

Valoración de Empresas: Tesis Descuento Flujos de Caja Caso de Meliá Hotels International.

Autor: Asier Requena González
IEB
29 de junio de 2025.

I. Índice

I. Índice.....	- 2 -
II. Abstract.....	- 3 -
III. Proyección de los Estados Financieros.	- 4 -
Figura 1. Proyección Ventas por Business Model y Geografía (2025e – 2028e)	- 4 -
Gráfico 1. Evolución EBITDA (2023 – 2028e)	- 5 -
Gráfico 2. Evolución CFO & CFI (2024 – 2028e).....	- 6 -
Gráfico 3. Evolución WC & WC/Sales. (2024 – 2028e)	- 7 -
Tabla 1. Cash Flow from Operating Activities (2024 – 2028e).....	- 7 -
Tabla 2. Cash Flow from Investing Activities (2024 – 2028e).....	- 8 -
IV. Descuento FCFF	- 8 -
Tabla 3. Discounted Free Cash Flow to Firm + Terminal Value.....	- 9 -
Tabla 4. EV, Equity Value, PER & Price per-Share.....	- 9 -
V. Conclusión.	- 10 -

II. Abstract

Para este segundo caso práctico se ha realizado un análisis detallado de los estados financieros de Meliá desde 2018 hasta 2024 para después, tras analizar las dinámicas del mercado así como los objetivos estratégicos de la empresa, realizar las proyecciones oportunas para valorar la empresa en los próximos 4 años (2025e, 2026e, 2027e y 2028e) así como un Terminal Value.

Este modelo en Excel (adjuntado en el caso práctico) incluye:

- **Análisis y proyección del Income Statement, Balance Sheet & Cash Flow Statement** → diferenciando por geografía y modelo de propiedad de Meliá; el cual cuenta con dos. Por un lado, el modelo “*Owned & Leased*”, modelo histórico predominante y sobre el cual genera la mayor parte de su negocio y por otro lado el modelo que busca adaptar Meliá; “*Management*”, modelo en crecimiento dado que permite desapalancarse al no tener que disponer de hoteles en propiedad.
- **Estimación de costes y márgenes** en función de la visión estratégica, las tendencias macroeconómicas y del sector también por regiones.
- **Cálculo y descuento del Free Cash Flow to Firm** obteniendo así el Enterprise Value mediante nuestra tasa de WACC calculado para Meliá y obteniendo también nuestro Equity Value permitiendo obtener ratios como PER y el Price per-Share objetivo.

Los cálculos serán adjuntados y se podrán analizar en la hoja Excel.

III. Proyección de los Estados Financieros.

Para la valoración de Meliá hemos realizado unas proyecciones de sus estados financieros para así después descontar sus Free Cash Flow to Firm ya que este sistema de valoración nos permite analizar la capacidad real de la empresa en cuanto a generación de caja operativa teniendo en cuenta por un lado la propia actividad de la empresa así como su estructura de capital.

- Income Statement:

Ventas: Para las ventas hemos proyectado un crecimiento estable de 3.9% CAGR en el período proyectado en línea con las estimaciones futuras del sector, las tendencias actuales, la estrategia de expansión de Meliá con nuevas aperturas en su modelo “Management” predominantemente de su segmento “Luxury”. Para ello hemos proyectado los siguientes crecimientos tanto por Business Model como por geografía.

Figura 1. Proyección Ventas por Business Model y Geografía (2025e – 2028e)

Income by region (thousands)	2025e	2026e	2027e	2028e
Operating income	2.095.506	2.183.201	2.258.218	2.343.146
Results from assets sale	43.496	43.496	43.496	43.496
crec%	4,1%	4,2%	3,4%	3,8%
Spain O&L	788.052	803.813	819.889	836.287
%crec	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Spain Management	96.495	101.320	104.359	106.968
%crec	5,0%	5,0%	3,0%	2,5%
EMEA O&L	527.520	553.896	576.052	596.214
%crec	5,0%	5,0%	4,0%	3,5%
EMEA Management	37.368	40.731	45.212	50.185
%crec	8,0%	9,0%	11,0%	11,0%
AMERICA O&L	495.352	525.073	546.076	578.841
%crec	4,0%	6,0%	4,0%	6,0%
AMERICA Management	42.536	44.875	47.792	50.421
%crec	4,0%	5,5%	6,5%	5,5%
APAC O&L	-	-	-	-
%crec	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
APAC Management	11.663	12.829	14.241	15.380
%crec	9,0%	10,0%	11,0%	8,0%
Cuba O&L	-	-	-	-
%crec	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cuba Management	12.700	13.335	14.268	15.125
%crec	0,0%	5,0%	7,0%	6,0%
Other operating income	83.820	87.328	90.329	93.726

Fuente: Elaboración propia.

