



UNIVERSIDADE DA CORUÑA

Facultad de Economía y Empresa

Trabajo de
fin de grado

Análisis de la
información
financiera
obligatoria
correspondiente al
ejercicio 2014 de NH
Hotel Group, S.A.

Adrián Grandal López

Tutor: Fernando Ruíz Lamas

Grado en Ciencias Empresariales

Año 2016

Resumen

El propósito de este estudio de investigación es llegar a conclusiones sobre la situación económica y financiera de NH Hotel Group, S.A. en el ejercicio 2014. Para ello, habremos de detenernos en el sector donde la empresa compite, y en las estrategias internas que posee para posteriormente analizar los estados financieros correspondientes a dicho ejercicio, en base a los cuales, y con la ayuda de lo anterior, nos haremos una idea de la posición global de la empresa. La utilización de ratios será la mecánica habitual de trabajo, que se argumentará en base a tres grandes apartados: análisis formal, que comprenderá los aspectos internos y externos de la empresa, incluido un análisis patrimonial; análisis económico, que se centrará en conocer y desglosar los resultados de la empresa con el fin de conocer cómo se producen; y el análisis financiero, en donde se abordará la solvencia de la misma para evaluar su capacidad de devolución de deudas.

Palabras clave: NH Hotel Group, S.A., análisis financiero, análisis económico, análisis patrimonial, entorno competitivo, análisis univariable.

Summary

The purpose of this research study is to reach a conclusion on the economic and financial situation of NH Hotel Group, S.A. for the 2014 business year. In this regard, we will have to stop and analyze the sector in which the business is involved, the internal strategies of the company, which was then followed by an analysis of the financial statements of this year. All this it will be helpful to know where the global position of the company is. Ratios' calc will be the method of work in this reasearch study, which will be outlined in this way: formal analysis, which encompass the internal and external aspects; economic analysis which will help to understand how the earnings were achieved; and financial analysis, which deals with about the solvency of the business and his ability to pay off its debt.

Key words: NH Hotel Group, S.A., financial analysis, economic analysis, patrimonial analysis, competitive environment, univariable analysis.

Índice

Introducción	8
1 Análisis formal	9
1.1 Descripción de la empresa	9
1.2 Estructura accionarial	10
1.3 Gobierno corporativo (Consejo de Administración)	11
1.4 Entorno competitivo	12
1.5 Cuota de mercado.....	16
1.6 Grado de internacionalización	16
1.7 Posicionamiento y estrategia.....	18
1.8 Comentario sobre el informe de auditoría.....	20
1.9 Comentario sobre el régimen de tributación	21
1.10 Comentario sobre la estructura y la evolución del balance individual	22
1.10.1 Activo	22
1.10.1.1 Activo no corriente.....	23
1.10.1.2 Activo corriente.....	24
1.10.2 Patrimonio neto y pasivo	25
1.10.2.1 Patrimonio neto	26
1.10.2.2 Pasivo no corriente.....	27
1.10.2.3 Pasivo corriente.....	28
1.10.3 Análisis del capital circulante.....	29
1.11 Comentario sobre la estructura y la evolución la cuenta de pérdidas y ganancias	31
1.12 Comentario sobre el estado total de cambios en el patrimonio neto.....	34
1.13 Comentario y evolución del estado de flujos de efectivo	35
2 Análisis económico	39
2.1 Comentario sobre las rentabilidades	39
2.2 Análisis del inmovilizado fijo funcional.....	44
2.3 Análisis de las rotaciones.....	45

2.4	Análisis del valor añadido generado.....	46
2.4.1	Diferencia entre el valor añadido generado por empleado y costes de personal por empleado.....	48
2.5	Análisis de la capacidad de crecimiento de la empresa.....	49
2.6	Capacidad de generación de ingresos	49
3	Análisis financiero	51
3.1	Ratios de situación financiera.....	51
3.2	Análisis de los flujos de efectivo.....	54
3.3	Análisis de la rotación del capital corriente de explotación	57
3.4	Análisis del apalancamiento financiero.....	58
3.5	Ratios de mercado	60
3.6	Prima de riesgo y rating de los bonos	62
	Conclusiones	63
	Bibliografía.....	69
	Anexo I: Grupo de comparación de empresas del mismo sector, extraído de la aplicación SABI.....	71
	Anexo II: Glosario de términos	72

Índice de figuras

Figura 1. Distribución del capital social de NH.....	11
Figura 2. Etapas del análisis de unos estados financieros	12
Figura 3. Fuerzas competitivas de Porter.....	14
Figura 4. Distribución de los hoteles de la sociedad por continentes	16
Figura 5. Distribución de los hoteles de la sociedad en América.....	16
Figura 6. Distribución de los hoteles de la sociedad en los países europeos	17
Figura 7. Comparativa entre la evolución del PIB de la eurozona y el volumen de negocio de la sociedad.	17
Figura 8. Distribución del patrimonio neto y pasivo	29
Figura 9. Desglose de la rentabilidad económica de explotación neta	43
Figura 10. Capacidad de generar ingresos de NH Hotel Group, S.A.....	50
Figura 11. Desglose de los flujos de efectivo durante el ejercicio 2014.....	54
Figura 12. Evolución de la cotización de NH Hotel Group en comparación con su índice de referencia	61

Índice de tablas

Tabla 1. Miembros del Consejo de Administración de NH Hotel Group, S.A.	11
Tabla 2. Sociedades integrantes del grupo fiscal de NH Hotel Group, S.A.....	21
Tabla 3. Conciliación entre el resultado contable y la base imponible del impuesto sobre sociedades	21
Tabla 4. Activo total de la sociedad.....	22
Tabla 5. Desglose de los cambios en el inmovilizado material durante el ejercicio 2014.	23
Tabla 6. Patrimonio neto y pasivo correspondiente al balance de situación individual de las cuentas anuales del ejercicio 2014.....	26
Tabla 7. Cálculo de las necesidades operativas de fondos para los ejercicios 2013 y 2014.	30
Tabla 8. Cálculo de los recursos líquidos netos correspondientes a los ejercicios 2013 y 2014.....	31
Tabla 9. Detalle de la cuenta de pérdidas y ganancias individual de las cuentas anuales del ejercicio 2014.	32
Tabla 10. Detalle del estado total de cambios en el patrimonio neto correspondiente al ejercicio 2014..	35
Tabla 11. Detalle del estado de flujos de efectivo individual correspondiente a los ejercicios 2013 y 2014.	36
Tabla 12. Préstamos a corto plazo con empresas del grupo.....	38
Tabla 13. Cálculo de la rentabilidad económica, la rentabilidad de las inversiones financieras, la rentabilidad de la explotación y la rentabilidad de la explotación neta.	41
Tabla 14. Desglose de la rotación y ratios sobre el activo fijo funcional	44
Tabla 15. Detalle de la rotación de las NOF y sus componenetes.....	45
Tabla 16. Cálculo del valor añadido de la empresa para los ejercicios 2013 y 2014.	46
Tabla 17. Reparto del valor añadido.....	47
Tabla 18. Diferencia entre el valor añadido por empleado y gastos de personal por empleado.....	48

Tabla 19. Cálculo del coeficiente de capital y valor añadido destinado a la autofinanciación	49
Tabla 20. Ratios de situación financiera de NH Hotel Group, S.A. y del sector hotelero	51
Tabla 21. Análisis y variación de la rotación de las NOF	57
Tabla 22. Análisis financiero de la compañía	58
Tabla 23. Ratio book to market para los años 2013 y 2014.....	61
Tabla 24. Cálculo de la beta de la sociedad para los últimos dos ejercicios.....	62

Introducción

El presente trabajo tiene la finalidad de llegar a conclusiones sobre la situación global y la evolución de NH Hotel Group, S.A., la segunda cadena hotelera más importante de España, para el horizonte temporal que abarca el ejercicio 2014. La actividad de la empresa se enmarca dentro del negocio hotelero, en concreto, en el epígrafe 5510 del código CNAE, “Hoteles y alojamientos similares”, que es su código de actividad empresarial principal.

La tónica habitual durante todo el trabajo ha sido la utilización de ratios contables de diferentes tipos que apoyen y den dimensión a ciertos razonamientos acerca de las finanzas de la compañía. El trabajo se divide en tres partes bien diferenciadas: análisis formal, análisis económico y análisis financiero. En el análisis formal, se detallará la estructura del capital de la empresa y sus cuadros de mando, además de hacerse hincapié en el estudio del sector hotelero mediante el uso de diferentes herramientas, en el análisis de las estrategias internas de la sociedad y en su posición global dentro del mercado hotelero. Por último, en este apartado se elaborará un análisis patrimonial de la compañía, que consistirá en desgranar cada uno de los elementos de los estados financieros de la misma, con el fin de analizar su distribución, comportamiento y evolución. En el análisis económico se buscarán las explicaciones a la consecución de los resultados económicos por parte de la empresa. Por último, en el análisis financiero, se evaluará la solvencia de la empresa, teniendo en cuenta sobre todo sus características en relación a la estructura financiera, evaluando los riesgos inherentes a la compañía y a sus flujos de explotación.

El estudio está basado fundamentalmente en los estados financieros de la compañía NH Hotel Group, S.A. correspondientes al año 2014, a sugerencia del tutor del trabajo. Además, se han utilizado otras herramientas como SABI para establecer grupos de comparación y se ha consultado diversa bibliografía. También es importante destacar que todas las cifras incluidas en las tablas y figuras relacionadas con los estados financieros están escritas, por comodidad y legibilidad, en miles de euros.

1 Análisis formal

1.1 Descripción de la empresa

NH Hotel Group, S.A., (en adelante también “NH” o “la sociedad”) es una empresa dedicada principalmente a la actividad hotelera, de origen español y con domicilio social en Madrid. NH cuenta con varios segmentos de negocio en relación al hospedaje, así como la prestación de otros servicios en sus instalaciones, como servicios de restauración, reuniones, conferencias, *meetings*, bodas y servicios de ocio como *spas*, campos del golf y resorts vacacionales.

Es la segunda cadena hotelera española por capitalización bursátil, justo por detrás de Meliá Hotels International, S.A., empleando a más de 20.000 trabajadores. Fue fundada por Antonio Catalán. Los inicios de NH HOTEL GROUP, S.A. se remontan a 1978, año de la apertura del hotel Ciudad de Pamplona, en Navarra. He aquí el porqué de las siglas NH, cuyo significado es “Navarra Hoteles”. En posteriores años, la empresa se expande por otras ciudades importantes de España como Barcelona y Zaragoza. La entrada de nuevos accionistas, y en especial la de Corporación Financiera Reunida, S.A. (COFIR) en el año 1988, supone un impulso todavía mayor de la compañía, que culminaría con años sucesivos de crecimiento, posicionándose de esta manera en el sector de los hoteles urbanos como una de las cadenas con más prestigio. En la década de los noventa, tiene lugar la fusión de Corporación Financiera Reunida, S.A -COFIR- con NH HOTELES. Es en este momento cuando comienza a cotizar en el mercado bursátil español, ocupando la plaza de la corporación financiera, pero adoptando el nombre de NH Hoteles. Ya a finales de los años 90, la cadena hotelera emprende el viaje hacia su internacionalización, expandiéndose en Iberoamérica y Europa y entra, por primera vez, en el índice bursátil IBEX 35.

La compra de Krasnapolsky a comienzos de siglo, supone que la compañía doble su tamaño y pase a estar presente en un total de quince países, convirtiéndose en la tercera cadena hotelera de negocios de Europa. Por otra parte, un año más tarde compra la hotelera Chartwell, de origen mexicano, la cual aporta catorce establecimientos más. Asimismo, adquirió la alemana Astron.

