,81%	<b>3,17%</b>
<b>01.10.2013</b>	8,36	14,13%	45,08	7,18%	66,40	8,91%	71,29	10,78%	47,60	10,80%	46,59	7,87%	18,26	0,83%	5,70	2,61%	33,02	7,42%	3,85	0,92%	<b>7,15%</b>
<b>01.09.2013</b>	7,33	7,64%	42,06	5,18%	60,97	2,71%	64,35	3,92%	42,96	-1,01%	43,19	12,53%	18,11	-0,06%	5,55	0,73%	30,74	7,44%	3,82	32,70%	<b>7,18%</b>
<b>01.08.2013</b>	6,81	0,81%	39,99	-3,80%	59,36	-4,72%	61,92	-3,34%	43,40	-4,09%	38,38	-7,67%	18,12	-1,10%	5,51	-0,18%	28,61	0,88%	2,88	-4,49%	<b>-2,77%</b>
<b>01.07.2013</b>	6,75	15,78%	41,57	2,97%	62,30	8,86%	64,06	4,69%	45,25	12,12%	41,57	4,74%	18,32	5,48%	5,52	-1,60%	28,36	4,88%	3,01	10,05%	<b>6,80%</b>
<b>01.06.2013</b>	5,83	2,46%	40,37	-3,90%	57,23	-1,53%	61,19	-7,48%	40,36	-1,85%	39,69	0,53%	17,37	-5,20%	5,61	0,18%	27,04	-2,38%	2,74	2,05%	<b>-1,71%</b>
<b>01.05.2013</b>	5,69	1,16%	42,01	-2,44%	58,12	-3,26%	66,14	5,86%	41,12	-3,66%	39,48	1,08%	18,32	0,48%	5,60	-0,97%	27,70	10,36%	2,68	1,13%	<b>0,97%</b>
<b>01.04.2013</b>	5,63	6,13%	43,06	1,97%	60,08	-6,82%	62,48	1,23%	42,68	-1,27%	39,06	-7,68%	18,24	-5,43%	5,66	-0,62%	25,10	-7,38%	2,65	7,72%	<b>-1,22%</b>
<b>01.03.2013</b>	5,30	-12,76%	42,23	7,05%	64,48	7,04%	61,72	5,65%	43,23	5,21%	42,31	11,25%	19,28	4,86%	5,69	5,18%	27,10	-1,92%	2,46	-19,87%	<b>1,17%</b>
<b>01.02.2013</b>	6,08	1,59%	39,45	-1,33%	60,24	7,98%	58,42	-1,77%	41,09	2,55%	38,03	5,52%	18,39	3,12%	5,41	-0,55%	27,63	-3,90%	3,07	5,86%	<b>1,91%</b>
<b>01.01.2013</b>	5,98	3,55%	39,98	7,27%	55,79	4,85%	59,47	7,06%	40,07	3,89%	36,04	7,20%	17,83	8,73%	5,44	7,72%	28,75	7,68%	2,90	11,11%	<b>6,91%</b>
<b>01.12.2012</b>	5,78	0,26%	37,27	2,70%	53,21	8,39%	55,55	6,30%	38,57	5,67%	33,62	3,45%	16,40	2,34%	5,05	3,80%	26,70	4,54%	2,61	-7,61%	<b>2,98%</b>
<b>01.11.2012</b>	5,76	0,61%	36,29	-0,52%	49,09	-2,60%	52,26	4,08%	36,50	0,00%	32,50	3,87%	16,03	9,02%	4,87	-3,18%	25,54	6,11%	2,83	0,89%	<b>1,83%</b>
<b>01.10.2012</b>	5,73	8,22%	36,48	-6,70%	50,40	-3,96%	50,21	-10,55%	36,50	-9,09%	31,29	-2,19%	14,70	-5,67%	5,03	3,46%	24,07	-7,24%	2,80	15,70%	<b>-1,80%</b>
<b>01.09.2012</b>	5,29	0,76%	39,10	3,77%	52,48	0,65%	56,13	5,13%	40,15	5,85%	31,99	1,52%	15,58	0,93%	4,86	1,12%	25,95	2,94%	2,42	-2,22%	<b>2,05%</b>
<b>01.08.2012</b>	5,25	14,13%	37,68	3,46%	52,14	0,17%	53,39	1,81%	37,93	6,69%	31,51	-21,38%	15,44	1,77%	4,80	0,31%	25,21	-6,87%	2,48	21,32%	<b>2,14%</b>
<b>01.07.2012</b>	4,60	0,22%	36,42	-7,09%	52,05	-1,31%	52,44	2,10%	35,55	-4,33%	40,08	0,38%	15,17	2,74%	4,79	-0,04%	27,07	9,68%	2,04	-0,24%	<b>0,21%</b>
<b>01.06.2012</b>	4,59	23,22%	39,20	1,27%	52,74	5,90%	51,36	0,35%	37,16	0,46%	39,93	9,73%	14,77	0,59%	4,79	2,81%	24,68	2,92%	2,05	18,21%	<b>6,55%</b>
<b>01.05.2012</b>	3,73	-17,59%	38,71	-0,97%	49,80	-1,07%	51,18	-10,73%	36,99	-14,04%	36,39	-3,27%	14,68	4,02%	4,66	-4,10%	23,98	-8,09%	1,73	-30,38%	<b>-8,62%</b>
<b>01.04.2012</b>	4,52	-11,37%	39,09	3,28%	50,34	8,23%	57,33	4,94%	43,03	0,73%	37,62	0,75%	14,11	0,97%	4,86	1,10%	26,09	-2,54%	2,49	-9,14%	<b>-0,31%</b>
<b>01.03.2012</b>	5,10	-2,21%	37,85	7,28%	46,51	5,73%	54,63	4,66%	42,72	3,16%	37,34	-0,61%	13,98	1,33%	4,81	-0,70%	26,77	1,40%	2,74	16,38%	<b>3,64%</b>
<b>01.02.2012</b>	5,22	15,38%	35,28	2,41%	43,99	10,64%	52,20	-0,63%	41,41	-2,84%	37,57	3,38%	13,79	10,99%	4,84	8,74%	26,40	13,65%	2,35	-5,62%	<b>5,61%</b>
<b>01.01.2012</b>	4,52	16,05%	34,45	18,10%	39,76	5,10%	52,53	13,09%	42,62	13,23%	36,34	-4,49%	12,43	11,66%	4,45	9,47%	23,23	18,58%	2,49	14,22%	<b>11,50%</b>
<b>01.12.2011</b>	3,90	-18,17%	29,17	-4,74%	37,83	6,71%	46,45	0,61%	37,64	5,46%	38,05	6,02%	11,13	4,62%	4,07	-5,47%	19,59	-5,36%	2,18	-26,60%	<b>-3,69%</b>
<b>01.11.2011</b>	4,76	-10,02%	30,62	3,13%	35,45	5,29%	46,17	-4,86%	35,69	-4,03%	35,89	0,28%	10,64	-3,75%	4,30	-3,57%	20,70	-12,84%	2,97	-16,46%	<b>-4,68%</b>
<b>01.10.2011</b>	5,29	6,87%	29,69	15,62%	33,67	18,10%	48,53	29,10%	37,19	18,55%	35,79	20,42%	11,05	9,33%	4,46	11,00%	23,75	17,87%	3,56	13,40%	<b>16,03%</b>