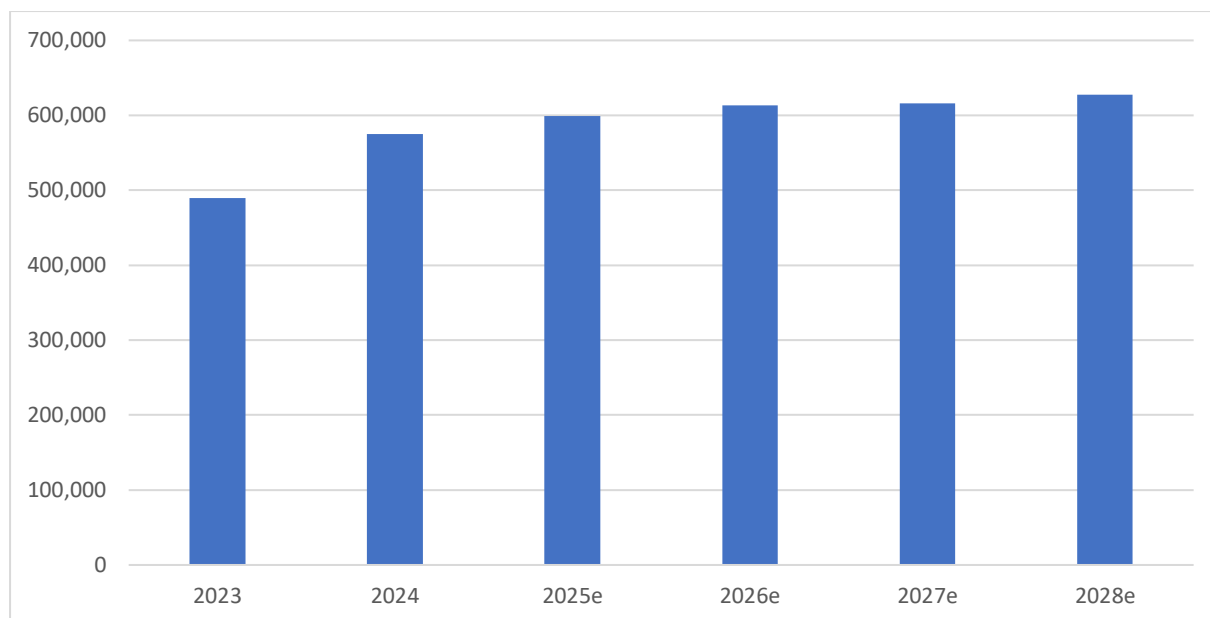
Estas estimaciones van en línea primero con las tendencias del sector el cual esperan un crecimiento sostenido del turismo nacional e internacional. Asimismo, Meliá planea la apertura de entre 15 y 20 hoteles por año únicamente bajo régimen de “Management” y bajo su marca “Luxury”, sin embargo hay destinos como Cuba los cuales inicialmente se proyecta una lenta recuperación dada las condiciones que está sufriendo el este destino.

Se proyectan un crecimiento de ventas sostenido y en base a la estrategia de expansión de Meliá.

EBITDA: El EBITDA proyectado crece a un 2.2% CAGR en nuestro período, el cual se desacelera dado los grandes pesos de nuestros “Supplies” (10.5% históricamente), “Staff Costs”, el cual ha sido calculado en base a nuestra proyección de “Staff cost per capita” y nuestra proyección de número de hoteles, y el gran peso de “Other Expenses” los cuales suponen cerca del 33% del margen operativo de Meliá.

La dificultad ha residido en la estimación de estos costes, los cuales basándonos en el histórico y sobre todo en la evolución de la inflación y el aumento de hoteles hemos podido concluir esta proyección de EBITDA ajustada nuestra realidad.

Gráfico 1. Evolución EBITDA (2023 – 2028e)



Fuente: Elaboración Propia.