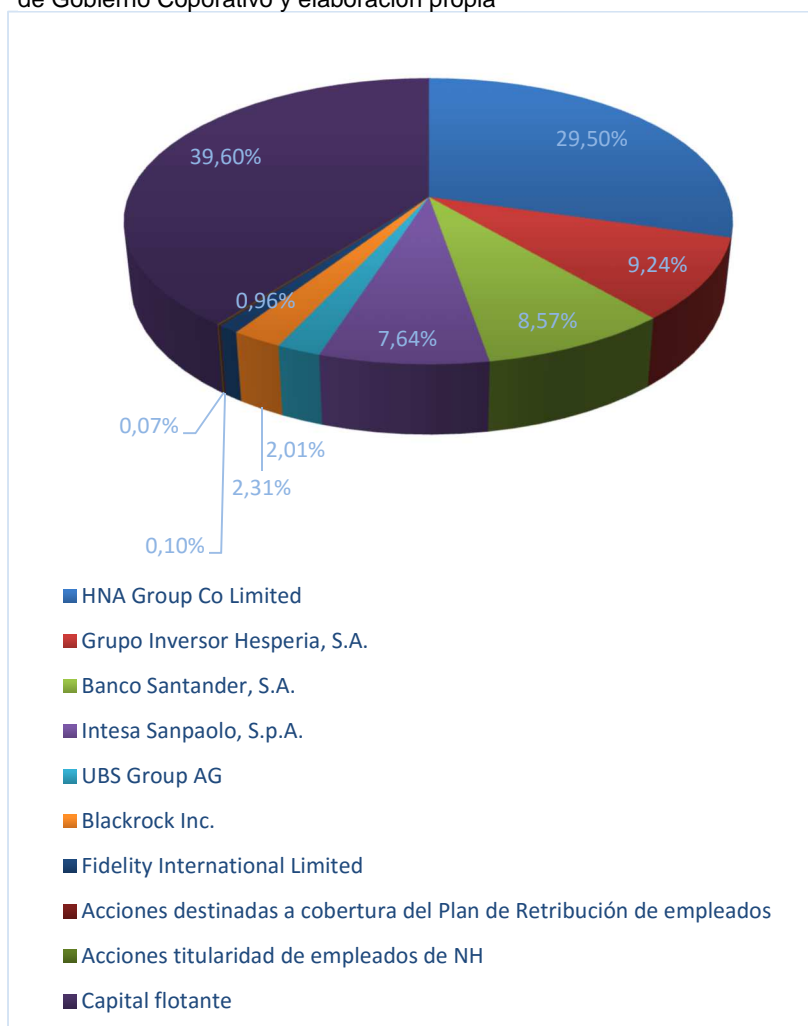
Entre 2005 y 2006, contaba con 240 hoteles y 35.000 habitaciones repartidos por Europa, África y Latinoamérica, además de 49 nuevos proyectos.

En el año 2011 y tras un tiempo de importantes ajustes y desinversiones cuyo objetivo era fortalecer la situación financiera, NH hoteles se posiciona como una de las 25 mejores hoteleras a nivel mundial y una de las más importantes en el continente europeo, contando ya con alrededor de 400 hoteles y 60.000 habitaciones.

1.2 Estructura accionarial

La Figura 1 muestra la división del capital social de la compañía entre los inversores más importantes. En ella se refleja claramente el poder prominente del grupo inversor chino HNA Group en la sociedad dentro del conjunto de inversores. Seguido de este, el Grupo Inversor Hesperia y el Banco Santander tienen una representación elevada, con alrededor del 9 % cada uno. Por su parte, la empresa Intesa Sanpaolo, S.A. ha transferido su participación a fecha de elaboración de las presentes cuentas anuales en favor de un grupo inversor cualificado, como se detalla en la memoria de las cuentas anuales. Las empresas de servicios financieros UBS, Blackrock y Fidelity participan de forma minoritaria en la sociedad, con menos de un 5 % del capital entre todas ellas. Por último, los empleados de la compañía tienen un porcentaje pequeño de las acciones de la sociedad, alrededor de un 0,07 %. Asimismo, la empresa tiene un Plan de Retribución de empleados vía acciones que posee una cuota del 0,10 % del capital. El resto de las acciones de la sociedad, que normalmente fluctúan en la bolsa o están en manos de inversores minoritarios, forman el capital flotante, que asciende al 39,60 % del total de las acciones.

Figura 1. Distribución del capital social de NH. Fuente: Informe de Gobierno Coporativo y elaboración propia



La estructura accionarial muestra la participación de terceros en la sociedad. A cierre del año 2013 la sociedad tenía 308.271.788 acciones cuyo valor nominal era de dos euros. A finales del 2014, las acciones habían ascendido a 350.271.788, como consecuencia de un aumento de capital que consistía en la emisión de 42 millones de acciones en 14 de abril de 2014, completamente suscrita y desembolsada. El precio de cada acción emitida por el aumento de capital se situó en 4,70 euros, compuesto por un nominal de dos euros y una prima de emisión de 2,70 euros.

1.3 Gobierno corporativo (Consejo de Administración)

A fecha 31/12/2014 el Consejo de Administración de la sociedad estaba constituido por los siguientes miembros:

Tabla 1. Miembros del Consejo de Administración de NH Hotel Group, S.A. Fuente: Informe de gobierno corporativo y elaboración propia.

Miembro	Cargo	Categoría	Fecha primer nombrato	Fecha último nombrato
D. Federico González Tejera	Consejero Delegado	Ejecutivo	21/12/2012	25/06/2013

D. Charles Bromwell Mobus	Presidente	Dominical	26/04/2016	25/06/2013
D. José Antonio Castro Sousa	Vicepresidente	Dominical	24/05/2012	29/06/2015
D. Ling Zhang	Vicepresidente	Dominical	27/01/2015	27/01/2015
D. Alfredo Fernández Agras	Vicepresidente	Dominical	19/06/2015	29/06/2015
D. Francisco Javier Illa Ruiz	Vocal	Dominical	27/10/2009	25/06/2013
D. José María López-Elola González	Vocal	Independiente	25/04/2012	29/06/2015
D. Carlos González Fernández	Vocal	Independiente	29/09/2011	26/06/2014
D. Francisco Román Riechmann	Vocal	Dominical	04/07/2014	29/06/2015
D. Xianyi Mu	Vocal	Dominical	17/04/2013	25/06/2013
D. Haibo Bai	Vocal	Dominical	26/02/2014	26/02/2014
D^a Koro Usarraga Unsain	Vocal	Independiente	19/06/2015	29/06/2015

A su vez, el Secretario no consejero era Don Pedro Ferreras Díez y el Vicesecretario no consejero era Don Carlos Ulecia Palacios.

1.4 Entorno competitivo

Con el fin de llegar a conclusiones verídicas y acertadas, los profesores Archel et al. (2010) hacen hincapié en que un análisis económico no puede significar analizar exclusivamente números extraídos de la contabilidad, sino que ha de haber un proceso mediante el cual el analista se plantee la empresa como un ente insertado en un sistema económico, en un sector determinado, con una estrategia, una rentabilidad, una estructura de costes, y demás elementos determinantes que le afecten. Se proponen unas etapas de análisis:

Figura 2. Etapas del análisis de unos estados financieros. Fuente: Adaptado de Archel et al., (2010): El análisis de estados contables.



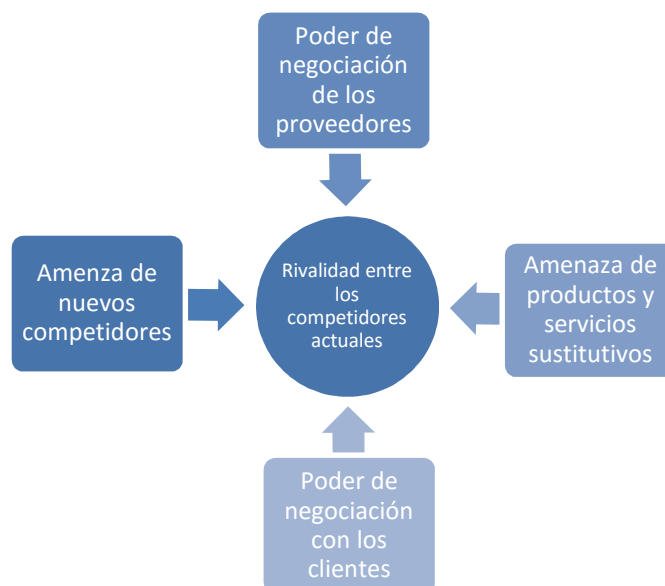
El trabajo se basará en el análisis de estos puntos, pero conviene aclarar que los dos primeros serán tratados en este apartado. De esta manera, estudiaremos el sector y la estrategia de NH Hoteles, teniendo en cuenta su posicionamiento dentro del mercado hotelero.

En el sector hotelero, en concreto, como en el sector turístico en general, se pueden encontrar características comunes a otros servicios. Siguiendo a las autoras Ojeda García y Mármol Sinclair (2012) la intangibilidad, la caducidad, la variabilidad y la inseparabilidad del producto son características comunes a otros servicios. Sin embargo, según las mismas autoras, también tiene unas características especiales como la estacionalidad de las ventas, la interdependencia de los servicios y los elevados costes fijos. Esta última variable es realmente relevante en el análisis financiero de la compañía. Como en la mayoría de las empresas de servicios, los pagos al personal suponen una gran parte de los gastos anuales, por lo que es normal que los gastos fijos de estas empresas sean elevados en detrimento de otros que pudieran ser variables como, por ejemplo, los aprovisionamientos de una empresa de tipo industrial. Este elevado grado de gastos fijos implicará un grado elevado de apalancamiento operativo en el conjunto del sector. Otra variable fundamental, que afectará al cash-flow de las empresas del sector, es la facilidad de cobro de sus servicios, ya que normalmente son cobrados en el mismo momento de la prestación, e incluso de forma anticipada.

NH Hoteles es una empresa multinacional, aunque el 40 % de sus hoteles están ubicados en España y consecuentemente, donde obtiene su volumen más importante de facturación. De este modo, es una circunstancia bastante relevante puesto que cualquier evento o situación sucedido en territorio español afectará en gran medida a la empresa, a pesar de su condición de empresa multinacional. No podemos obviar que según lo descrito por Porter (1991) “el entorno nacional desempeña un papel estelar en el éxito competitivo de las empresas”,

El método para analizar el sector hotelero que vamos a utilizar serán las cinco fuerzas de Porter (1980), que determinan la intensidad de la competencia y rivalidad del sector, y darán una idea de la rentabilidad esperada de las empresas del sector.

Figura 3. Fuerzas competitivas de Porter. Fuente: Elaboración propia.



Este instrumento permite conocer el grado de competitividad que existe en un sector o industria, y realizar un análisis externo del entorno inmediato, de manera que otorga la clave para la formulación de estrategias destinadas tanto al aprovechamiento de oportunidades como al enfrentamiento de posibles amenazas.