01.09.2011	4,95	-9,67%	25,68	-6,96%	28,51	-12,22%	37,59	-12,89%	31,37	-11,66%	29,72	-4,38%	10,11	0,48%	4,02	-6,47%	20,15	-19,56%	3,14	-10,81%	<b>-9,41%</b>
01.08.2011	5,48	-24,47%	27,60	-9,89%	32,48	-6,10%	43,15	-18,92%	35,51	-8,46%	31,08	1,94%	10,06	-13,41%	4,30	-16,92%	25,05	-18,59%	3,52	-19,75%	<b>-13,46%</b>
01.07.2011	7,26	-12,91%	30,63	-8,43%	34,59	2,79%	53,22	-1,93%	38,79	-4,97%	30,49	-8,60%	11,62	-5,26%	5,17	1,67%	30,77	-0,23%	4,38	-15,28%	<b>-5,31%</b>
01.06.2011	8,33	-3,76%	33,45	-6,14%	33,65	-3,33%	54,27	-8,09%	40,82	-8,43%	33,36	-6,40%	12,27	-1,54%	5,09	-1,36%	30,84	-3,08%	5,17	-8,41%	<b>-5,06%</b>
01.05.2011	8,66	-1,65%	35,64	7,12%	34,81	0,58%	59,05	2,36%	44,58	0,61%	35,64	-4,65%	12,46	-1,22%	5,16	-2,46%	31,82	6,07%	5,65	-0,88%	<b>0,59%</b>
01.04.2011	8,80	8,51%	33,27	-0,81%	34,61	8,80%	57,69	2,51%	44,31	2,95%	37,38	-3,78%	12,61	2,58%	5,29	4,45%	30,00	-5,36%	5,70	19,02%	<b>3,89%</b>
01.03.2011	8,11	1,88%	33,54	-9,25%	31,81	1,69%	56,28	-4,88%	43,04	-5,92%	38,85	0,60%	12,29	-6,57%	5,06	-12,23%	31,70	-6,98%	4,79	8,26%	<b>-3,34%</b>
01.02.2011	7,96	3,31%	36,96	-0,70%	31,28	11,20%	59,17	3,61%	45,75	-5,84%	38,62	1,82%	13,16	4,03%	5,77	-0,43%	34,08	2,04%	4,42	2,31%	<b>2,13%</b>
01.01.2011	7,71	10,86%	37,22	-4,95%	28,13	-6,11%	57,11	-2,97%	48,59	6,18%	37,93	-0,89%	12,65	5,79%	5,79	-1,95%	33,40	0,30%	4,32	27,25%	<b>3,35%</b>
01.12.2010	6,95	14,50%	39,16	5,95%	29,96	4,21%	58,86	6,94%	45,76	9,32%	38,27	2,74%	11,96	9,04%	5,91	11,52%	33,30	2,27%	3,40	12,42%	<b>7,89%</b>
01.11.2010	6,07	-15,10%	36,96	5,84%	28,75	0,00%	55,04	4,98%	41,86	3,87%	37,25	-2,05%	10,97	-5,56%	5,30	-2,84%	32,56	10,52%	3,02	-19,79%	<b>-2,01%</b>
01.10.2010	7,15	8,66%	34,92	3,41%	28,75	4,66%	52,43	3,03%	40,30	7,78%	38,03	4,31%	11,61	6,25%	5,45	4,81%	29,46	9,97%	3,77	13,40%	<b>6,63%</b>
01.09.2010	6,58	5,45%	33,77	12,04%	27,47	18,46%	50,89	12,46%	37,39	-0,72%	36,46	10,89%	10,93	15,69%	5,20	7,00%	26,79	10,66%	3,32	17,31%	<b>10,92%</b>
01.08.2010	6,24	-2,73%	30,14	-5,69%	23,19	-9,17%	45,25	-3,56%	37,66	-3,71%	32,88	-0,39%	9,45	-10,97%	4,86	0,06%	24,21	-2,61%	2,83	-9,00%	<b>-4,78%</b>
01.07.2010	6,42	22,78%	31,96	13,25%	25,53	26,76%	46,92	16,95%	39,11	5,45%	33,01	9,27%	10,61	3,77%	4,86	19,34%	24,86	-4,97%	3,11	24,40%	<b>13,70%</b>
01.06.2010	5,23	-5,17%	28,22	-10,50%	20,14	-14,66%	40,12	-10,43%	37,09	-8,33%	30,21	-9,31%	10,23	-2,84%	4,07	-1,60%	26,16	-1,39%	2,50	-5,66%	<b>-6,99%</b>
01.05.2010	5,51	-12,89%	31,53	-9,00%	23,60	-11,97%	44,79	-15,15%	40,46	-1,72%	33,31	-8,26%	10,52	-5,61%	4,14	-12,56%	26,53	-9,76%	2,65	-24,29%	<b>-11,12%</b>
01.04.2010	6,33	-0,71%	34,65	16,63%	26,81	4,20%	52,79	16,87%	41,17	5,67%	36,31	4,31%	11,15	12,31%	4,73	-3,05%	29,40	4,93%	3,50	10,94%	<b>7,21%</b>
01.03.2010	6,37	20,19%	29,71	16,28%	25,73	11,92%	45,17	20,52%	38,96	16,54%	34,81	5,36%	9,93	12,17%	4,88	16,79%	28,02	10,27%	3,16	-3,52%	<b>12,65%</b>
01.02.2010	5,30	-10,92%	25,55	3,36%	22,99	9,53%	37,48	16,15%	33,43	12,86%	33,04	4,10%	8,85	2,17%	4,18	9,14%	25,41	1,52%	3,27	-8,66%	<b>3,92%</b>
01.01.2010	5,95	0,85%	24,72	-3,78%	20,99	4,07%	32,27	-8,87%	29,62	-0,64%	31,74	0,25%	8,66	0,84%	3,83	3,77%	25,03	-4,32%	3,58	-3,76%	<b>-1,16%</b>
01.12.2009	5,90	6,31%	25,69	5,98%	20,17	8,62%	35,41	14,19%	29,81	-	31,66	0,99%	8,59	6,11%	3,69	5,43%	26,16	7,30%	3,72	5,08%	<b>6,67%</b>
01.11.2009	5,55	-8,04%	24,24	2,97%	18,57	8,91%	31,01	10,20%	-	-	31,35	5,13%	8,10	7,20%	3,50	3,34%	24,38	9,08%	3,54	-0,70%	<b>4,23%</b>
01.10.2009	6,04	-12,54%	23,54	-9,18%	17,05	4,47%	28,14	-12,04%	-	-	29,82	-3,99%	7,55	-3,39%	3,39	-	22,35	-14,10%	3,57	-21,22%	<b>-9,00%</b>
01.09.2009	6,90	25,00%	25,92	15,46%	16,32	7,72%	31,99	10,92%	-	-	31,06	5,29%	7,82	6,14%	-	-	26,02	3,58%	4,53	34,07%	<b>13,52%</b>
01.08.2009	5,52	13,11%	22,45	11,36%	15,15	8,60%	28,84	26,16%	-	-	29,50	5,92%	7,36	12,74%	-	-	25,12	22,60%	3,38	20,54%	<b>15,13%</b>
01.07.2009	4,88	16,19%	20,16	-2,37%	13,95	15,10%	22,86	6,33%	-	-	27,85	4,66%	6,53	8,99%	-	-	20,49	6,00%	2,80	-8,35%	<b>5,82%</b>