EBIT: Nuestro EBIT crece a un 6.3% CAGR en el período debido principalmente a que suponemos que dado que Meliá busca reducir su endeudamiento del 4% al 2.5% y su objetivo es rebalancear su cartera hacia un “asset-light” hemos proyectado una reducción en estos pasivos lo que conlleva entonces a una reducción en las amortizaciones tanto de su Inm. Material así como sus Derechos de Uso.

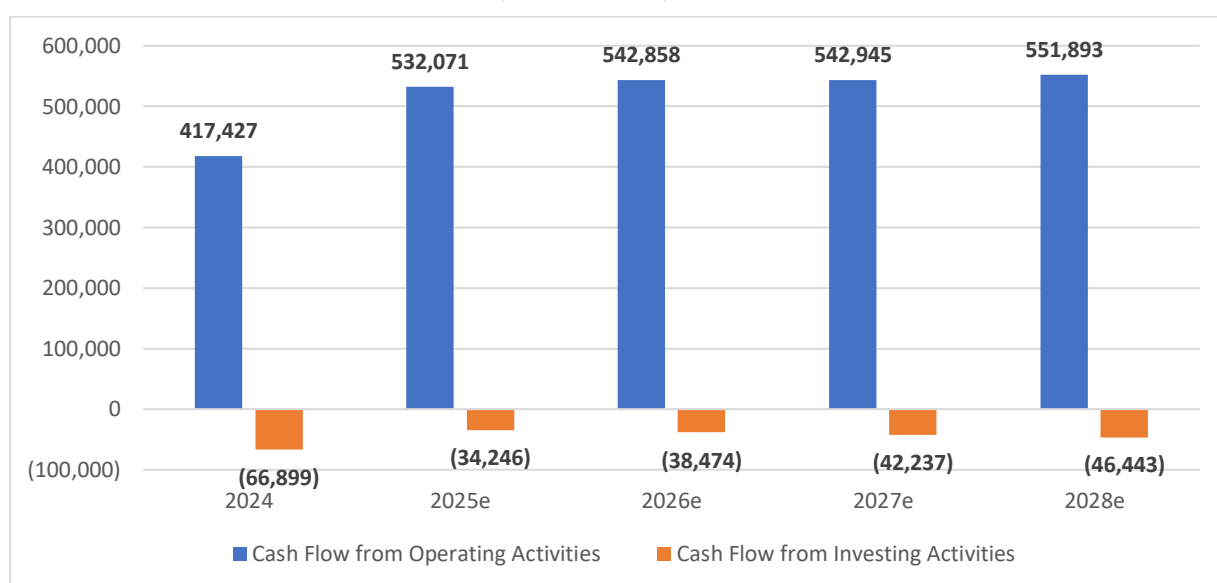
Net Income Pre-Tax: Igualmente que ha ocurrido con nuestro EBIT, al reducir los gastos financieros por la reducción de nuestros pasivos de forma gradual vemos un incremento de este nivel de rentabilidad por este motivo.

Consolidated Net Income: Crece aunque va desacelerando ese crecimiento a lo largo del período aunque aumenta el peso de este sobre el Operating Income.

- Cash Flow Statement:

Dada esta evolución de la cuenta de resultados estos mismos incrementos se aprecian en nuestro Flujo de Caja Operativo, lo cual manteniendo una nivel de Capex razonable en cuanto al histórico y la menor necesidad de inversión dado el enfoque hacia el modelo “asset-light” (4% over sales), también suponen un incremento en nuestro FCFF. Véase a continuación.