Dentro de las fuerzas competitivas, las de competencia horizontal son:

- La amenaza de productos y servicios sustitutivos. En los últimos años ha aumentado la oferta de alquileres de apartamentos o pisos por parte de particulares para un uso similar al hotelero, en soportes como *Airbnb* o *Wimdu*. Se trata de potenciales productos sustitutivos de los hoteles tradicionales. Si bien es verdad, y como se comentará posteriormente, la estrategia de la sociedad, orientada a ubicarse en entornos urbanos y con un rango de precios medio-alto, protege más a la empresa de esta posible competencia que a otros hoteles con un perfil más bajo, aunque esta amenaza ha crecido en los últimos años.
- La amenaza de nuevos competidores. Hace referencia a la potencial entrada al sector de empresas que ofrecen el mismo tipo de servicio de manera que, cuanto más fácil sea integrarse en el sector, mayor será la intensidad de la competencia. En este caso, las barreras de entradas al negocio de la hostelería, y en concreto, al segmento hotelero, son bastante elevadas. Sin embargo, esto no es un

problema actual, ya que Contractor y Kundu (1998) se referían a finales del siglo pasado de la elevada inversión inicial a la que se tenía que enfrentar un nuevo competidor en el sector hotelero. Además, Lado-Sestayo et al. (2015) concluyen en su trabajo sobre las barreras de entrada en el sector hotelero que existen prácticas disuasorias por parte de las empresas ya establecidas en el sector, con la finalidad de frenar la aparición de competidores.

- Rivalidad entre los competidores. La propia sociedad (NH HOTEL GROUP, S.A., 2013) destaca en una emisión de obligaciones unos factores de riesgo. Entre estos, se destaca la alta competitividad del sector hotelero, donde operan muchas empresas y de distinto tipo, y también la dificultad de suscribir contratos de gestión. En ese mismo documento se hace referencia a la gran fragmentación del sector hotelero en Europa, donde los hoteles independientes representan alrededor de un 70 % de la oferta, frente al 30 % que suponen en otras zonas.

Las fuerzas de competencia vertical son:

- Poder de negociación de los proveedores. Es la capacidad de negociación o de condicionamiento de los proveedores y dependerá de las características del mercado, tales como el número de proveedores, su importancia en la cadena de valor o su concentración. En este sentido, el poder negociador de los proveedores no es demasiado elevado, puesto que su gran número y heterogeneidad hace de este un mercado poco concentrado.
- El poder de negociación de los clientes. Estará correlacionado con la existencia de alternativas en la búsqueda de servicios hoteleros y derivados. Como se ha comentado con anterioridad, este sector es altamente competitivo ya que muchas empresas tienen cabida en él: desde grandes corporaciones a establecimientos familiares, por lo que el poder de negociación de los clientes es alto. La competitividad ha crecido, además, por la aparición en estos últimos años de los denominados *Third Party Websites* (TPW), intermediarios online entre el hotel y los usuarios, que hacen que los clientes tengan más información sobre las alternativas, y que, sobre todo, tienen una repercusión en los ingresos, ya que no son tan elevados como si el usuario contratase los servicios directamente con NH, fruto de las comisiones que cobran estas herramientas.

1.5 Cuota de mercado

En este punto, es conveniente destacar la representatividad de la compañía en el conjunto del sector. Para ello, hemos establecido un grupo de comparación en la aplicación SABI (v Anexo I), en el cual hemos agregado las nueve compañías con mayor facturación del CNAE 5510: “Hoteles y alojamientos similares” en España, excluyendo la analizada. El valor agregado de facturación de estas compañías y de NH Hotel Group asciende a 3.046.163.000 mientras que la facturación de la sociedad asciende a 1.265.100.000, esto es, un 41,53 % de la facturación global. Esto indica que la compañía tiene una cuota muy importante del mercado hotelero, y que por detrás de la sociedad Meliá Hotels International, S.A., es la cadena hotelera más importante de España. Sin embargo, este análisis se ha de circunscribir a sus competidores más directos, ya que los hoteles independientes suponen una cuota importante del sector hotelero.

1.6 Grado de internacionalización

Tal y como muestra la Figura 4, la sociedad posee la mayoría de sus hoteles en Europa, ya que constituye más de un 80 % del total. Sin embargo, en el continente americano sólo goza de 54 alojamientos. Asimismo, tiene una participación residual en África, con un hotel ubicado en Ciudad del Cabo.

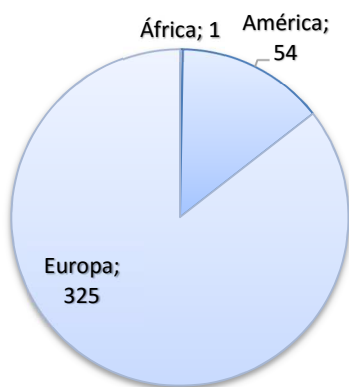


Figura 5. Distribución de los hoteles de la sociedad por continentes. Fuente: informe anual de 2014 de NH Hotel Group, S.A. y elaboración propia

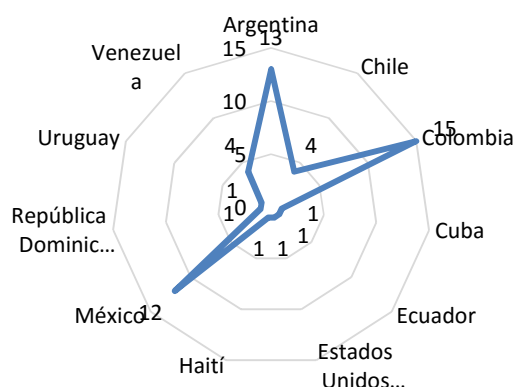
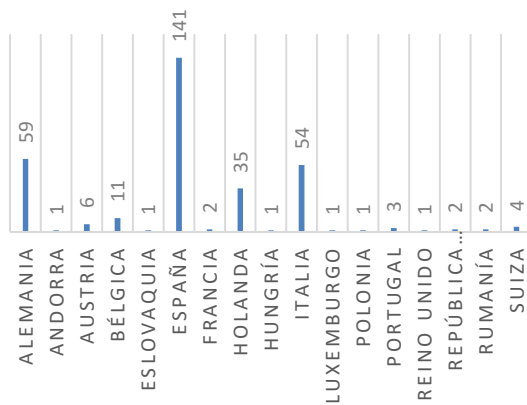


Figura 4. Distribución de los hoteles de la sociedad en América. Fuente: informe anual de 2014 de NH Hotel Group, S.A. y elaboración propia.

Figura 6. Distribución de los hoteles de la sociedad en los países europeos. Fuente: Informe anual 2014 de NH Hotel Group, S.A. y elaboración propia.

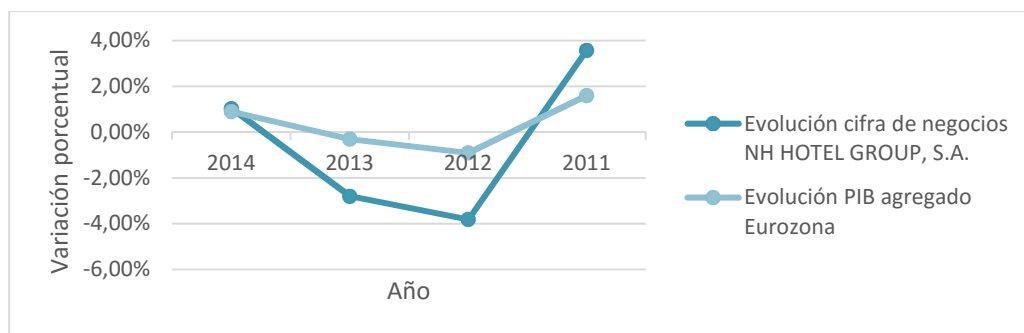


En cuanto a la distribución de los hoteles en el continente americano, cabe destacar la gran cantidad que posee en países como Argentina, Colombia o México frente a la poca notoriedad en el resto de países, como se ve en la Figura 5. Dentro de los hoteles europeos de la sociedad, su mercado más jugoso es el situado en España, con una representación de 141 sobre 325. Alemania, Italia y Holanda son tres grandes focos de negocio de la sociedad dentro de Europa, mientras que el resto

de países tiene una relevancia menor, tal y como demuestra la Figura 6.

Para hacernos una idea de la variabilidad de la cifra de negocios de la sociedad en relación a los indicadores macroeconómicos, hemos comparado la evolución de la cifra neta de negocios del grupo durante los últimos cuatro años con la del PIB de la eurozona durante el mismo horizonte temporal, donde la sociedad tiene ubicados la mayoría de sus hoteles.

Figura 7. Comparativa entre la evolución del PIB de la eurozona y el volumen de negocio de la sociedad. Fuente: Eurostat, cuentas anuales de la sociedad y elaboración propia.



Como podemos observar en la Figura 7, la evolución de los dos indicadores sigue una tendencia paralela, tanto en los aumentos como en las disminuciones. Sin embargo, los trazos son más abruptos en el índice que mide la evolución de la cifra de negocios

de NH. De todo esto podemos concluir que la sociedad es bastante sensible a la situación macroeconómica, al menos, de la zona euro.

1.7 Posicionamiento y estrategia

NH Hoteles parece seguir un patrón a la hora de ubicar sus hoteles, pues siempre opta por las ciudades medianas y grandes, haciéndose con un inmediato reconocimiento por todo tipo de personas, ya que la marca NH es reconocida tanto por personas que viajan por ocio como por negocios, siendo uno de los principales hoteles a los que acuden por su media-alta calidad a precios moderados.¹

Una vez analizado el sector en el que la sociedad desarrolla su actividad, nos centraremos en el análisis de sus estrategias internas y sobre cómo integra las decisiones que afectan a sus servicios, a través del análisis de su marketing *mix*. Este engloba las cuatro variables principales en las que se basa el marketing: producto, precio, distribución y publicidad.

En cuanto al producto, tal y como detalla (NH Hotel Group, 2016) en su web corporativa, es relevante la reclasificación de sus marcas, en diferentes tipos de hotel:

- NH Collection, una marca *premium* destinada a viajeros urbanos de ocio o negocios que buscan instalaciones, servicios y atención de primera calidad, situados en las principales capitales europeas y en el continente americano.
- NH Hotels, engloba hoteles entre tres y cuatro estrellas con precios asequibles y competitivos.
- *nhow*, una marca para hoteles no convencionales y de diseño, que tienen una personalidad inherente en ciudades internacionales.
- Hesperia *Resorts*, que abarca, sobre todo, hoteles vacacionales.

Sin embargo, el servicio ofrecido va más allá de las líneas hoteleras que el grupo ha establecido en su última planificación estratégica; además de las 60.000 habitaciones repartidas por todo el mundo, NH Hoteles ofrece servicios de *spa*, campos de golf,

¹ La transformación de NH Hoteles
<http://www.eleconomista.es/turismoviajes/noticias/5484447/01/14/La-transformacion-de-NH-Hoteles.html>

resorts, bodas, servicios de restauración, etc. Asimismo, es una de las cadenas más demandadas por la gente de negocios, pues su amplia gama de servicios en materia de congresos, *meetings*, conferencias y asambleas ha conseguido la fidelidad de este tipo de cliente.

Para analizar la variable precio, en este caso hemos optado por comparar el margen (EBITDA / Cifra de negocios) de la sociedad con el de las diez empresas más importantes de su sector. Calculando ambos márgenes obtenemos un porcentaje del 10,20 % para la sociedad y un 12,13 % para la media del sector en el año 2014. Los datos correspondientes a la empresa, se han extraído del informe del gobierno corporativo de las cuentas anuales, mientras que los datos relativos al sector se han recabado en la aplicación SABI, siendo la lista de empresas competidoras las incluidas en el Anexo I. Los márgenes son parecidos, ya que apenas difieren en un 2 %. Dichos márgenes podrían ser un indicativo de la gran competitividad del sector, ya que son bastante escasos. Además, que la sociedad analizada todavía cuente con un margen inferior al sector, podría ser una de las causas de por qué se han llevado a cabo los procesos anteriormente comentados de reestructuración de las marcas, ya que, o bien el precio de venta de las habitaciones es menor al del sector, o bien su estructura de costes no es tan eficiente.