<b>01.06.2009</b>	4,20	6,60%	20,65	-5,19%	12,12	2,80%	21,50	-9,28%	-	-	26,61	-2,49%	5,99	-4,66%	-	-	19,33	-9,80%	3,06	0,36%	<b>-2,71%</b>
<b>01.05.2009</b>	3,94	5,35%	21,78	-0,86%	11,79	0,94%	23,70	17,33%	-	-	27,29	-8,82%	6,29	1,00%	-	-	21,43	-2,77%	3,04	0,26%	<b>1,55%</b>
<b>01.04.2009</b>	3,74	75,59%	21,97	44,07%	11,68	178,10%	20,20	64,23%	-	-	29,93	15,92%	6,22	21,85%	-	-	22,04	22,92%	3,04	79,96%	<b>62,83%</b>
<b>01.03.2009</b>	2,13	-21,40%	15,25	15,53%	4,20	13,82%	12,30	9,63%	-	-	25,82	4,28%	5,11	9,78%	-	-	17,93	-7,81%	1,69	-20,91%	<b>0,36%</b>
<b>01.02.2009</b>	2,71	-31,39%	13,20	-13,21%	3,69	-39,80%	11,22	-23,36%	-	-	24,76	-5,93%	4,65	-7,86%	-	-	19,45	-8,25%	2,13	-21,93%	<b>-18,97%</b>
<b>01.01.2009</b>	3,95	-7,28%	15,21	-16,11%	6,13	-6,41%	14,64	-15,52%	-	-	26,32	-12,44%	5,05	-6,59%	-	-	21,20	-11,70%	2,73	-12,21%	<b>-11,03%</b>
<b>01.12.2008</b>	4,26	-11,06%	18,13	15,85%	6,55	37,03%	17,33	6,12%	-	-	30,06	19,71%	5,41	6,54%	-	-	24,01	16,16%	3,11	-15,55%	<b>9,35%</b>
<b>01.11.2008</b>	4,79	30,52%	15,65	-19,58%	4,78	-41,64%	16,33	-25,19%	-	-	25,11	-8,19%	5,07	0,18%	-	-	20,67	-0,43%	3,69	-26,06%	<b>-11,30%</b>
<b>01.10.2008</b>	3,67	-40,13%	19,46	-20,02%	8,19	-47,87%	21,83	-19,89%	-	-	27,35	0,92%	5,07	-23,47%	-	-	20,76	-18,78%	4,98	-28,79%	<b>-24,75%</b>
<b>01.09.2008</b>	6,13	4,25%	24,33	-7,49%	15,71	-18,52%	27,25	-22,36%	-	-	27,10	0,41%	6,62	-7,53%	-	-	25,56	-17,42%	7,00	-0,48%	<b>-8,64%</b>
<b>01.08.2008</b>	5,88	-2,16%	26,30	8,86%	19,28	7,47%	35,10	5,69%	-	-	26,99	8,61%	7,16	11,72%	-	-	30,95	5,09%	7,03	10,46%	<b>6,97%</b>
<b>01.07.2008</b>	6,01	-12,39%	24,16	-1,27%	17,94	0,17%	33,21	-14,41%	-	-	24,85	-6,23%	6,41	-1,05%	-	-	29,45	1,48%	6,37	-14,78%	<b>-6,06%</b>
<b>01.06.2008</b>	6,86	-18,33%	24,47	-20,24%	17,91	-18,14%	38,80	-17,22%	-	-	26,50	-23,52%	6,47	-19,11%	-	-	29,02	-13,50%	7,47	-11,13%	<b>-17,65%</b>
<b>01.05.2008</b>	8,40	-6,87%	30,68	-4,07%	21,88	1,86%	46,87	-7,30%	-	-	34,65	0,46%	8,00	2,59%	-	-	33,55	-7,98%	8,41	-5,59%	<b>-3,36%</b>
<b>01.04.2008</b>	9,02	1,23%	31,98	-0,19%	21,48	3,87%	50,56	0,90%	-	-	34,49	1,11%	7,80	6,70%	-	-	36,46	15,23%	8,91	0,29%	<b>3,64%</b>
<b>01.03.2008</b>	8,91	-10,45%	32,04	0,79%	20,68	-6,72%	50,11	9,34%	-	-	34,11	5,12%	7,31	-1,48%	-	-	31,64	-2,07%	8,88	15,72%	<b>1,28%</b>
<b>01.02.2008</b>	9,95	2,79%	31,79	-5,19%	22,17	-5,90%	45,83	4,61%	-	-	32,45	-2,49%	7,42	-0,27%	-	-	32,31	-7,37%	7,67	-5,50%	<b>-2,42%</b>
<b>01.01.2008</b>	9,68	-7,10%	33,53	5,21%	23,56	0,00%	43,81	2,74%	-	-	33,28	0,24%	7,44	-12,49%	-	-	34,88	-6,76%	8,12	-21,07%	<b>-4,90%</b>
<b>01.12.2007</b>	10,42	-8,76%	31,87	-8,84%	23,56	-19,23%	42,64	-17,97%	-	-	33,20	-4,18%	8,50	-5,31%	-	-	37,41	-5,46%	10,29	-10,75%	<b>-10,06%</b>
<b>01.11.2007</b>	11,42	-13,81%	34,96	-8,79%	29,17	-11,15%	51,98	-5,59%	-	-	34,65	-10,56%	8,98	-16,65%	-	-	39,57	-12,16%	11,53	-11,58%	<b>-11,29%</b>
<b>01.10.2007</b>	13,25	0,30%	38,33	-5,43%	32,83	0,21%	55,06	-6,41%	-	-	38,74	2,84%	10,77	15,40%	-	-	45,05	5,78%	13,04	13,43%	<b>3,27%</b>
<b>01.09.2007</b>	13,21	-8,77%	40,53	-2,15%	32,76	2,70%	58,83	-0,61%	-	-	37,67	0,51%	9,34	-6,41%	-	-	42,59	-1,18%	11,49	-9,92%	<b>-3,23%</b>
<b>01.08.2007</b>	14,48	-10,56%	41,42	6,92%	31,90	-5,20%	59,19	-2,92%	-	-	37,48	3,59%	9,98	-8,55%	-	-	43,10	-0,46%	12,76	-3,26%	<b>-2,56%</b>
<b>01.07.2007</b>	16,19	-1,88%	38,74	-3,92%	33,65	-7,20%	60,97	-6,13%	-	-	36,18	-8,45%	10,91	-8,84%	-	-	43,30	-3,67%	13,19	-2,68%	<b>-5,35%</b>
<b>01.06.2007</b>	16,50	-6,46%	40,32	-6,10%	36,26	-2,53%	64,95	-6,94%	-	-	39,52	-1,98%	11,97	-10,48%	-	-	44,95	-4,91%	13,55	-1,23%	<b>-5,08%</b>
<b>01.05.2007</b>	17,64	-1,67%	42,94	1,87%	37,20	7,51%	69,79	7,53%	-	-	40,32	7,12%	13,37	12,00%	-	-	47,27	-0,53%	13,72	-1,45%	<b>4,05%</b>
<b>01.04.2007</b>	17,94	-0,33%	42,15	-7,67%	34,60	1,32%	64,90	3,34%	-	-	37,64	6,24%	11,94	-3,18%	-	-	47,52	-2,88%	13,92	-3,51%	<b>-0,83%</b>

<b>01.03.2007</b>	18,00	4,47%	45,65	2,19%	34,15	-2,98%	62,80	-1,37%	-	-	35,43	-5,49%	12,33	4,66%	-	-	48,93	7,21%	14,43	0,17%	<b>1,11%</b>
<b>01.02.2007</b>	17,23	4,61%	44,67	-0,49%	35,20	12,82%	63,67	5,07%	-	-	37,49	-11,35%	11,78	-5,58%	-	-	45,64	4,92%	14,40	1,85%	<b>1,48%</b>
<b>01.01.2007</b>	16,47	9,73%	44,89	0,90%	31,20	-2,56%	60,60	0,12%	-	-	42,29	0,45%	12,47	0,71%	-	-	43,50	8,34%	14,14	12,92%	<b>3,83%</b>
<b>01.12.2006</b>	15,01	1,35%	44,49	5,68%	32,02	0,88%	60,53	-2,59%	-	-	42,10	-7,68%	12,39	23,91%	-	-	40,15	6,92%	12,52	0,60%	<b>3,63%</b>
<b>01.11.2006</b>	14,81	0,34%	42,10	8,09%	31,74	7,59%	62,14	7,42%	-	-	45,60	8,78%	10,00	0,94%	-	-	37,55	0,91%	12,45	-7,55%	<b>3,31%</b>
<b>01.10.2006</b>	14,76	4,31%	38,95	8,10%	29,50	5,47%	57,85	4,46%	-	-	41,92	2,49%	9,90	7,85%	-	-	37,21	1,22%	13,47	-3,59%	<b>3,79%</b>
<b>01.09.2006</b>	14,15	1,14%	36,03	2,62%	27,97	-4,41%	55,38	7,37%	-	-	40,90	7,89%	9,18	1,80%	-	-	36,76	7,58%	13,97	-1,30%	<b>2,84%</b>
<b>01.08.2006</b>	13,99	8,96%	35,11	7,04%	29,26	-	51,58	1,30%	-	-	37,91	-11,05%	9,02	6,07%	-	-	34,17	8,17%	14,15	12,99%	<b>4,78%</b>
<b>01.07.2006</b>	12,84	1,82%	32,80	-7,71%	-	-	50,92	-12,85%	-	-	42,62	-29,67%	8,50	-8,36%	-	-	31,59	-2,95%	12,52	7,06%	<b>-7,52%</b>
<b>01.06.2006</b>	12,61	5,61%	35,54	5,40%	-	-	58,43	-1,25%	-	-	60,60	12,08%	9,28	3,88%	-	-	32,55	3,99%	11,70	8,26%	<b>5,43%</b>
<b>01.05.2006</b>	11,94	-3,71%	33,72	-1,00%	-	-	59,17	6,48%	-	-	54,07	1,01%	8,93	-5,84%	-	-	31,30	-8,26%	10,81	-9,38%	<b>-2,96%</b>
<b>01.04.2006</b>	12,40	-3,13%	34,06	6,50%	-	-	55,57	4,08%	-	-	53,53	16,93%	9,49	2,71%	-	-	34,12	4,86%	11,92	0,57%	<b>4,65%</b>
<b>01.03.2006</b>	12,80	2,56%	31,98	0,28%	-	-	53,39	6,65%	-	-	45,78	2,81%	9,24	7,36%	-	-	32,54	-5,71%	11,86	4,86%	<b>2,69%</b>
<b>01.02.2006</b>	12,48	9,00%	31,89	2,64%	-	-	50,06	4,42%	-	-	44,53	-6,31%	8,60	1,27%	-	-	34,51	2,28%	11,31	3,44%	<b>2,39%</b>
<b>01.01.2006</b>	11,45	6,61%	31,07	-0,48%	-	-	47,94	-4,77%	-	-	47,53	13,82%	8,50	3,16%	-	-	33,74	6,17%	10,93	-1,13%	<b>3,34%</b>
<b>01.12.2005</b>	10,74	3,27%	31,22	3,65%	-	-	50,34	5,56%	-	-	41,76	15,26%	8,24	7,14%	-	-	31,78	2,91%	11,06	3,43%	<b>5,89%</b>
<b>01.11.2005</b>	10,40	-0,95%	30,12	8,38%	-	-	47,69	3,54%	-	-	36,23	9,49%	7,69	10,99%	-	-	30,88	8,35%	10,69	2,47%	<b>6,04%</b>
<b>01.10.2005</b>	10,50	-8,54%	27,79	-5,38%	-	-	46,06	2,20%	-	-	33,09	2,38%	6,93	-1,54%	-	-	28,50	-0,84%	10,43	-2,80%	<b>-2,07%</b>
<b>01.09.2005</b>	11,48	6,99%	29,37	-0,34%	-	-	45,07	-1,94%	-	-	32,32	5,28%	7,03	-4,03%	-	-	28,74	-1,71%	10,73	4,98%	<b>1,32%</b>
<b>01.08.2005</b>	10,73	-8,37%	29,47	-7,68%	-	-	45,96	-7,93%	-	-	30,70	-7,42%	7,33	3,18%	-	-	29,24	1,78%	10,22	4,08%	<b>-3,19%</b>
<b>01.07.2005</b>	11,71	22,23%	31,92	0,38%	-	-	49,92	8,12%	-	-	33,16	0,94%	7,10	2,76%	-	-	28,73	8,33%	9,82	3,70%	<b>6,64%</b>
<b>01.06.2005</b>	9,58	12,31%	31,80	0,98%	-	-	46,17	4,65%	-	-	32,85	0,15%	6,91	6,52%	-	-	26,52	3,43%	9,47	9,98%	<b>5,43%</b>
<b>01.05.2005</b>	8,53	-2,96%	31,49	7,66%	-	-	44,12	2,99%	-	-	32,80	8,39%	6,49	2,32%	-	-	25,64	5,99%	8,61	10,03%	<b>4,92%</b>
<b>01.04.2005</b>	8,79	-4,04%	29,25	-6,16%	-	-	42,84	-9,47%	-	-	30,26	-2,32%	6,34	0,89%	-	-	24,19	-6,35%	7,83	-5,45%	<b>-4,70%</b>
<b>01.03.2005</b>	9,16	5,65%	31,17	4,32%	-	-	47,32	4,88%	-	-	30,98	4,77%	6,29	-7,34%	-	-	25,83	6,69%	8,28	-8,40%	<b>1,51%</b>
<b>01.02.2005</b>	8,67	4,71%	29,88	1,46%	-	-	45,12	-1,14%	-	-	29,57	1,97%	6,78	-0,16%	-	-	24,21	5,49%	9,04	3,14%	<b>2,21%</b>
<b>01.01.2005</b>	8,28	13,42%	29,45	0,31%	-	-	45,64	-0,87%	-	-	29,00	0,00%	6,80	3,10%	-	-	22,95	4,18%	8,76	7,59%	<b>3,96%</b>