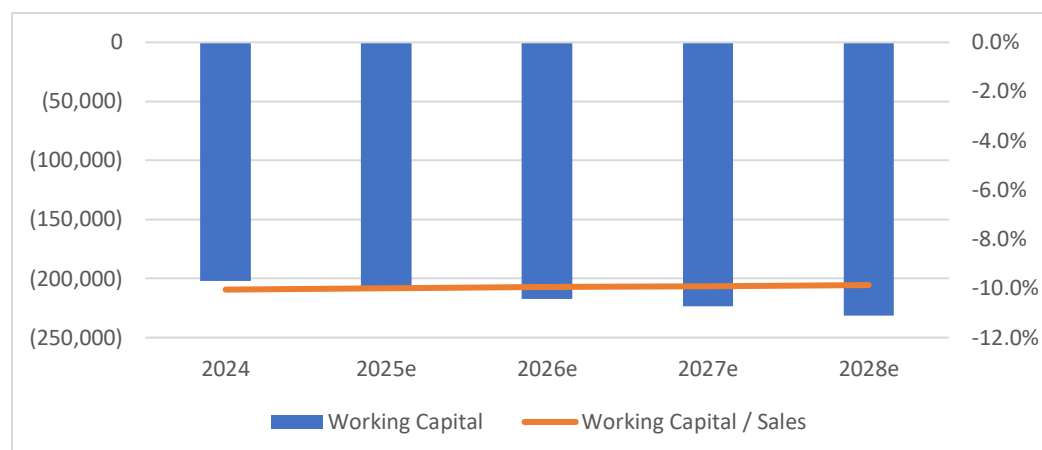
Gráfico 2. Evolución CFO & CFI (2024 – 2028e)



Fuente: Elaboración Propia

Observamos por lo tanto un incremento en el CFO de Meliá por un lado por el incremento del EBIT y del EBITDA y por otro por que el Working Capital de Meliá se mantiene estable y donde observamos un evolución positiva del WC que muestra como Meliá consigue financiara su propia operativa lo cual históricamente es correcta ya que Meliá cobra al contado, casi no tiene existencias y tiene un poder de negociación bastante alto con proveedores.

Gráfico 3. Evolución WC & WC/Sales. (2024 – 2028e)



Fuente: Elaboración propia.

Por lo que como podemos observar en nuestra tendencia obtenemos un FCFF como resultado de sumar nuestro Cash Flow from Operating Activites + Cash Flow from Investing Activites. Los cuales podemos ver detallado a continuación:

Tabla 1. Cash Flow from Operating Activities (2024 – 2028e)

Cash Flow Statement (Thousand €)	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Net Income Before Tax	224,424	266,316	301,675	324,464	352,726
Depreciation and impairment	241,892	239,875	225,540	212,739	201,331
Profit / (loss) from companies carried by the equity method	10,980	0	0	0	0
Net Financial Income	98,059	92,802	85,665	79,152	73,206
EBITDA	575,355	598,992	612,880	616,354	627,262
Results from asset sale	(41,771)	(43,496)	(43,496)	(43,496)	(43,496)
Other result adjustments	300	(4,023)	(4,023)	(4,023)	(4,023)
Trade and other receivables	(34,614)	(10,911)	(11,567)	(9,895)	(11,202)
Other assets	(2,151)	(1,315)	(1,394)	(1,192)	(1,350)
Trade creditors and other payables	(27,421)	19,455	20,625	17,643	19,974
Other liabilities	(28,085)				
Income taxes paid	(24,186)	(26,632)	(30,167)	(32,446)	(35,273)
Cash Flow from Operating Activities	417,427	532,071	542,858	542,945	551,893

Fuente: Elaboración propia.

Partimos del EBITDA y suponiendo que salvo las partidas del WC el resto salen del Income Statement observamos un crecimiento estable.

Tabla 2. Cash Flow from Investing Activities (2024 – 2028e)

Dividend income	11,202	11,202	11,202	11,202	11,202
<i>Investments (-)</i>					
Investments in associates and joint ventures	(2,019)	(2,019)	(2,019)	(2,019)	(2,019)
Business combination					
Loans to associates and joint ventures	(11,315)	(11,994)	(12,714)	(13,476)	(14,285)
Property, Plant, Equipment and investments properties	(79,215)	(83,820)	(87,328)	(90,329)	(93,726)
Non-current financial investments	(1,604)	(1,604)	(1,604)	(1,604)	(1,604)
Share purchase	(37,937)				
<i>Divestments (+)</i>					
Business combination					
Loans to associates and joint ventures					
Property, Plant, Equipment and investments properties	1,410	1,410	1,410	1,410	1,410
Non-current Assets Held for Sale					
Current financial investments	52,579	52,579	52,579	52,579	52,579
Cash Flow from Investing Activities	(66,899)	(34,246)	(38,474)	(42,237)	(46,443)

Fuente: Elaboración propia.