En lo que respecta a la distribución, hay que tener en cuenta la forma de traslado del servicio al cliente. En este caso, la distribución del hospedaje se hace tanto de forma directa como indirecta porque existen minoristas en la cadena de venta. Según los autores Berné et al. (2011) los canales de distribución turísticos se vieron afectados en gran medida, en los últimos años, por las TIC. Los canales pueden ser directos cuando la oferta se relaciona sin ninguna intermediación con la demanda, mientras que son indirectos cuando intervienen agentes como CRS, agencias de viajes o turoperadores. Según los mismos autores, un canal de distribución directo “permitirá un menor coste y más diferenciación” mientras que uno indirecto “permite cubrir mayor mercado sin asumir los costes de una red de distribución propia”. En este sentido, la estrategia de NH Hoteles, ha seguido la tónica de todo el sector desde la aparición, primero de internet, y más tarde de los intermediarios online. Por eso, la importancia de los canales indirectos ha ido en aumento durante estos últimos años, que permiten que establecimientos hoteleros puedan llegar más fácilmente a todos los potenciales

clientes, y, por lo tanto, obtener una captación mayor. NH Hotel Group, S.A. ha establecido acuerdos con los buscadores Trivago, Kayak o Atrápalo, además de pasar a formar parte del sistema de reservas de Amadeus, que constituye la base de su demanda tal y como opina Rodrigo García (2014). Además, NH cuenta con una aplicación móvil, específica para realizar reservas.

En un sentido más amplio, la variable que se refiere a publicidad puede conocerse como comunicación, pues en ella se encuentran todas las herramientas necesarias para dar a conocer el servicio ofrecido, tales como promoción de ventas, publicidad y relaciones públicas. En NH Hoteles hay un claro instrumento de promoción de ventas que recibe el nombre de NH *Rewards*: un sistema de fidelización de clientes mediante la acumulación y aplicación de descuentos y rebajas en los diferentes servicios. La publicidad de la sociedad puede encontrarse desde revistas hasta grandes carteles distribuidos por ciudades y aeropuertos, además de estar presente en redes sociales. En cuanto a las relaciones públicas y la exposición de la empresa al exterior destaca el patrocinio de eventos deportivos por parte de la cadena hotelera, como por ejemplo, a la competición internacional de tenis conocida como Copa Davis. Además de las políticas de comunicación habituales como las anteriores, el autor del Alcázar Martínez (2003) opina que “la comunicación va mucho más allá de los instrumentos de publicidad e influyen otros como el trato al cliente”. En este sentido, el autor señala que NH Hoteles fue pionero en esto con la estrategia “Cuestión de detalle”, una iniciativa mediante la cual se buscaba sorprender a los huéspedes con acciones como preparar libros o videoconsolas en las habitaciones, en función del criterio de edad.

1.8 Comentario sobre el informe de auditoría

En cuanto al informe de auditoría, este no muestra salvedad alguna; indica que todos los elementos de las cuentas anuales muestran una imagen fiel y representativa del patrimonio de la empresa, de acuerdo a las normas de información financiera que resultan de aplicación.

La sociedad de auditoría ofrece una buena opinión acerca del Informe de Gestión, elemento independiente a las cuentas anuales, puesto que afirma la concordancia de los datos aportados en el mismo con las cuentas anuales y la realidad de la sociedad.

1.9 Comentario sobre el régimen de tributación

Las sociedades que forman parte del grupo fiscal de NH Hotel Group, S.A. para el año 2014 son:

Tabla 2. Sociedades integrantes del grupo fiscal de NH Hotel Group, S.A.

Fuente: Memoria de las cuentas anuales y elaboración propia.

- Fast Good Peninsula Ibérica, S.L.
- NH Establecimientos Complementarios Hoteleros, S.A.
- NH Europa, S.L.
- Latinoamericana de Gestión Hotelera, S.L.
- Atardecer Caribeño, S.A.
- NH Central Reservation Office, S.A.
- Resorts Europa, S.L.
- Cofir, S.L.
- Hoteles Hesperia, S.A.
- Inversores y Gestores Asociados, S.A.
- Nuevos Espacios Hoteleros, S.A.
- Hotel Travel & Business, S.
- NH Hoteles España, S.A.
- Coperama Holding, S.L.
- Grupo Financiero de Intermediación y Estudios, S.A.
- Coperama Spain, S.L.
- NH Hotel Ciutat De Reus, S.A.
- NH Las Palmas, S.A.
- Gran Círculo de Madrid, S.A.
- NH Lagasca, S.A.
- NH Logroño SA
- Fashion Tapas, S.L.
- Iberinterbrokers, S.L.

Tabla 3. Conciliación entre el resultado contable y la base imponible del impuesto sobre sociedades.

Fuente: Memoria de las cuentas anuales del ejercicio 2014 de NH Hotel Group, S.A.

	Miles de Euros	
	2014	2013
Resultado contable del ejercicio antes de impuestos	(120.963)	(53.543)
Ajustes al resultado contable:		
Por diferencias permanentes	73.964	36.540
Por diferencias temporarias	5.403	4.766
Por ajustes de consolidación fiscal	9.925	(7.085)
Base imponible (resultado fiscal)	(31.671)	(19.322)
Cuota líquida	-	-
Retenciones	665	419
Impuesto corriente a devolver / (pagar)	665	419

La sociedad se ha acogido al régimen de consolidación fiscal, por el cual ha calculado la base imponible conjunta de todo el grupo, eliminando operaciones internas, para posteriormente reconocer un crédito con las sociedades dependientes por valor de

su parte correspondiente del Impuesto de Sociedades. El ajuste de la tabla anterior que se refiere a la consolidación fiscal hace referencia a la eliminación de resultados por transacciones entre las empresas del grupo, dado que los mismos se difieren en tanto no influyan en el cálculo de resultados por operaciones con terceros ajenos al grupo.

1.10 Comentario sobre la estructura y la evolución del balance individual

A continuación, procederemos a analizar los datos de cada uno de los estados financieros de la sociedad, para los ejercicios 2014 y 2013.

1.10.1 Activo

Tabla 4. Activo total de la sociedad. Fuente: Cuentas anuales del ejercicio 2014 y elaboración propia.

ACTIVO	31.12.2014		31.12.2013		Variación absoluta	% horizontal
ACTIVO NO CORRIENTE	2.093.658	81,47%	1.829.020	81,21%	264.638	14,47%
Inmovilizado intangible	38.043	1,48%	26.208	1,16%	11.835	45,16%
Inmovilizado material	116.302	4,53%	101.700	4,52%	14.602	14,36%
Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	1.757.016	68,37%	1.563.107	69,41%	193.909	12,41%
Inversiones financieras a largo plazo	75.311	2,93%	2.675	0,12%	72.636	2715,36%
Activos por impuestos diferidos	108.986	4,24%	135.328	6,01%	-26.342	-19,47%
ACTIVO CORRIENTE	474.079	18,45%	423.122	18,79%	50.957	12,04%
Activos no corrientes mantenidos para la venta	48.184	1,88%	-	-	48.184	
Existencias	78	0,00%	65	0,00	13	20,00%
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	15.223	0,59%	13.468	0,60%	1.755	13,03%
Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo	280.207	10,90%	317.383	14,09%	-37.176	-11,71%
Inversiones financieras a corto plazo	5.249	0,20%	-	-	5.249	
Periodificaciones a corto plazo	809	0,03%	3.231	0,14%	-2.422	-74,96%
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	124.329	4,84%	88.975	3,95%	35.354	39,73%
TOTAL ACTIVO	2.569.737	100,00%	2.252.140	100,00%	317.597	14,10%

Lo primero que destaca al fijarnos en el activo de la sociedad es el gran peso que tiene el activo no corriente, que supone más de un 81 % del activo total en ambos años. Analizando separadamente los dos subgrupos del activo:

1.10.1.1 Activo no corriente

La partida más grande de todo el activo no corriente es la que engloba las participaciones e inversiones de la empresa matriz, tanto en sus empresas del grupo como en las asociadas, lo que resulta lógico, dado que las cuentas analizadas son las de la empresa matriz. Su representación asciende al 68,52 % del activo total y el crecimiento respecto a 2013 – un 12,41 % – es acorde o similar al crecimiento del total del activo, situándose en 1.757.016.000 euros al término del ejercicio 2014. El aumento, de 193 millones de euros, se corresponde con la adquisición, como se comentará más tarde, de la sociedad NH Italia, S.p.A., que se detalla en la memoria de las cuentas anuales. De la cifra total de inversiones en empresas del grupo, 1.701.104.000 euros corresponden a instrumentos de patrimonio de empresas del grupo, tal y como se puede observar en la memoria de las cuentas anuales. Los otros 55.912.000 euros son créditos, que la empresa aclara en su declaración de saldos con sus partes vinculadas, que se trata de préstamos participativos otorgados a sociedades dependientes.

El inmovilizado material se mantuvo exactamente en la misma proporción – 4,53 % y 4,52 % respectivamente en 2014 y 2013 –, ya que creció en consonancia con el activo total. Este aumento encuentra su explicación en la adquisición de terrenos y construcciones, como se puede ver en la tabla. Al mismo tiempo podemos observar que la empresa ha dado de baja instalaciones técnicas por valor de 9 millones de euros, lo que unido a unas inversiones de 6 millones podría provocar un efecto rejuvenecimiento del activo fijo de la empresa, como analizaremos posteriormente.

Tabla 5. Desglose de los cambios en el inmovilizado material durante el ejercicio 2014.

Fuente: memoria de las cuentas anuales del ejercicio 2014 y elaboración propia.

	Saldo a 31.12.2013	Altas	Bajas	Trasposos (Nota 5)	Saldo a 31.12.2014
COSTE					
Terrenos y construcciones	76.530	10.281	-	-	86.811
Instalaciones técnicas y maquinaria	65.745	6.434	9.868	-	62.311
Otras instalaciones, utillaje y mobiliarios	6.838	2.645	258	85	9.140
Otro inmovilizado	36.273	616	95	-	36.794
	185.386	19.976	10.221	85	195.056

Por su parte, el inmovilizado intangible representa una cifra cercana al 1% en ambos ejercicios, aunque en 2014 tuvo un crecimiento considerable, concretamente un 45,16 %, que en números absolutos se traduce en doce millones de euros. El principal aumento del inmovilizado intangible tiene lugar en las aplicaciones informáticas, por valor de más de once millones de euros. La estrategia corporativa de la sociedad se basa en la mejora de las reservas *online* y los sistemas de gestión y posee un plan para rediseñar la web corporativa.² Por lo tanto, esta nueva estrategia coincide con el aumento de los intangibles en el presente ejercicio.

Los activos por impuesto diferido, con una representatividad que supone alrededor de un 6 % y un 4 % en 2013 y 2014, disminuyen su importancia durante el ejercicio, ya que, como se comenta en el apartado número 14 de la memoria, en el 2014 se produce una reducción en las bases imponibles negativas pendientes de compensar, pasando desde 126.474.000 euros a 99.436.000 euros al finalizar el ejercicio 2014.

Por último, las inversiones financieras a largo plazo tenían valor residual a final del ejercicio 2013, representando alrededor del 0,12 % del valor del activo. Sin embargo, en el año 2014, este índice se incrementa hasta alcanzar el 2,86 %. Esto se justifica debido al reconocimiento por parte de la sociedad de un derecho de venta de la sociedad filial Sotocaribe, S.A., por valor de 58,25 millones de euros y por la interposición de una reclamación frente a una aseguradora, por valor de 16,4 millones de euros.