<b>01.12.2004</b>	7,30	3,55%	29,36	10,79%	-	-	46,04	11,69%	-	-	29,00	13,28%	6,59	-2,70%	-	-	22,03	0,46%	8,14	3,83%	<b>5,84%</b>
<b>01.11.2004</b>	7,05	3,07%	26,50	4,33%	-	-	41,22	9,54%	-	-	25,60	2,61%	6,77	0,00%	-	-	21,93	-1,48%	7,84	0,22%	<b>2,61%</b>
<b>01.10.2004</b>	6,84	4,11%	25,40	4,87%	-	-	37,63	2,84%	-	-	24,95	-13,37%	6,77	6,58%	-	-	22,26	3,73%	7,83	5,16%	<b>1,99%</b>
<b>01.09.2004</b>	6,57	-1,35%	24,22	9,49%	-	-	36,59	5,02%	-	-	28,80	11,07%	6,36	11,14%	-	-	21,46	-9,57%	7,44	4,57%	<b>4,34%</b>
<b>01.08.2004</b>	6,66	-4,86%	22,12	-2,77%	-	-	34,84	-1,78%	-	-	25,93	-1,41%	5,72	-3,25%	-	-	23,73	-1,66%	7,12	-5,22%	<b>-2,99%</b>
<b>01.07.2004</b>	7,00	-5,28%	22,75	-2,15%	-	-	35,47	0,31%	-	-	26,30	4,86%	5,91	0,36%	-	-	24,13	1,69%	7,51	-0,45%	<b>-0,09%</b>
<b>01.06.2004</b>	7,39	5,12%	23,25	1,09%	-	-	35,36	6,35%	-	-	25,08	4,72%	5,89	11,26%	-	-	23,73	2,02%	7,54	1,92%	<b>4,64%</b>
<b>01.05.2004</b>	7,03	-0,71%	23,00	4,59%	-	-	33,25	5,99%	-	-	23,95	6,68%	5,29	-0,66%	-	-	23,26	-3,16%	7,40	1,15%	<b>1,98%</b>
<b>01.04.2004</b>	7,08	-1,39%	21,99	10,84%	-	-	31,37	-1,75%	-	-	22,45	0,36%	5,33	6,03%	-	-	24,02	6,52%	7,32	2,21%	<b>3,26%</b>
<b>01.03.2004</b>	7,18	0,00%	19,84	-4,66%	-	-	31,93	3,84%	-	-	22,37	2,01%	5,03	-4,41%	-	-	22,55	-6,63%	7,16	-8,92%	<b>-2,68%</b>
<b>01.02.2004</b>	7,18	9,79%	20,81	0,58%	-	-	30,75	10,37%	-	-	21,93	15,42%	5,26	-3,72%	-	-	24,15	-2,31%	7,86	-2,88%	<b>3,89%</b>
<b>01.01.2004</b>	6,54	14,54%	20,69	-3,95%	-	-	27,86	-1,76%	-	-	19,00	7,83%	5,46	2,09%	-	-	24,72	0,65%	8,09	6,47%	<b>3,70%</b>
<b>01.12.2003</b>	5,71	-3,71%	21,54	0,80%	-	-	28,36	4,38%	-	-	17,62	-0,34%	5,35	-	-	-	24,56	2,59%	7,60	-4,31%	<b>-0,10%</b>
<b>01.11.2003</b>	5,93	-4,05%	21,37	6,11%	-	-	27,17	2,18%	-	-	17,68	7,09%	-	-	-	-	23,94	3,46%	7,94	-3,74%	<b>1,84%</b>
<b>01.10.2003</b>	6,18	0,65%	20,14	0,40%	-	-	26,59	-3,06%	-	-	16,51	13,78%	-	-	-	-	23,14	6,98%	8,25	1,96%	<b>3,45%</b>
<b>01.09.2003</b>	6,14	3,54%	20,06	5,41%	-	-	27,43	2,85%	-	-	14,51	-10,71%	-	-	-	-	21,63	-10,88%	8,09	-3,54%	<b>-2,22%</b>
<b>01.08.2003</b>	5,93	5,14%	19,03	-0,68%	-	-	26,67	3,77%	-	-	16,25	5,66%	-	-	-	-	24,27	6,12%	8,39	11,57%	<b>5,26%</b>
<b>01.07.2003</b>	5,64	21,55%	19,16	6,98%	-	-	25,70	14,02%	-	-	15,38	12,67%	-	-	-	-	22,87	6,13%	7,52	-1,57%	<b>9,96%</b>
<b>01.06.2003</b>	4,64	13,73%	17,91	-1,76%	-	-	22,54	-1,36%	-	-	13,65	10,26%	-	-	-	-	21,55	-1,42%	7,64	6,41%	<b>4,31%</b>
<b>01.05.2003</b>	4,08	15,91%	18,23	8,90%	-	-	22,85	7,99%	-	-	12,38	1,48%	-	-	-	-	21,86	8,22%	7,18	6,85%	<b>8,22%</b>
<b>01.04.2003</b>	3,52	18,92%	16,74	12,88%	-	-	21,16	12,85%	-	-	12,20	0,08%	-	-	-	-	20,20	16,63%	6,72	7,69%	<b>11,51%</b>
<b>01.03.2003</b>	2,96	-4,21%	14,83	5,25%	-	-	18,75	5,22%	-	-	12,19	3,31%	-	-	-	-	17,32	-11,13%	6,24	-5,31%	<b>-1,15%</b>
<b>01.02.2003</b>	3,09	-18,68%	14,09	-3,16%	-	-	17,82	-3,62%	-	-	11,80	11,95%	-	-	-	-	19,49	-0,46%	6,59	-4,22%	<b>-3,03%</b>
<b>01.01.2003</b>	3,80	0,80%	14,55	-5,03%	-	-	18,49	-1,18%	-	-	10,54	-7,14%	-	-	-	-	19,58	-0,81%	6,88	0,73%	<b>-2,10%</b>
<b>01.12.2002</b>	3,77	-19,62%	15,32	-8,10%	-	-	18,71	-6,31%	-	-	11,35	0,71%	-	-	-	-	19,74	-18,09%	6,83	-	<b>-10,28%</b>
<b>01.11.2002</b>	4,69	8,06%	16,67	15,60%	-	-	19,97	8,71%	-	-	11,27	13,95%	-	-	-	-	24,10	-1,71%	-	-	<b>8,92%</b>
<b>01.10.2002</b>	4,34	-	14,42	6,74%	-	-	18,37	4,49%	-	-	9,89	-14,37%	-	-	-	-	24,52	21,33%	-	-	<b>4,55%</b>