Dado que no podemos proyectar el cobro de dividendos, ni las desinversiones previstas. Se han proyectado únicamente aquellas partidas que suponen la inversión en Inm. Material e Investments Properties en base a un histórico del 4% sobre ventas.

IV. Descuento FCFF

Una vez hemos obtenidos, tras proyectar nuestro Income Statement, Balance Sheet & Cash Flow Statement, nuestros Free Cash Flow to Firm, hemos realizado el descuento de estos flujos de caja y hemos realizado el cálculo de nuestro Terminal Value a perpetuidad.

Para ello hemos necesitado calcular nuestro WACC, de la siguiente manera:

- Proporción W_d = Deuda Neta / (Deuda Neta + Equity) = 75%.
- Proporción W_e = Equity / (Deuda Neta + Equity) = 25%.
- K_d (Cost of Debt) = Como la proporción de “Gastos Financieros” / “Pasivos Financieros” (incluyendo Leases) = 4.56%
- K_e = Más complicado de obtener y hemos investigado según datos y metodología ofrecida por Aswath Damodaran.

$$K_e = R_f (\text{Risk-free rate}) + B (\text{beta}) * ERP (\text{Equity Risk Premium})$$

Basándonos en los datos ofrecidos por Aswath en su blog dentro NYU Stern. Nuestro cálculo ha sido el siguiente.

$$K_e = 2.5\% \text{ (10y Bono Alemán)} + 1.63^1 * 6.46\%^2 = 13.03\%$$

$$WACC: (K_d * (1-T) * W_d) + (K_e * W_e) = (4.56\% * (1-0.25) * 75\%) + (13.03\% * 25\%) = 5.85\%$$

Tabla 3. Discounted Free Cash Flow to Firm + Terminal Value.

	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	Terminal Value
Cash Flow from Operating Activities	417,427	532,071	542,858	542,945	551,893	
Cash Flow from Investing Activities	(66,899)	(34,246)	(38,474)	(42,237)	(46,443)	
Free Cash Flow	350,528	497,825	504,385	500,708	505,451	11,782,688
Discounted FCF	350,528	470,294	450,139	422,145	402,576	8,865,547

Tras realizar el descuento de flujos de caja y el cálculo del Terminal Value después de las proyecciones del Income Statement, Balance y Cash Flow Statement el resultado ha sido de un EV = 10.961m€ el cual después de descontar la deuda, otorga un Equity Value = 8.724m€ que equivaldría a un Price per-Share de 39€.

Esta valoración por lo tanto supondría un PER sobre beneficio de 2024 de 53x y de 43x sobre el beneficio de proyectado para 2025, siendo estos unos múltiplos significativamente superiores a la media histórica del sector hotelero entorno al 12x – 20x.

Tabla 4. EV, Equity Value, PER & Price per-Share.

VAN / Enterprise Value	10,961,228
Equity Value	8,724,628
Price per Share	39.59
Price to Earnings Ratio (PER) 2024	53.84

Fuente: Elaboración Propia

¹ Está es la beta histórica de Meliá según Yahoo Finance, ya que se ha intentado calcular a través de la Unlevered Beta ofrecida por Aswath Damodaran para el sector en Europa y en base a la estructura de capital de Meliá pero ofrecía un valor demasiado alto en comparación al histórico por lo que hemos decidido utilizar este.

² Valor proporcionado por Aswath Damodaran, actualizado a 1 enero 2025. Consiste en el ERP de USA (4.33%) + un CRP (Country Risk Premium) que consiste en la CDS (Spread de default de España) * una valor relativo de volatilidad en base al rating crediticio histórico.

V. Conclusión.

Por lo tanto, después de realizar este ejercicio de valoración por descuento de flujos de caja de Meliá y tras analizar los resultados se aprecia como la valoración es alta y positiva. Con el fin de obtener una mayor precisión sobre este análisis y tratar de esclarecer en que posible medida se haya sobreestimado a Meliá, procedería a volver a revisar mis supuestos de crecimiento de ventas, la tasa de crecimiento perpetuo, el Capex así como el WACC ya que el 80% de mi valoración procede de mi Terminal Value aunque a priori el WACC pueda parecer bajo, 5.85%, creo que el calculo es correcto y los datos escogidos son rigurosos. No obstante, sería imprescindible proceder a revisar las proyecciones para confirmar la posibilidad de que esta valoración este sobreestimando la compañía.