1.10.1.2 Activo corriente

Dentro de este segundo gran subgrupo del activo de la sociedad, que representa alrededor de un 18 % del mismo, la partida más representativa vuelve a ser la que guarda relación con las sociedades filiales, en concreto, los créditos a corto plazo. Las inversiones o créditos a empresas del grupo y asociadas se redujeron desde el año anterior un 11,71 % por la amortización de parte de un préstamo concedido a la sociedad NH Europa, S.L., pasando desde 317.383.000 euros hasta 280.207.000 euros a finales del ejercicio 2014. La empresa amplía información en su memoria y publica que, del

² NH desvela en FITUR el detalle de su estrategia para transformar la Compañía. <http://corporate.nh-hotels.com/es/sala-de-prensa/noticia-detalle/nh-desvela-en-fitur-el-detalle-de-su-estrategia-para-transformar-la-compania-147-es>

total, 276.672.000 euros se corresponden con créditos a corto plazo con empresas del grupo y 3.445.000 euros sería el montante del crédito concedido a otras partes vinculadas a fecha de cierre del ejercicio 2014.

Los activos no corrientes mantenidos para la venta, pasan de ser inexistentes a suponer más de 48 millones de euros correspondientes a la reclasificación de inversiones para su venta. Se trata de acciones de la sociedad Sotocaribe, S.L. (dependiente de Sotogrande, S.A.) en la cartera de la sociedad, por valor de 42.399.000 euros y de la sociedad Capredo Investments GmbH por valor de 5.785.000 euros.

Los deudores comerciales apenas suponen un 0,60 % del activo de la sociedad para ambos ejercicios, que se corresponde con un montante total de 15 millones de euros de los que alrededor de 3 millones son clientes por ventas y servicios, algo más de 5 millones son clasificados como ingresos varios y más de 6 millones de euros están conformados por otros créditos con la Administración. Dada la reducida dimensión del negocio de la empresa matriz con respecto al grupo, y al mismo tiempo, las grandes inversiones que la empresa posee en el balance de sus filiales, es lógico que el saldo de deudores sea muy bajo para esta sociedad en comparación con el total de su activo.

La cuenta que representa el efectivo u otros activos líquidos equivalentes ha aumentado casi un 40 %, y su representatividad dentro del activo total es llamativa, con alrededor de un 4 % para ambos ejercicios. Debido a que se trata de un saldo en una fecha determinada, y no una variable que se pueda observar a lo largo de un período de tiempo, no podemos afirmar que se trate de un cambio de política de tesorería, ya que podría estar vinculado, por ejemplo, a un pago próximo.

Analizando conjuntamente las dos partes que integran el activo – activo no corriente y corriente –, se percibe claramente que la distribución entre ambas es prácticamente idéntica para ambos ejercicios, donde el activo no corriente supone un 81 % y el activo corriente, el 19 % restante.

1.10.2 Patrimonio neto y pasivo

Esta es la parte del balance correspondiente a la financiación de la empresa, compuesto por sus pasivos y su patrimonio neto.

1.10.2.1 Patrimonio neto

El capital social ha sufrido un incremento durante el ejercicio 2014. Este ha sido concretamente de 84 millones de euros, a través de la emisión de 42 millones de acciones a un valor nominal de 2 euros. La parte que excede el valor nominal de las acciones ha supuesto un aumento de la prima de emisión; cada acción tiene 2 euros de valor nominal y su emisión ha sido de 4,7 euros por acción, de manera que cada una se ha emitido con una prima de emisión de 2,7 euros por acción. En total, el aumento asciende a 197.400.000 euros. La contrapartida del aumento de capital no se traduce en un aumento de efectivo para la sociedad, sino que se trata de la entrega de unas acciones, de la sociedad NH Italia, S.p.A, cuya finalidad es aumentar las inversiones en empresas del grupo, lo que analizaremos en el epígrafe correspondiente al estado de flujos de efectivo.

Tabla 6. Patrimonio neto y pasivo correspondiente al balance de situación individual de las cuentas anuales del ejercicio 2014. Fuente: Cuentas anuales y elaboración propia.

PATRIMONIO NETO Y PASIVO	31.12.2014		31.12.2013		Variación absoluta	% horizontal
PATRIMONIO NETO	1.603.032	62,38%	1.533.433	68,09%	69.599	4,54%
Fondos propios	1.603.032	62,38%	1.533.433	68,09%	69.599	4,54%
Capital	700.544	27,26%	616.544	27,38%	84.000	13,62%
Prima de emisión	706.601	27,50%	593.201	26,34%	113.400	19,12%
Reservas	473.275	18,42%	473.340	21,02%	-65	-0,01%
Resultados de ejercicios anteriores	-138.766	-5,40%	-67.120	-2,98%	-71.646	106,74%
Acciones y participaciones en patrimonio propias	-38.807	-1,51%	-38.115	-1,69%	-692	1,82%
Otros instrumentos de patrimonio propio	27.230	1,06%	27.230	1,21%	0	0,00%
Resultado del ejercicio	-127.044	-4,94%	-71.647	-3,18%	-55.397	77,32%
PASIVO NO CORRIENTE	707.877	27,55%	586.755	26,05%	121.122	20,64%
Provisiones a largo plazo	47.833	1,86%	45.863	2,04%	1.970	4,30%
Deudas a largo plazo	596.608	23,22%	532.778	23,66%	63.830	11,98%
Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo	56.846	2,21%		0,00%	56.846	
Pasivos por impuesto diferido	6.590	0,26%	8.114	0,36%	-1.524	-18,78%
PASIVO CORRIENTE	258.827	10,07%	131.952	5,86%	126.875	96,15%
Provisiones a corto plazo	254	0,01%	251	0,01%	3	1,20%
Deudas a corto plazo	3.707	0,14%	5.698	0,25%	-1.991	-34,94%
Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo	200.565	7,80%	80.577	3,58%	119.988	148,91%
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar:	54.301	2,11%	45.426	2,02%	8.875	19,54%
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	2.569.737	100%	2.252.140	100,00%	317.597	14,10%

De la misma manera que el capital social, este incremento de la prima no provoca grandes alteraciones en el balance, ya que su representación (o porcentaje vertical) es similar a la del año pasado, e incluso el capital social se reduce. Las reservas, la partida referente a otros instrumentos de patrimonio neto y la autocartera de la empresa son otras de las partidas que apenas varían en números absolutos entre los dos ejercicios, por lo que pierden representatividad.

Asimismo, la sociedad ha incurrido en pérdidas en los dos últimos ejercicios. Las pérdidas acumuladas durante los últimos ejercicios, junto con las pérdidas del ejercicio corriente hacen disminuir los fondos propios de la empresa en un importe total de 265.810.000 euros.

Aún así, es de destacar la gran representatividad de los fondos propios en la estructura financiera de la compañía, suponiendo, en el ejercicio 2014, más de un 62 % de la suma del patrimonio neto y el pasivo, aunque este importe ha descendido desde el ejercicio 2013, fundamentalmente por el ascenso de las deudas a corto plazo.

1.10.2.2 Pasivo no corriente

Lo que cabe tener en cuenta en este subgrupo del pasivo es el epígrafe “deudas a largo plazo”, que supone más de un 23 % del patrimonio neto y del pasivo en ambos años. La sociedad tiene varios instrumentos de deuda a largo plazo: en primer lugar, lanzó al mercado a finales de 2013 dos emisiones de obligaciones, con el objetivo de refinanciar su deuda: la primera de ellas a 31 de octubre, consistía en la emisión de obligaciones “*senior*” garantizadas, a un interés nominal anual del 6,875 %. El importe ascendió a 250 millones de euros, cuyo vencimiento se producirá en el año 2019. La segunda emisión tuvo lugar el 8 de noviembre y consistía en obligaciones convertibles, cuyos compradores fueron inversores institucionales y cuyo cupón anual es del 4 %, con una prima de canje del 30 %, y un vencimiento en 2018. A 31 de diciembre de 2014, el saldo de estas obligaciones convertibles ascendía a 228.156.000 euros. Estos instrumentos de deuda suponen más de un 77 % de las deudas a largo plazo. Por otra parte, la sociedad posee dos préstamos subordinados por un importe conjunto de 75 millones de euros, que devengan un interés variable, cuyo vencimiento se producirá en los años 2036 y 2037. Dentro de este mismo epígrafe del pasivo no corriente existe una

partida denominada “2.c. Otros pasivos financieros no corrientes” en el que observamos un crecimiento considerable de una partida que representaba alrededor del 0.04 % del patrimonio neto y pasivo, y que pasará a representar un 2,30 %. Este incremento se explica debido a que la sociedad ha reconocido una opción de compra de la sociedad Sotocaribe, S.L., relacionada con la opción de venta registrada en el activo no corriente, como se detalla en el punto 13º de la memoria de las cuentas anuales. Analizado de forma conjunta, observamos que este epígrafe crece un 11,98 %.

El saldo de las provisiones a largo plazo, que agrupan obligaciones de la empresa recogidas fundamentalmente para cubrir los compromisos de sus sociedades participadas, han aumentado, pero al hacerlo a un ritmo menor al crecimiento global del balance, un 4,30 %, su representatividad global decrece.

Los pasivos por impuesto diferido, por su parte, disminuyeron su representación sobre el activo, ya que su valor pasó de los más de 8 millones de euros a poco más de 6,5 millones. La explicación de esta reducción tiene lugar en la cancelación de dichos activos por un cambio en la tasa.

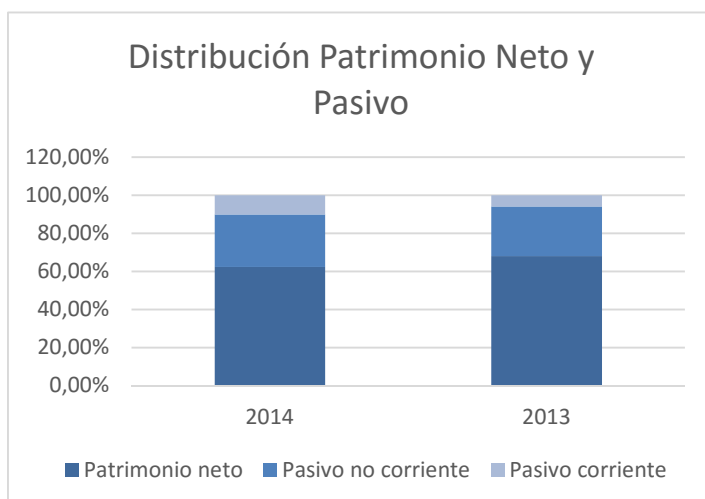
Para finalizar, las deudas con empresas del grupo a largo plazo, inexistentes al finalizar el año 2013, ascendían en 2014 a más de 56 millones de euros. Este incremento se debe en su totalidad a la formalización de un crédito con la empresa del grupo NH Finance, S.A., con vencimiento en 2017, como se informa en la nota 17.1 de la memoria.

1.10.2.3 Pasivo corriente

Analizando las deudas exigibles a corto plazo se percibe el gran incremento de las deudas con entidades del grupo de casi un 150 %, que a su vez es la partida más representativa del pasivo corriente. Esto se debe, principalmente, a la existencia de una cuenta corriente con NH Hoteles España, S.A. que crece en 108.708.000 euros. Seguidamente, hay un incremento en la utilización de otras cuentas corrientes con otras empresas del grupo, por valor de 33.184.000 euros. Asimismo, se ha devuelto un préstamo a corto plazo con NH Finance, S.A. por valor de 21.904.000 euros. El incremento interanual de este epígrafe es el más destacado de entre todos los del

balance, cuya causa radica en lo explicado anteriormente. Por consiguiente, la empresa está más expuesta a corto plazo que en el pasado ejercicio, fundamentalmente con las empresas del grupo.

Figura 8. Distribución del patrimonio neto y pasivo.
Fuente: Cuentas anuales y elaboración propia.