01.09.2002	-	-	13,51	-11,47%	-	-	17,58	-13,48%	-	-	11,55	-0,43%	-	-	-	-	20,21	-16,76%	-	-	<b>-10,54%</b>
01.08.2002	-	-	15,26	-2,30%	-	-	20,32	0,30%	-	-	11,60	13,06%	-	-	-	-	24,28	5,47%	-	-	<b>4,13%</b>
01.07.2002	-	-	15,62	-11,95%	-	-	20,26	-21,87%	-	-	10,26	2,50%	-	-	-	-	23,02	-18,05%	-	-	<b>-12,34%</b>
01.06.2002	-	-	17,74	-5,89%	-	-	25,93	-7,06%	-	-	10,01	-13,11%	-	-	-	-	28,09	-5,80%	-	-	<b>-7,96%</b>
01.05.2002	-	-	18,85	-7,96%	-	-	27,90	-6,38%	-	-	11,52	-11,99%	-	-	-	-	29,82	-2,80%	-	-	<b>-7,28%</b>
01.04.2002	-	-	20,48	-2,29%	-	-	29,80	0,51%	-	-	13,09	8,54%	-	-	-	-	30,68	-2,48%	-	-	<b>1,07%</b>
01.03.2002	-	-	20,96	13,91%	-	-	29,65	4,47%	-	-	12,06	15,41%	-	-	-	-	31,46	8,33%	-	-	<b>10,53%</b>
01.02.2002	-	-	18,40	-3,21%	-	-	28,38	5,11%	-	-	10,45	-3,69%	-	-	-	-	29,04	3,57%	-	-	<b>0,45%</b>
01.01.2002	-	-	19,01	0,32%	-	-	27,00	14,75%	-	-	10,85	-1,99%	-	-	-	-	28,04	0,39%	-	-	<b>3,37%</b>
01.12.2001	-	-	18,95	8,04%	-	-	23,53	10,00%	-	-	11,07	20,59%	-	-	-	-	27,93	10,35%	-	-	<b>12,25%</b>
01.11.2001	-	-	17,54	20,05%	-	-	21,39	23,14%	-	-	9,18	4,91%	-	-	-	-	25,31	6,12%	-	-	<b>13,56%</b>
01.10.2001	-	-	14,61	-6,17%	-	-	17,37	0,17%	-	-	8,75	6,06%	-	-	-	-	23,85	11,76%	-	-	<b>2,96%</b>
01.09.2001	-	-	15,57	-23,83%	-	-	17,34	-35,01%	-	-	8,25	-17,50%	-	-	-	-	21,34	-27,61%	-	-	<b>-25,99%</b>
01.08.2001	-	-	20,44	-8,18%	-	-	26,68	-5,19%	-	-	10,00	-5,39%	-	-	-	-	29,48	-6,29%	-	-	<b>-6,26%</b>
01.07.2001	-	-	22,26	0,86%	-	-	28,14	-4,25%	-	-	10,57	40,93%	-	-	-	-	31,46	-7,74%	-	-	<b>7,45%</b>
01.06.2001	-	-	22,07	-0,05%	-	-	29,39	-1,44%	-	-	7,50	9,49%	-	-	-	-	34,10	3,58%	-	-	<b>2,90%</b>
01.05.2001	-	-	22,08	3,23%	-	-	29,82	4,82%	-	-	6,85	-5,52%	-	-	-	-	32,92	0,49%	-	-	<b>0,75%</b>
01.04.2001	-	-	21,39	11,41%	-	-	28,45	6,12%	-	-	7,25	5,84%	-	-	-	-	32,76	12,58%	-	-	<b>8,99%</b>
01.03.2001	-	-	19,20	-3,52%	-	-	26,81	-2,54%	-	-	6,85	1,48%	-	-	-	-	29,10	-0,34%	-	-	<b>-1,23%</b>
01.02.2001	-	-	19,90	-7,53%	-	-	27,51	-9,36%	-	-	6,75	-9,40%	-	-	-	-	29,20	-13,22%	-	-	<b>-9,88%</b>
01.01.2001	-	-	21,52	9,24%	-	-	30,35	9,21%	-	-	7,45	8,92%	-	-	-	-	33,65	9,32%	-	-	<b>9,17%</b>
01.12.2000	-	-	19,70	1,97%	-	-	27,79	10,15%	-	-	6,84	17,12%	-	-	-	-	30,78	3,92%	-	-	<b>8,29%</b>
01.11.2000	-	-	19,32	2,33%	-	-	25,23	8,05%	-	-	5,84	-0,68%	-	-	-	-	29,62	-9,22%	-	-	<b>0,12%</b>
01.10.2000	-	-	18,88	11,12%	-	-	23,35	-5,20%	-	-	5,88	6,91%	-	-	-	-	32,63	13,42%	-	-	<b>6,56%</b>
01.09.2000	-	-	16,99	-7,76%	-	-	24,63	-2,38%	-	-	5,50	22,22%	-	-	-	-	28,77	-13,26%	-	-	<b>-0,30%</b>
01.08.2000	-	-	18,42	-0,59%	-	-	25,23	-6,21%	-	-	4,50	-4,05%	-	-	-	-	33,17	5,44%	-	-	<b>-1,35%</b>
01.07.2000	-	-	18,53	10,23%	-	-	26,90	4,83%	-	-	4,69	-5,63%	-	-	-	-	31,46	7,15%	-	-	<b>4,15%</b>