La distribución de esta segunda parte del balance es también bastante parecida entre 2013 y 2014, a pesar de que se percibe una variación negativa de un 6 % en el patrimonio neto, que a pesar del aumento de capital social y de la prima de emisión, se reduce durante el ejercicio, ya que crece a un menor ritmo que las restantes masas del pasivo.

El porcentaje de pasivo no corriente permanece prácticamente intacto, mientras que el pasivo corriente se dobla, pasando de representar un 5 % a un 10 % del total de la financiación de la empresa.

1.10.3 Análisis del capital circulante

El capital circulante o fondo de maniobra, que es la diferencia entre los activos circulantes y los pasivos circulantes de la sociedad, asciende a 215.252.000 y 291.170.000 euros para 2014 y 2013, respectivamente. El fondo de maniobra es una magnitud que se asocia normalmente a una cifra positiva, y, en la medida de sus posibilidades, cuanto más grande, mejor desde el punto de vista de la solvencia de la empresa. Pero hay tener en cuenta las características de la empresa y del sector. Autores como Amat (2002) hacen referencia a que no se puede afirmar que una cifra de capital circulante es mala por ser negativa o viceversa. En este punto, el autor señala que “se ha de estudiar no solo la relación entre el activo circulante y las deudas a corto plazo sino también las velocidades a las que se mueven estas masas patrimoniales”, es decir, se ha de proceder a analizar la actividad de la empresa y, concretamente sus periodos medios (de aprovisionamiento, de fabricación, de venta, de cobro a clientes y de pago a proveedores). Los saldos de los periodos medios influyen en el capital

corriente a través de uno de sus dos componentes: las necesidades operativas de fondos (en adelante, NOF). Aquí se encuadran las partidas del balance que guardan relación con las actividades de explotación (existencias, deudores comerciales, acreedores comerciales...), por lo que estos periodos medios con los que trabaje la empresa afectarán, en primera instancia, a las necesidades operativas de fondos, y, en segundo lugar, a la cuantía y a la distribución del capital circulante. En la sociedad, las necesidades operativas de fondos para estos dos años, serían:

Tabla 7. Cálculo de las necesidades operativas de fondos para los ejercicios 2013 y 2014. Fuente: cuentas anuales y elaboración propia

NECESIDADES OPERATIVAS DE FONDOS	2014	2013
Existencias	78	65
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	15.223	13.468
Periodificaciones a corto plazo	809	3.231
Activo corriente de explotación	16.110	16.764
Provisiones a corto plazo	254	251
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar:	54.301	45.426
Pasivo corriente de explotación	54.555	45.677
NOF: AC explot - PC explot	-38.445	-28.913

Para calcular las NOF, se han restado los pasivos corrientes de explotación a los activos corrientes de explotación. En este caso, en los pasivos corrientes de explotación se incluyen provisiones a corto plazo, porque la empresa aclara en la nota 12 de la memoria que están dotadas con cargo a gastos de explotación. En ambos años existen unas NOF negativas como consecuencia de un activo corriente de explotación menor que su pasivo homólogo. Sin embargo, como se ha explicado anteriormente, la empresa, además de facturar servicios de hostelería, factura servicios a sus filiales en forma de canon, y en ambas operaciones el lapso de tiempo entre que se produce el servicio y este es cobrado suele ser muy pequeño, por lo que es lógico que el saldo de los deudores comerciales (incluido en el activo corriente) sea bajo en comparación con los acreedores, cuyo período medio (el de pago) será más elevado. Además, las existencias son muy reducidas, ya que se trata de una empresa dedicada a la prestación de servicios de hostelería. Debido a todo esto, es normal que las NOF tiendan a un saldo acreedor. En relación a la disminución interanual, se observa claramente que la

reducción de las NOF se fundamenta en el aumento de los acreedores comerciales, o lo que es lo mismo, en un aumento del periodo medio de pago a proveedores.

Tabla 8. Cálculo de los recursos líquidos netos correspondientes a los ejercicios 2013 y 2014.

Fuente: cuentas anuales y elaboración propia.

RECURSOS LÍQUIDOS NETOS	2014	2013
Activos no corrientes mantenidos para la venta	48.184	-
Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo	280.207	317.383
Inversiones financieras a corto plazo	5.249	-
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	124.329	88.975
Activo corriente ajeno a la explotación	457.969	406.358
Deudas a corto plazo	3.707	5.698
Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo	200.565	80.577
Pasivo corriente ajeno a la explotación	204.272	86.275
RLN: AC ajeno a la exp - PC ajeno a la exp	253.697	320.083

El otro componente del capital corriente, los recursos líquidos netos (en adelante, RLN), calculados en la Tabla 8, están formados por partidas que no tienen relación con el ciclo de explotación. En este caso, los RLN son positivos porque esta clase de activo corriente es mayor a su correspondiente pasivo corriente. Esto es debido, en parte, al importante saldo de efectivo que posee la empresa, pero sobre todo a las inversiones a corto plazo en empresas del grupo, que normalmente son créditos. En el pasivo corriente las deudas por créditos a corto con empresas del grupo aumentan de forma considerable. Este aumento de un 150 % explica la reducción interanual de los recursos líquidos netos, como se puede apreciar en la Tabla 8.

1.11 Comentario sobre la estructura y la evolución la cuenta de pérdidas y ganancias

En referencia a la cuenta de pérdidas y ganancias presentada en la Tabla 9, lo primero que llama la atención es el resultado neto, que es negativo y supone casi el doble del ejercicio anterior, que también había sido negativo. Además, la cifra de negocios de la sociedad se ha visto reducida a la mitad con respecto al año 2013, pasando de más de 33 millones de euros a algo menos de 17, por lo que la relevancia

del resultado respecto a la cifra de negocios aumenta desde un 211,22 % hasta un 771,55 % en términos negativos.

Tabla 9. Detalle de la cuenta de pérdidas y ganancias individual de las cuentas anuales del ejercicio 2014. Fuente: Cuentas anuales y elaboración propia.

Cuenta de pérdidas y ganancias	31/12/2014		31/12/2013		Variación absoluta	Variación horizontal
	Importe	% Vertical	Importe	% Vertical		
Importe neto de la cifra de negocios	16.466	100,00%	33.921	100,00%	-17.455	-51,46%
Ventas	15.727	95,51%	15.068	44,42%	659	4,37%
Ingresos por actividades holding	739	4,49%	18.853	55,58%	-18.114	-96,08%
Trabajos realizados por la empresa para su activo	2.467	14,98%	0	0,00%	2.467	
Aprovisionamientos	2.831	17,19%	900	2,65%	1.931	214,56%
Otros ingresos de explotación	37.017	224,81%	37.266	109,86%	-249	-0,67%
Gastos de personal	-30.375	-184,47%	-21.881	-64,51%	-8.494	38,82%
Sueldos, salarios y asimilados	25.041		18.118			
Cargas sociales	5.334		3.763			
Otros gastos de explotación	-51.110	-310,40%	-60.504	-178,37%	9.394	-15,53%
Servicios exteriores	-20.882	-126,82%	-22.160	-65,33%	1.278	-5,77%
Tributos	-1.137	-6,91%	-1.762	-5,19%	625	-35,47%
Pérdidas, deterioro y variación de provisiones por operaciones	-104	-0,63%	69	0,20%	-173	-250,72%
Otros gastos de gestión corriente	-29.987	-182,11%	-36.651	-108,05%	6.664	-18,18%
Amortización del inmovilizado	-10.687	-64,90%	-15.595	-45,97%	4.908	-31,47%
Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	-2.530	-15,36%	169	0,50%	-2.699	-1597,04%
Deterioros y pérdidas	26	0,16%	172	0,51%	-146	-84,88%
Resultados por enajenaciones y otras	-2.556	-15,52%	-3	-0,01%	-2.553	85100,00%
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	-35.921	-218,15%	-25.724	-75,84%	-10.197	39,64%
Ingresos financieros	785	4,77%	3.129	9,22%	-2.344	-74,91%
De participaciones en instrumentos de patrimonio						
- En terceros	-		22			
De valores negociables y otros instrumentos financieros						
- En empresas del grupo y asociadas	-		1.453			
- En terceros	785		1.654			
Gastos financieros	-42.473	-257,94%	-55.456	-163,49%	12.983	-23,41%
- Por deudas con empresas del grupo	-4.341	-26,36%	-41.060	-121,05%		
- Por deudas con terceros	-38.132	-231,58%	-14.396	-42,44%		
Variación de valor razonable en instrumentos financieros	2.787	16,93%	9.511	28,04%	-6.724	-70,70%
Diferencias de cambio	530	3,22%	60	0,18%	470	783,33%
Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financier	-46.671	-283,44%	14.937	44,03%	-61.608	-412,45%
RESULTADO FINANCIERO	-85.042	-516,47%	-27.819	-82,01%	-57.223	205,70%
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	-120.963	-734,62%	-53.543	-157,85%	-67.420	125,92%
Impuesto sobre beneficios	-6.081	-36,93%	-18.104	-53,37%	12.023	-66,41%
RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONT	-127.044	-771,55%	-71.647	-211,22%	-55.397	77,32%
Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos	-		-		-	
RESULTADO DEL EJERCICIO	-127.044	-771,55%	-71.647	-211,22%	-55.397	77,32%

Dentro de la propia cifra de negocios, en las ventas, diferenciamos dos segmentos: ingresos por actividad hotelera e ingresos por actividad *holding*, que son dividendos e intereses que obtiene la matriz de sus filiales como actividad habitual. Es llamativo que las ventas no hayan disminuido, sino que han aumentado ligeramente. En contraposición, la segunda partida - ingresos por actividad *holding* - ha decrecido desde los casi 19 millones de euros del ejercicio anterior a poco más de 700.000 euros, todos

ellos procedentes de actividad crediticia, justificando así la drástica reducción de la cifra de negocios total. Esta partida se ve perjudicada por la situación y los resultados de las filiales que, al no repartir ningún dividendo, la sociedad ve cómo su cifra de negocios cae a la mitad. Calificados como otros ingresos de explotación aparece una cifra importante dentro de la cuenta, que asciende a más de un 220 % de las ventas en el ejercicio 2014. Esta partida recoge los cánones que la empresa recibe de sus sociedades filiales, y suponen un ingreso anual a la matriz mayor que sus propias ventas. Como se ha comentado anteriormente, esto da una idea de lo pequeñas que son las ventas de la matriz en comparación con las ventas de todo el grupo.

En cuanto al resultado antes de impuestos, se reduce desde los 53 millones de euros en términos negativos hasta más de 120 millones de euros, también en términos negativos. Posteriormente, no se registra ningún ingreso por impuesto sobre beneficios, sino que en ambos ejercicios se anota un gasto por este concepto, si bien en el segundo año es notablemente inferior, de 6 millones de euros frente a los 18 millones de euros del ejercicio 2013.

Con respecto al resultado financiero, la diferencia fundamental entre un año y el anterior es que en el año 2014 se produjeron pérdidas por enajenación de instrumentos financieros por 46.671.000 euros, mientras que en el año 2013 hubo un beneficio de aproximadamente 15 millones de euros en este concepto. Estas partidas no pertenecen al negocio habitual de la empresa, por lo que el análisis que se pueda hacer con estas cifras será poco representativo para sucesivos años. También es reseñable el fuerte aumento de los gastos financieros por deudas con terceros, aunque se compensa con la disminución de intereses de deudas con empresas del grupo. En este cambio no parece haber una explicación clara, puesto que las deudas de la empresa se mantienen más o menos estables en las mismas proporciones, y no se produce una gran caída de deudas con empresas del grupo. La refinanciación de la deuda corporativa a finales del ejercicio 2013, mediante la emisión de bonos y obligaciones puede haber sido la causa de la reducción de los gastos financieros durante el ejercicio 2014.