01.06.2000	-	-	16,81	-0,53%	-	-	25,66	10,13%	-	-	4,97	-17,99%	-	-	-	-	29,36	-1,11%	-	-	<b>-2,38%</b>
01.05.2000	-	-	16,90	13,27%	-	-	23,30	3,93%	-	-	6,06	-8,04%	-	-	-	-	29,69	6,26%	-	-	<b>3,85%</b>
01.04.2000	-	-	14,92	1,57%	-	-	22,42	10,44%	-	-	6,59	-8,73%	-	-	-	-	27,94	-0,36%	-	-	<b>0,73%</b>
01.03.2000	-	-	14,69	14,32%	-	-	20,30	14,75%	-	-	7,22	-13,12%	-	-	-	-	28,04	8,47%	-	-	<b>6,11%</b>
01.02.2000	-	-	12,85	-11,26%	-	-	17,69	-6,50%	-	-	8,31	0,36%	-	-	-	-	25,85	-10,02%	-	-	<b>-6,86%</b>
01.01.2000	-	-	14,48	-1,56%	-	-	18,92	2,10%	-	-	8,28	-3,27%	-	-	-	-	28,73	-12,44%	-	-	<b>-3,79%</b>
01.12.1999	-	-	14,71	-3,10%	-	-	18,53	5,34%	-	-	8,56	9,18%	-	-	-	-	32,81	6,42%	-	-	<b>4,46%</b>
01.11.1999	-	-	15,18	-3,31%	-	-	17,59	-2,71%	-	-	7,84	4,53%	-	-	-	-	30,83	5,33%	-	-	<b>0,96%</b>
01.10.1999	-	-	15,70	3,02%	-	-	18,08	2,79%	-	-	7,50	-12,38%	-	-	-	-	29,27	-2,27%	-	-	<b>-2,21%</b>
01.09.1999	-	-	15,24	-4,57%	-	-	17,59	-6,29%	-	-	8,56	5,42%	-	-	-	-	29,95	-3,88%	-	-	<b>-2,33%</b>
01.08.1999	-	-	15,97	-2,32%	-	-	18,77	-11,80%	-	-	8,12	0,37%	-	-	-	-	31,16	2,37%	-	-	<b>-2,85%</b>
01.07.1999	-	-	16,35	-6,14%	-	-	21,28	-11,66%	-	-	8,09	-18,12%	-	-	-	-	30,44	-8,62%	-	-	<b>-11,14%</b>
01.06.1999	-	-	17,42	-1,80%	-	-	24,09	-6,70%	-	-	9,88	26,99%	-	-	-	-	33,31	3,61%	-	-	<b>5,52%</b>
01.05.1999	-	-	17,74	-9,12%	-	-	25,82	-10,72%	-	-	7,78	-0,38%	-	-	-	-	32,15	-5,80%	-	-	<b>-6,51%</b>
01.04.1999	-	-	19,52	24,49%	-	-	28,92	28,42%	-	-	7,81	11,10%	-	-	-	-	34,13	8,49%	-	-	<b>18,12%</b>
01.03.1999	-	-	15,68	-6,56%	-	-	22,52	-7,86%	-	-	7,03	3,23%	-	-	-	-	31,46	8,48%	-	-	<b>-0,67%</b>
01.02.1999	-	-	16,78	2,44%	-	-	24,44	24,00%	-	-	6,81	6,24%	-	-	-	-	29,00	17,79%	-	-	<b>12,62%</b>
01.01.1999	-	-	16,38	21,15%	-	-	19,71	10,23%	-	-	6,41	-6,29%	-	-	-	-	24,62	-2,42%	-	-	<b>5,67%</b>
01.12.1998	-	-	13,52	-1,24%	-	-	17,88	-25,34%	-	-	6,84	19,58%	-	-	-	-	25,23	-3,22%	-	-	<b>-2,56%</b>
01.11.1998	-	-	13,69	9,26%	-	-	23,95	7,30%	-	-	5,72	-8,04%	-	-	-	-	26,07	7,11%	-	-	<b>3,91%</b>
01.10.1998	-	-	12,53	12,58%	-	-	22,32	-6,81%	-	-	6,22	-1,89%	-	-	-	-	24,34	-0,65%	-	-	<b>0,81%</b>
01.09.1998	-	-	11,13	-14,91%	-	-	23,95	-15,61%	-	-	6,34	5,67%	-	-	-	-	24,50	-13,73%	-	-	<b>-9,65%</b>
01.08.1998	-	-	13,08	-13,66%	-	-	28,38	-12,33%	-	-	6,00	-1,96%	-	-	-	-	28,40	-14,66%	-	-	<b>-10,65%</b>
01.07.1998	-	-	15,15	0,40%	-	-	32,37	-15,02%	-	-	6,12	-9,73%	-	-	-	-	33,28	-5,70%	-	-	<b>-7,51%</b>
01.06.1998	-	-	15,09	-6,85%	-	-	38,09	2,39%	-	-	6,78	-9,96%	-	-	-	-	35,29	3,13%	-	-	<b>-2,82%</b>
01.05.1998	-	-	16,20	8,58%	-	-	37,20	-5,97%	-	-	7,53	-12,03%	-	-	-	-	34,22	0,12%	-	-	<b>-2,33%</b>
01.04.1998	-	-	14,92	-	-	-	39,56	-6,10%	-	-	8,56	-6,86%	-	-	-	-	34,18	3,08%	-	-	<b>-3,29%</b>

01.03.1998	-	-	-	-	-	42,13	-	-	-	9,19	22,53%	-	-	-	-	33,16	13,10%	-	-	<b>17,82%</b>
01.02.1998	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7,50	-1,19%	-	-	-	-	29,32	16,58%	-	-	<b>7,70%</b>
01.01.1998	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7,59	-5,13%	-	-	-	-	25,15	7,75%	-	-	<b>1,31%</b>
01.12.1997	-	-	-	-	-	-	-	-	-	8,00	-8,26%	-	-	-	-	23,34	0,30%	-	-	<b>-3,98%</b>
01.11.1997	-	-	-	-	-	-	-	-	-	8,72	-0,68%	-	-	-	-	23,27	3,88%	-	-	<b>1,60%</b>
01.10.1997	-	-	-	-	-	-	-	-	-	8,78	-8,73%	-	-	-	-	22,40	-2,01%	-	-	<b>-5,37%</b>
01.09.1997	-	-	-	-	-	-	-	-	-	9,62	0,94%	-	-	-	-	22,86	20,44%	-	-	<b>10,69%</b>
01.08.1997	-	-	-	-	-	-	-	-	-	9,53	5,19%	-	-	-	-	18,98	-2,37%	-	-	<b>1,41%</b>
01.07.1997	-	-	-	-	-	-	-	-	-	9,06	6,97%	-	-	-	-	19,44	5,94%	-	-	<b>6,45%</b>
01.06.1997	-	-	-	-	-	-	-	-	-	8,47	7,49%	-	-	-	-	18,35	10,01%	-	-	<b>8,75%</b>
01.05.1997	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7,88	12,57%	-	-	-	-	16,68	-4,47%	-	-	<b>4,05%</b>
01.04.1997	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7,00	3,70%	-	-	-	-	17,46	2,34%	-	-	<b>3,02%</b>
01.03.1997	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6,75	-12,22%	-	-	-	-	17,06	4,34%	-	-	<b>-3,94%</b>
01.02.1997	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7,69	-3,88%	-	-	-	-	16,35	5,83%	-	-	<b>0,98%</b>
01.01.1997	-	-	-	-	-	-	-	-	-	8,00	-9,19%	-	-	-	-	15,45	12,77%	-	-	<b>1,79%</b>
01.12.1996	-	-	-	-	-	-	-	-	-	8,81	14,56%	-	-	-	-	13,70	-1,93%	-	-	<b>6,32%</b>
01.11.1996	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7,69	-	-	-	-	-	13,97	4,33%	-	-	<b>4,33%</b>
01.10.1996	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	13,39	0,60%	-	-	<b>0,60%</b>
01.09.1996	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	13,31	4,15%	-	-	<b>4,15%</b>
01.08.1996	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	12,78	-7,46%	-	-	<b>-7,46%</b>
01.07.1996	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	13,81	-8,06%	-	-	<b>-8,06%</b>
01.06.1996	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	15,02	-3,35%	-	-	<b>-3,35%</b>
01.05.1996	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	15,54	3,81%	-	-	<b>3,81%</b>
01.04.1996	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	14,97	-5,43%	-	-	<b>-5,43%</b>
01.03.1996	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	15,83	6,89%	-	-	<b>6,89%</b>
01.02.1996	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	14,81	6,47%	-	-	<b>6,47%</b>
01.01.1996	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	13,91	5,22%	-	-	<b>5,22%</b>

01.12.1995	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	13,22	4,59%	-	-	4,59%	
01.11.1995	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	12,64	4,29%	-	-	4,29%	
01.10.1995	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	12,12	-4,72%	-	-	-4,72%	
01.09.1995	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	12,72	-3,34%	-	-	-3,34%	
01.08.1995	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	13,16	-1,42%	-	-	-1,42%	
01.07.1995	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	13,35	-0,89%	-	-	-0,89%	
01.06.1995	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	13,47	1,43%	-	-	1,43%	
01.05.1995	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	13,28	12,93%	-	-	12,93%	
01.04.1995	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11,76	-1,75%	-	-	-1,75%	
01.03.1995	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11,97	3,82%	-	-	3,82%	
01.02.1995	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11,53	3,50%	-	-	3,50%	
01.01.1995	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11,14		-	-	-	
<b>TOTAL</b>																				<b>278,55%</b>

$$Rentabilidad\ media\ mensual = \frac{278,55\%}{251} = 1,11\%$$

$$Rentabilidad\ media\ anual = TAE = (1 + 0,0111)^{12} - 1 = 14,16\%$$

## ANEXO 20: CÁLCULO DE LA BETA DE MELIÁ

	Promedio Mercado (x)	Meliá (y)	$\Sigma x^2$	$\Sigma y^2$	$\Sigma x \cdot y$
2015M12	-0,0198	0,0116	0,0003936	0,0001	-0,0002307
2015M11	-0,0582	-0,0851	0,0033904	0,0072	0,0049555
2015M10	0,1069	0,0575	0,0114338	0,0033	0,0061434
2015M09	-0,0597	-0,0220	0,0035637	0,0005	0,0013136
2015M08	-0,0540	-0,0294	0,0029196	0,0009	0,0015868
2015M07	0,0071	0,1073	0,0000511	0,0115	0,0007669
2015M06	-0,0340	-0,0004	0,0011536	0,0000	0,0000143
2015M05	-0,0068	0,0628	0,0000456	0,0039	-0,0004243
2015M04	-0,0040	-0,0288	0,0000158	0,0008	0,0001143
2015M03	0,0213	0,0872	0,0004529	0,0076	0,0018549
2015M02	0,0633	0,0363	0,0040095	0,0013	0,0023003
2015M01	0,0222	0,1495	0,0004921	0,0224	0,0033175
2014M12	0,0147	0,0805	0,0002151	0,0065	0,0011804
2014M11	0,0570	0,0289	0,0032442	0,0008	0,0016437
2014M10	-0,0172	-0,0263	0,0002955	0,0007	0,0004515
2014M09	-0,0184	-0,0325	0,0003396	0,0011	0,0005990
2014M08	0,0403	-0,0276	0,0016224	0,0008	-0,0011111
2014M07	-0,0223	-0,0296	0,0004962	0,0009	0,0006585
2014M06	0,0081	-0,0448	0,0000660	0,0020	-0,0003635
2014M05	0,0544	0,0313	0,0029566	0,0010	0,0017029
2014M04	-0,0179	-0,0257	0,0003198	0,0007	0,0004595
2014M03	0,0043	0,0152	0,0000189	0,0002	0,0000662
2014M02	0,0370	-0,0456	0,0013671	0,0021	-0,0016876
2014M01	-0,0069	0,0327	0,0000473	0,0011	-0,0002246
2013M12	0,0475	0,0501	0,0022610	0,0025	0,0023802
2013M11	0,0317	0,0634	0,0010075	0,0040	0,0020123
2013M10	0,0715	0,1413	0,0051057	0,0200	0,0100963
2013M09	0,0718	0,0764	0,0051530	0,0058	0,0054854
2013M08	-0,0277	0,0081	0,0007670	0,0001	-0,0002257
2013M07	0,0680	0,1578	0,0046196	0,0249	0,0107256
2013M06	-0,0171	0,0246	0,0002932	0,0006	-0,0004213
2013M05	0,0097	0,0116	0,0000946	0,0001	0,0001124
2013M04	-0,0122	0,0613	0,0001477	0,0038	-0,0007453
2013M03	0,0117	-0,1276	0,0001366	0,0163	-0,0014911
2013M02	0,0191	0,0159	0,0003640	0,0003	0,0003031
2013M01	0,0691	0,0355	0,0047688	0,0013	0,0024514
2012M12	0,0298	0,0026	0,0008904	0,0000	0,0000777
2012M11	0,0183	0,0061	0,0003341	0,0000	0,0001117
2012M10	-0,0180	0,0822	0,0003246	0,0068	-0,0014815
2012M09	0,0205	0,0076	0,0004187	0,0001	0,0001559
2012M08	0,0214	0,1413	0,0004591	0,0200	0,0030276
2012M07	0,0021	0,0022	0,0000044	0,0000	0,0000046
2012M06	0,0655	0,2322	0,0042852	0,0539	0,0152012

2012M05	-0,0862	-0,1759	0,0074330	0,0309	0,0151639
2012M04	-0,0031	-0,1137	0,0000093	0,0129	0,0003475
2012M03	0,0364	-0,0221	0,0013266	0,0005	-0,0008032
2012M02	0,0561	0,1538	0,0031470	0,0236	0,0086257
2012M01	0,1150	0,1605	0,0132271	0,0257	0,0184546
2011M12	-0,0369	-0,1817	0,0013629	0,0330	0,0067087
2011M11	-0,0468	-0,1002	0,0021927	0,0100	0,0046915
2011M10	0,1603	0,0687	0,0256823	0,0047	0,0110075
2011M09	-0,0941	-0,0967	0,0088620	0,0094	0,0091046
2011M08	-0,1346	-0,2447	0,0181094	0,0599	0,0329240
2011M07	-0,0531	-0,1291	0,0028247	0,0167	0,0068588
2011M06	-0,0506	-0,0376	0,0025555	0,0014	0,0018983
2011M05	0,0059	-0,0165	0,0000345	0,0003	-0,0000968
2011M04	0,0389	0,0851	0,0015099	0,0072	0,0033060
2011M03	-0,0334	0,0188	0,0011165	0,0004	-0,0006297
2011M02	0,0213	0,0331	0,0004555	0,0011	0,0007063
2011M01	0,0335	0,1086	0,0011229	0,0118	0,0036403
2010M12	0,0789	0,1450	0,0062254	0,0210	0,0114387
2010M11	-0,0201	-0,1510	0,0004052	0,0228	0,0030404
2010M10	0,0663	0,0866	0,0043918	0,0075	0,0057407
2010M09	0,1092	0,0545	0,0119334	0,0030	0,0059522
2010M08	-0,0478	-0,0273	0,0022825	0,0007	0,0013033
2010M07	0,1370	0,2278	0,0187655	0,0519	0,0311990
2010M06	-0,0699	-0,0517	0,0048840	0,0027	0,0036148
2010M05	-0,1112	-0,1289	0,0123689	0,0166	0,0143306
2010M04	0,0721	-0,0071	0,0051963	0,0000	-0,0005092
2010M03	0,1265	0,2019	0,0160078	0,0408	0,0255431
2010M02	0,0392	-0,1092	0,0015397	0,0119	-0,0042866
2010M01	-0,0116	0,0085	0,0001344	0,0001	-0,0000982
2009M12	0,0667	0,0631	0,0044465	0,0040	0,0042052
2009M11	0,0423	-0,0804	0,0017926	0,0065	-0,0034026
2009M10	-0,0900	-0,1254	0,0080962	0,0157	0,0112800
2009M09	0,1352	0,2500	0,0182874	0,0625	0,0338077
2009M08	0,1513	0,1311	0,0228876	0,0172	0,0198409
2009M07	0,0582	0,1619	0,0033858	0,0262	0,0094208
2009M06	-0,0271	0,0660	0,0007333	0,0044	-0,0017870
2009M05	0,0155	0,0535	0,0002411	0,0029	0,0008304
2009M04	0,6283	0,7559	0,3947423	0,5713	0,4749011
2009M03	0,0036	-0,2140	0,0000132	0,0458	-0,0007786
2009M02	-0,1897	-0,3139	0,0359770	0,0985	0,0595438
2009M01	-0,1103	-0,0728	0,0121712	0,0053	0,0080282
2008M12	0,0935	-0,1106	0,0087424	0,0122	-0,0103456
2008M11	-0,1130	0,3052	0,0127693	0,0931	-0,0344854
2008M10	-0,2475	-0,4013	0,0612670	0,1610	0,0993317

2008M09	-0,0864	0,0425	0,0074698	0,0018	-0,0036747
2008M08	0,0697	-0,0216	0,0048552	0,0005	-0,0015072
2008M07	-0,0606	-0,1239	0,0036708	0,0154	0,0075071
2008M06	-0,1765	-0,1833	0,0311518	0,0336	0,0323581
2008M05	-0,0336	-0,0687	0,0011302	0,0047	0,0023108
2008M04	0,0364	0,0123	0,0013283	0,0002	0,0004500
2008M03	0,0128	-0,1045	0,0001635	0,0109	-0,0013365
2008M02	-0,0242	0,0279	0,0005835	0,0008	-0,0006738
2008M01	-0,0490	-0,0710	0,0024052	0,0050	0,0034829
2007M12	-0,1006	-0,0876	0,0101253	0,0077	0,0088113
2007M11	-0,1129	-0,1381	0,0127411	0,0191	0,0155897
2007M10	0,0327	0,0030	0,0010671	0,0000	0,0000989
2007M09	-0,0323	-0,0877	0,0010424	0,0077	0,0028318
2007M08	-0,0256	-0,1056	0,0006532	0,0112	0,0026995
2007M07	-0,0535	-0,0188	0,0028577	0,0004	0,0010044
2007M06	-0,0508	-0,0646	0,0025795	0,0042	0,0032823
2007M05	0,0405	-0,0167	0,0016395	0,0003	-0,0006771
2007M04	-0,0083	-0,0033	0,0000695	0,0000	0,0000278
2007M03	0,0111	0,0447	0,0001227	0,0020	0,0004951
2007M02	0,0148	0,0461	0,0002193	0,0021	0,0006833
2007M01	0,0383	0,0973	0,0014636	0,0095	0,0037212
2006M12	0,0363	0,0135	0,0013213	0,0002	0,0004909
2006M11	0,0331	0,0034	0,0010984	0,0000	0,0001123
2006M10	0,0379	0,0431	0,0014373	0,0019	0,0016343
2006M09	0,0284	0,0114	0,0008041	0,0001	0,0003243
2006M08	0,0478	0,0896	0,0022862	0,0080	0,0042824
2006M07	-0,0752	0,0182	0,0056591	0,0003	-0,0013721
2006M06	0,0543	0,0561	0,0029435	0,0031	0,0030444
2006M05	-0,0296	-0,0371	0,0008747	0,0014	0,0010971
2006M04	0,0465	-0,0313	0,0021580	0,0010	-0,0014517
2006M03	0,0269	0,0256	0,0007227	0,0007	0,0006893
2006M02	0,0239	0,0900	0,0005718	0,0081	0,0021511
2006M01	0,0334	0,0661	0,0011149	0,0044	0,0022074
2005M12	0,0589	0,0327	0,0034695	0,0011	0,0019257
2005M11	0,0604	-0,0095	0,0036468	0,0001	-0,0005751
2005M10	-0,0207	-0,0854	0,0004293	0,0073	0,0017687
2005M09	0,0132	0,0699	0,0001741	0,0049	0,0009222
2005M08	-0,0319	-0,0837	0,0010199	0,0070	0,0026727
2005M07	0,0664	0,2223	0,0044070	0,0494	0,0147599
2005M06	0,0543	0,1231	0,0029499	0,0152	0,0066857
2005M05	0,0492	-0,0296	0,0024185	0,0009	-0,0014546
2005M04	-0,0470	-0,0404	0,0022087	0,0016	0,0018983
2005M03	0,0151	0,0565	0,0002278	0,0032	0,0008529
2005M02	0,0221	0,0471	0,0004880	0,0022	0,0010405