El resultado de explotación en 2013 era negativo y suponía un -75 % de la cifra de negocios. Por su parte, en el año 2014, el resultado fue un 40 % inferior, llegando a

alcanzar la cifra negativa de 35.921.000 euros, que representa un -218 % de las ventas del ejercicio. La reducción de los ingresos proporcionados por sus sociedades dependientes es el elemento clave para entender la caída sufrida por el resultado de explotación. Dentro del resultado ordinario diferenciaremos entre ingresos y gastos para proceder a un análisis más profundo. Los trabajos realizados por la empresa para su activo aumentan desde cero hasta 2.467.000 euros, mientras que la partida otros ingresos de explotación se reduce muy ligeramente. En cuanto a los gastos, los de personal aumentan en un tercio, suponiendo alrededor de 30 millones de euros en el ejercicio corriente, otros gastos de explotación se reducen en casi 10.000.000 euros y la amortización del inmovilizado se reduce en 5 millones de euros, pasando de 15 a 10 millones de euros. Globalmente, los gastos de explotación se reducen en 2014, pero la cuantía de la reducción (apenas 4 millones de euros) no logra mitigar el impacto de la reducción de los ingresos por dividendos.

Los aprovisionamientos se comportan de manera excepcional en la sociedad, ya que son positivos en ambos ejercicios, lo que resulta anómalo teniendo en cuenta las variables de compras de materias primas, existencias iniciales y existencias finales. La única explicación posible sería que las devoluciones superasen a las compras, dado que el aumento interanual de las existencias en el balance es ínfimo (13.000 euros).

1.12 Comentario sobre el estado total de cambios en el patrimonio neto

A continuación, procederemos a analizar el Estado total de cambios (Tabla 10) en el Patrimonio Neto de la sociedad. El documento precedente, el Estado de ingresos y gastos reconocidos no tiene razón de ser en ninguno de los dos años, ya que presenta ningún movimiento más allá del referido al saldo de la cuenta de pérdidas y ganancias.

El capital social ha aumentado por valor nominal de 84 millones de euros y por valor total de 197.400.000 de euros, repartidos entre el capital social y prima de emisión. Esta operación ocasionó unos gastos cargados a reservas por valor de 944.000 euros. Además, la sociedad ha hecho operaciones de compra-venta de acciones propias que dieron lugar a un saldo de acciones propias de 692.000 euros mayor que al inicio del

ejercicio, y que también han originado cargos en reservas por valor de 319.000 euros, que vendrían a representar la diferencia entre el coste y el precio de venta de acciones propias enajenadas durante el ejercicio.

Tabla 10. Detalle del estado total de cambios en el patrimonio neto correspondiente al ejercicio 2014. Fuente: Cuentas anuales y elaboración propia.

	Fondos propios						Ajustes en Patrimonio por Valoración	Total Patrimonio
	Capital social	Prima de emisión	Reservas	Acciones y Participaciones en Patrimonio Propias	Resultados de ejercicios anteriores	Resultado del ejercicio		
Saldos a 31 de diciembre de 2013	616.544	593.201	473.340	(38.115)	(67.120)	(71.647)	27.230	1.533.433
Ajuste por cambio de criterio contable	-	-	-	-	-	-	-	-
Saldo inicial 01 de enero de 2014	616.544	593.201	473.340	(38.115)	67.120	71.647	27.230	1.533.433
I. Total ingresos (gastos) reconocidos	-	-	-	-	-	(127.044)	-	(127.044)
II. Operaciones con socios o propietarios	84.000	113.400	(1.263)	(692)	-	0	-	195.446
1. Ampliación de capital (Nota 11)	84.000	113.400	(944)	-	-	0	-	196.456
2. Operaciones con acciones o participaciones en patrimonio propias (netas)	-	-	(319)	(692)	-	0	-	(1.011)
III. Otras variaciones de patrimonio neto	-	-	1.198	-	(71.647)	71.647	-	1.198
1. Traspasos entre partidas de patrimonio neto	-	-	-	-	(71.647)	71.647	-	0
2. Plan retribución en acciones	-	-	1.198	-	0	0	-	1.198
Saldos al 30 de junio de 2014	700.544	706.601	473.275	(38.807)	(138.766)	(127.044)	27.230	1.603.033

Por otro lado, el resultado del ejercicio anterior se destina a “Resultados negativos de ejercicios anteriores”, que minorra el patrimonio de la sociedad.

La empresa tiene implantado un sistema de retribución en forma de acciones, por la que provee de títulos de la sociedad a determinados empleados. En la memoria se detalla que el patrimonio neto aumenta en la cifra de 1.198.000 euros por esta cuantía. En los pagos al personal basados en acciones en los que la contrapartida sea un abono a patrimonio neto, la remuneración consistirá en la entrega física de las acciones.

1.13 Comentario y evolución del estado de flujos de efectivo

Como se puede aprender en la Tabla 11, los flujos de efectivo de las actividades de explotación son negativos en ambos ejercicios, ascendiendo a - 47.728.000 euros en el ejercicio 2014 y a - 65.387.000 euros en el anterior.

En el ejercicio 2014, los ajustes al resultado son casi tan grandes como el propio resultado del ejercicio, los cuales proceden, básicamente, de eliminar gastos financieros

y resultados negativos por enajenaciones de instrumentos financieros. Los cambios en el capital corriente suponen un ajuste positivo, lo que significa que se registró una disminución en el capital corriente de explotación en 2014 donde el mayor ajuste se realiza en la cuenta de acreedores, que recogen un efecto positivo sobre la tesorería por el aumento del saldo de esta cuenta.

Tabla 11. Detalle del estado de flujos de efectivo individual correspondiente a los ejercicios 2013 y 2014. Fuente: Cuentas anuales y elaboración propia.

ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO	Ejercicio 2014	Ejercicio 2013
FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN	-47.728	-65.387
1. Resultado antes de impuestos	-120.963	-53.543
2. Ajustes al resultado	98.300	20.479
3. Cambios en el capital corriente	4.479	-1.852
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación	-29.544	-30.471
FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	-31.547	21.322
5. Pagos por inversiones	-223.400	-71.250
6. Cobros por desinversiones	191.853	92.572
FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN	114.099	120.797
7. Cobros (pagos) por instrumentos de patrimonio	-1.011	231.526
8. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero	115.110	-110.729
EFFECTO VARIACIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO	530	60
AUMENTO (DISMINUCIÓN) NETA DE EFECTIVO	35.354	76.792

Con respecto al epígrafe “Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación” los saldos son similares en ambos años. La cuantía de los flujos de efectivo por este concepto se corresponde mayoritariamente con pagos por intereses, por valor de 50 millones de euros en 2013 y 30 millones en 2014. En esta partida es donde se recogen los cobros por dividendos, inexistentes en el ejercicio corriente, pero de más de 16 millones de euros en el ejercicio anterior.

En relación a las actividades de inversión, el saldo toma valores negativos en 2014 y positivos en 2013, por lo que en el último ejercicio los flujos de efectivo de las inversiones superaron a los de las desinversiones, al contrario que en 2013. En el último año, más del 80 % de los desembolsos para inversiones hacen referencia a las

participaciones en empresas del grupo, concretamente 189.195.000 euros. Al final de la nota 8.2 de la memoria, se hace referencia a un plan de reestructuración societario que coincide (193.059.000 euros) con el flujo de efectivo de pagos por inversiones en empresas del grupo. En menor medida, se ha desembolsado efectivo por valor de alrededor de 17 millones de euros para afrontar el pago de inmovilizado intangible. En la memoria viene detallado que estos desembolsos se dedican, mayormente, al desarrollo de aplicaciones informáticas acorde con la estrategia de la empresa de seguir un modelo de negocio digital. La mayor parte de pagos por inversiones en inmovilizado material, que ascienden a alrededor de 16 millones de euros, se corresponden con terrenos y construcciones como por ejemplo nuevos hoteles, eje básico en el modelo de negocio de NH, o con instalaciones técnicas y maquinaria para renovaciones del mobiliario.

Por otro lado, los cobros por desinversiones surgen de ventas de participaciones en empresas del grupo, en concreto, de la sociedad Sotogrande, S.A, tal y como aparece en la nota 8.2 de la memoria de las cuentas anuales.

Con respecto a las actividades de financiación, los flujos de efectivo recogen un pago neto de 1.011.000 euros en concepto de adquisición de instrumentos de patrimonio propio. Por otro lado, en la nota 11.e de la memoria se informa de una venta de 296.262 títulos durante el ejercicio, y también informa del número total de acciones propias (9.359.003), con un coste de adquisición de 38.807.000 euros. Por tanto, el coste medio por acción asciende a 4,14648868 euros. En consecuencia, la venta de ese número de títulos ocasionaría una baja de 1.228.000 euros en el patrimonio neto.

A pesar del aumento de capital producido en el ejercicio 2014, tal y como se ha comentado anteriormente, no se ha reflejado en un flujo de efectivo, que habría de encuadrarse en este epígrafe. La finalidad del aumento de capital ha sido la adquisición de parte del accionariado de una empresa, en concreto Intesa Sanpaolo, S.p.A., y la contrapartida ha sido la entrega de 445.000 acciones de esta misma compañía.

En relación con los cobros y pagos por instrumentos de pasivos financieros, destaca el incremento de efectivo debido al aumento de deudas con entidades del grupo

por un valor de 116 millones de euros, que se encuentra reflejado en la memoria en la siguiente tabla.

Tabla 12. Préstamos a corto plazo con empresas del grupo. Fuente: Memoria cuentas anuales y elaboración propia.

	Miles de Euros	
	2014	2013
Préstamo NH Finance	-	21.904
Cuenta corriente acreedora con NH Hoteles España, S.A.	128.100	19.392
Cuentas corrientes acreedoras con empresas del grupo	72.465	39.281
Total	200.565	80.577

Las diferencias de cambio sobre saldos de efectivo en moneda extranjera fueron positivas en ambos ejercicios, con un saldo de 530 millones de euros y 60 millones de euros respectivamente.

De todo lo analizado previamente, resulta un saldo cercano a los 35 millones de euros de aumento de efectivo en el año 2014. Analizando los bloques básicos en los que se basa el estado de flujos de efectivo, observamos que tanto las actividades de explotación como las de inversión arrojan saldos negativos. Sin embargo, las actividades de financiación tienen un saldo positivo que supera las dos anteriores, por lo que globalmente la sociedad aumenta su efectivo en el ejercicio. Por tanto, el aumento no se debe a una gestión efectiva de sus actividades de explotación o a una política de inversión-desinversión austera, sino a un aumento del endeudamiento de la sociedad con sus sociedades vinculadas.

2 Análisis económico

2.1 Comentario sobre las rentabilidades

El análisis económico presenta un enfoque que relaciona la cuenta de resultados de la sociedad con su balance, ya que la rentabilidad económica supone la interrelación o el cociente entre los resultados de la empresa, una variable de flujos, y los medios utilizados para tal fin, una variable fondo, el activo del balance. Es importante clarificar llegados a este punto, que los resultados habrán de ser modificados parcialmente, pues la mezcla financiera que la empresa posee (que tiene como consecuencia un determinado nivel de gasto financiero) es irrelevante para este análisis, con lo que dichos gastos serán eliminados.