2005M01	0,0396	0,1342	0,0015685	0,0180	0,0053167
2004M12	0,0584	0,0355	0,0034127	0,0013	0,0020716
2004M11	0,0261	0,0307	0,0006820	0,0009	0,0008018
2004M10	0,0199	0,0411	0,0003954	0,0017	0,0008172
2004M09	0,0434	-0,0135	0,0018826	0,0002	-0,0005863
2004M08	-0,0299	-0,0486	0,0008945	0,0024	0,0014527
2004M07	-0,0009	-0,0528	0,0000009	0,0028	0,0000498
2004M06	0,0464	0,0512	0,0021515	0,0026	0,0023753
2004M05	0,0198	-0,0071	0,0003937	0,0000	-0,0001401
2004M04	0,0326	-0,0139	0,0010611	0,0002	-0,0004537
2004M03	-0,0268	0,0000	0,0007193	0,0000	0,0000000
2004M02	0,0389	0,0979	0,0015163	0,0096	0,0038107
2004M01	0,0370	0,1454	0,0013666	0,0211	0,0053735
2003M12	-0,0010	-0,0371	0,0000010	0,0014	0,0000365
2003M11	0,0184	-0,0405	0,0003387	0,0016	-0,0007445
2003M10	0,0345	0,0065	0,0011922	0,0000	0,0002249
2003M09	-0,0222	0,0354	0,0004930	0,0013	-0,0007863
2003M08	0,0526	0,0514	0,0027712	0,0026	0,0027068
2003M07	0,0996	0,2155	0,0099265	0,0464	0,0214724
2003M06	0,0431	0,1373	0,0018577	0,0188	0,0059158
2003M05	0,0822	0,1591	0,0067610	0,0253	0,0130813
2003M04	0,1151	0,1892	0,0132457	0,0358	0,0217738
2003M03	-0,0115	-0,0421	0,0001313	0,0018	0,0004822
2003M02	-0,0303	-0,1868	0,0009191	0,0349	0,0056643
2003M01	-0,0210	0,0080	0,0004425	0,0001	-0,0001674
2002M12	-0,1028	-0,1962	0,0105701	0,0385	0,0201676
2002M11	0,0892	0,0806	0,0079632	0,0065	0,0071965
<b>TOTAL</b>	<b>1,91</b>	<b>2,13</b>	<b>1,03</b>	<b>2,33</b>	<b>1,20</b>

$$\text{Media de } X = \text{Med}(X) = \frac{\sum Xi}{N} = \frac{1,91}{158} = 0,01209$$

$$\text{Media de } Y = \text{Med}(Y) = \frac{\sum Yi}{N} = \frac{2,13}{158} = 0,01351$$

$$\text{Varianza de } X = \text{Var}(X) = \frac{\sum X^2}{N} - [\text{Med}(X)]^2 = \frac{1,03}{158} - (0,01209)^2 = 0,00639$$

$$\begin{aligned} \text{Covarianza de } X \text{ e } Y = \text{Cov}(X, Y) &= \frac{\sum Xi \times Yi}{N} - [\text{Med}(X) \times \text{Med}(Y)] = \frac{1,20}{158} - (0,01209 \times 0,01351) \\ &= 0,00744 \end{aligned}$$

$$\text{Beta} = \beta = \frac{\text{Cov}(X, Y)}{\text{Var}(X)} = \frac{0,00744}{0,00639} = 1,16371 \approx 1,16$$

## ANEXO 21: MÚLTIPLOS DE MELIÁ Y SECTOR

	Meliá	Marriott	Wyndham	Starwood	Hyatt	Choice Hotels	Accor	IHG	Millennium	NH Hotels	PROMEDIO*
Cotización a cierre 2015	12,18 EUR	67,04 USD	72,65 USD	69,28 USD	47,02 USD	50,41 USD	40,01 EUR	26,68 GBP	4,63 GBP	5,04 EUR	-
BPA	0,18 EUR	3,22 USD	5,18 USD	2,90 USD	0,87 USD	2,24 USD	0,88 EUR	5,20 GBP	0,20 GBP	- 0,078 EUR	-
Dividendo repartido en 2015	0,03 EUR	0,95 USD	1,68 USD	1,50 USD	- USD	0,78 USD	0,95 EUR	0,52 GBP	0,23 GBP	- EUR	-
Patrimonio (mill.)	1.315 EUR	-3.590 USD	953 USD	1.299 USD	3.995 USD	-396 USD	3.987 EUR	319 GBP	2.712 GBP	1.126 EUR	-
Acciones en circulación (mill.)	194	267	118	169	143	57	234	235	325	341	-
Valor Contable	6,77 EUR	-13,43 USD	8,08 USD	7,69 USD	27,97 USD	-6,97 USD	17,01 EUR	1,36 EUR	8,34 EUR	3,30 EUR	-
Ventas	1.738	14.486	5.536	5.763	4.328	860	5.581	1.803	847	1.377	-
Ventas por acción	8,95	54,19	46,92	34,10	30,30	15,13	23,81	7,67	2,61	4,03	-
BAIT (mill.)	305 EUR	1.422 USD	1.041 USD	780 USD	262 USD	227 USD	478 EUR	1.504 GBP	134 GBP	59 EUR	-
BAIT por acción	1,57 EUR	5,32 EUR	8,82 EUR	4,62 EUR	1,83 EUR	3,99 EUR	2,04 EUR	6,40 EUR	0,41 EUR	0,17 EUR	-
<b>PER</b>	<b>67,67</b>	<b>20,82</b>	<b>14,03</b>	<b>23,89</b>	<b>54,05</b>	<b>22,50</b>	<b>45,47</b>	<b>5,13</b>	<b>23,29</b>	<b>-64,29</b>	<b>16,10</b>
<b>Dividend Yield</b>	<b>0,2%</b>	<b>1,4%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,2%</b>	<b>0,0%</b>	<b>1,5%</b>	<b>2,4%</b>	<b>1,9%</b>	<b>4,9%</b>	<b>0,0%</b>	<b>1,9%</b>
<b>Price-to-Book</b>	<b>1,80</b>	<b>-4,99</b>	<b>9,00</b>	<b>9,01</b>	<b>1,68</b>	<b>-7,23</b>	<b>2,35</b>	<b>19,66</b>	<b>0,56</b>	<b>1,53</b>	<b>3,51</b>
<b>Earning Yield</b>	<b>1,5%</b>	<b>4,8%</b>	<b>7,1%</b>	<b>4,2%</b>	<b>1,9%</b>	<b>4,4%</b>	<b>2,2%</b>	<b>19,5%</b>	<b>4,3%</b>	<b>-1,6%</b>	<b>5,2%</b>
<b>Price-to-EBIT</b>	<b>7,75</b>	<b>12,60</b>	<b>8,24</b>	<b>15,01</b>	<b>25,63</b>	<b>12,63</b>	<b>19,62</b>	<b>4,17</b>	<b>11,24</b>	<b>29,32</b>	<b>15,38</b>
<b>Price-to-Sales</b>	<b>1,36</b>	<b>1,24</b>	<b>1,55</b>	<b>2,03</b>	<b>1,55</b>	<b>3,33</b>	<b>1,68</b>	<b>3,48</b>	<b>1,78</b>	<b>1,25</b>	<b>1,99</b>

\*Excluida Meliá.

Los múltiplos calculados son los siguientes:

$$\begin{aligned}
 PER &= \frac{\text{Cotización}}{BPA} & \text{Dividend Yield} &= \frac{\text{Dividendo por acción}}{\text{Cotización}} & \text{Price - to - Book} &= \frac{\text{Cotización}}{\text{Valor Contable}} \\
 \text{Earning Yield Ratio} &= \frac{BPA}{\text{Cotización}} = \frac{1}{PER} & \text{Price - to - EBIT} &= \frac{\text{Cotización}}{\text{BAIT por acción}} & \text{Price - to - Sales} &= \frac{\text{Cotización}}{\text{Ventas por acción}}
 \end{aligned}$$