Como apunta Rojo Ramírez (2011), “la rentabilidad económica es la capacidad de la empresa para generar rentas económicas capaces de remunerar a propietarios y prestamistas conservando el capital económico de la misma”, es decir, se basará en la obtención de rentas o ingresos a través de las inversiones realizadas por la empresa. Siguiendo este enfoque, es la rentabilidad más relevante para los administradores de las sociedades, más allá de remunerar a los accionistas, pues es un indicador de cómo las inversiones se traducen en rendimiento.

La empresa financia sus inversiones con una mezcla de fondos propios aportados por accionistas y otra clase de fondos cedidos por terceros ajenos a la empresa. El coste que le supone a la empresa el *mix* financiero utilizado se refleja en el coste medio ponderado de capital (k_{\square}), que se valora mediante la siguiente ecuación:

$$\text{Coste medio ponderado de capital } (k_0) = k_c \cdot \frac{C}{C+L} + k_L \cdot \frac{L}{L+C} \quad [1]$$

Una empresa rentable en términos económicos será la que pueda generar una rentabilidad en el ejercicio de sus actividades ordinarias y extraordinarias (rentabilidad económica) mayor que el coste que le supone la financiación de tales actividades (coste medio ponderado de capital). La rentabilidad económica es una medida del retorno de las inversiones de la empresa (sus activos) en forma de resultados financieros, en concreto del beneficio antes de intereses e impuestos. Mirando desde otra perspectiva, como indican Piñeiro y de Llano (2011) podemos obtener el valor de la empresa a partir de la capitalización de los beneficios económicos objeto de análisis (BAIT) a un tipo de interés o descuento, que en este caso es razonable que sea k_0 , la rentabilidad exigida por el mercado. Por lo tanto, la variable flujo, que son los rendimientos obtenidos por la empresa, y la variable fondo (activos totales de la empresa) forman una relación. Las ecuaciones para obtener las diferentes rentabilidades con las que hemos de trabajar son las siguientes:

$$\text{Rentabilidad económica } (Re) = \frac{\text{Resultado antes de intereses e impuestos}}{\text{Activo total}} \quad [2]$$

$$\text{Rentabilidad de las inversiones financieras} = \frac{\text{Resultado financiero (antes de intereses)}}{\text{Activos financieros}} \quad [3]$$

$$\text{Rentabilidad económica de explotación} = \frac{\text{Resultado de explotación}}{\text{Activo funcional o activo funcional neto}} \quad [4]$$

La rentabilidad económica de explotación es una medida de cómo la empresa es capaz de rentabilizar sus inversiones en activos que tienen que ver con la explotación, es decir, sus activos funcionales, a través de la obtención de rentas por sus actividades ordinarias, que son los resultados de explotación. Una variante es la rentabilidad económica de explotación neta, que resta de los activos funcionales los

pasivos corrientes de explotación con los que la empresa se financia a corto plazo, y por tanto no los tiene en cuenta. Por otro lado, el otro componente de la rentabilidad económica es la rentabilidad de las inversiones financieras, el retorno que la empresa obtiene de los activos que no se consideran funcionales, como, por ejemplo, la tesorería, a través de resultados no ordinarios en la actividad de la misma.

Como se puede ver en la Tabla 13, la rentabilidad económica cae desde cifras pequeñas, pero positivas en el ejercicio 2014, hasta un -3,05 %. Es decir, durante este año las inversiones de la empresa han tenido un retorno negativo y no han podido recuperar parte de la inversión en sus activos. La causa del desplome la encontramos, dentro de la cuenta de pérdidas y ganancias, en el resultado de explotación negativo, junto con las pérdidas y deterioros de instrumentos financieros, que ascienden a más de 46 millones de euros. Estas pérdidas proceden de la venta de la sociedad Sotogrande, S.A en el año 2014. Por la suma de esto, el resultado antes de intereses e impuestos decrece, y aunque el activo aumenta ligeramente interanualmente, la rentabilidad económica cae, fundamentalmente, por el efecto del numerador.

Tabla 13. Cálculo de la rentabilidad económica, la rentabilidad de las inversiones financieras, la rentabilidad de la explotación y la rentabilidad de la explotación neta. Fuente: elaboración propia.

Ratio NH HOTEL GROUP, S.A.	2014	2013
Rentabilidad económica	-3,05 %	0,08 %
Rentabilidad de las inversiones financieras	-8,64 %	5,92 %
Rentabilidad de explotación	-1,92 %	-1,56 %
Rentabilidad de explotación neta	-1,98 %	-1,60 %

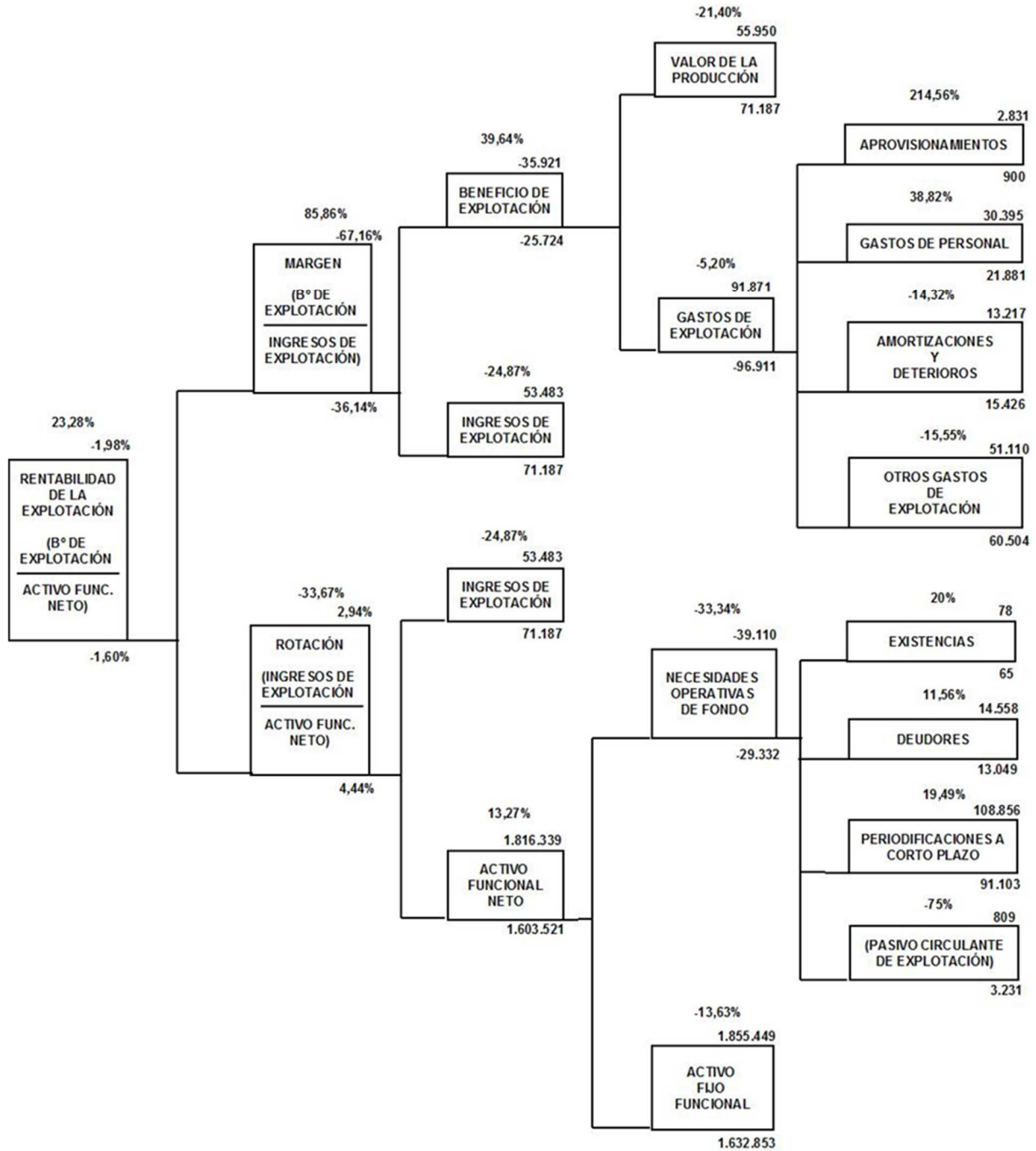
El mismo factor explica la caída de la rentabilidad de las inversiones financieras. Las pérdidas y deterioros de instrumentos financieros antes mencionados (encuadrado dentro del epígrafe “Resultado Financiero” de la cuenta de pérdidas y ganancias) deriva en una drástica disminución de este. Tanto es así, que pasa de 27 millones de euros en términos negativos, a 86 millones. Eliminando el efecto de los gastos financieros (para evitar tener en cuenta la mezcla financiera) obtenemos un resultado financiero positivo para el año 2013, pero todavía negativo para el año 2014. Esta razón desenmaraña las causas de la fuerte caída de esta rentabilidad.

En la Figura 9. Desglose de la rentabilidad económica de explotación neta de la siguiente página, se descompone la rentabilidad económica de explotación neta de ambos años calculada en la Tabla 13. En la parte inferior de las tablas aparece la cifra correspondiente al ejercicio 2013, mientras que en la parte superior aparecen los datos del ejercicio corriente. En la parte superior, se presenta la variación en tanto por ciento entre los años.

La rentabilidad económica de explotación neta es negativa para ambos años y en el ejercicio 2014 se redujo en 0,38 puntos porcentuales con respecto al ejercicio anterior para situarse en un -1,98 %. Tanto el margen como la rotación de las actividades de explotación influyen en esta caída, pero de diferente manera. El margen, cuyas cifras arrojan también saldos negativos para ambos años, disminuye un 85,86 % desde el año 2013 hasta una tasa negativa de un -67,16 %. La reducción del resultado de explotación, desde 25 hasta 35 millones de euros negativos junto con la caída del valor de la producción desde los 71.187.000 hasta los 53.483.000 euros provoca un efecto conjunto de caída del margen a través del factor negativo del numerador y la caída del denominador. El beneficio de explotación cae porque el valor de la producción se reduce un 21,40 %, y aunque los gastos de explotación se reducen también en un 5,20 %, esta caída no logra igualar la experimentada por el valor de la producción. La estructura de costes de la empresa es demasiado rígida, y no ha conseguido reducirse en unas cuantías parecidas a la disminución de los ingresos, principalmente los gastos de personal, aunque este epígrafe también podría estar reflejando indemnizaciones por despido que repercutirían en menores costes de personal en ejercicios sucesivos. Por su parte, la rotación también experimenta una reducción de más de un 33 %, pasando desde un 4,44 % hasta un 2,94 %. A esta reducción contribuyen la anteriormente comentada caída del valor de la producción, además del aumento del activo funcional neto, haciendo disminuir de manera conjunta la representatividad de los ingresos de explotación con respecto a los activos funcionales netos. El activo funcional neto se divide en dos tipos de activo funcional: el fijo y el circulante (que equivale a las necesidades operativas de fondos). El activo funcional fijo aumenta como consecuencia del aumento de inmovilizado (tanto tangible como intangible) además del incremento de inversiones en empresas del grupo. Por otro lado, las necesidades operativas de fondos

se reducen hasta los 39.110.000 euros negativos (un 33,34 % de disminución) debido, fundamentalmente, a la disminución de la rotación del pasivo circulante de explotación

Figura 9. Desglose de la rentabilidad económica de explotación neta. Fuente: Elaboración propia.



(o aumento del pasivo circulante de explotación). Por lo tanto, la caída de la rotación es debida exclusivamente a la menor rotación del activo fijo funcional, ya que la rotación de las NOF crece, al disminuir a una mayor tasa que los ingresos de explotación. Este es un efecto negativo, ya que indica que un mismo nivel de activo reporta menores ventas que en el ejercicio pasado.

Sin embargo, la caída de la rotación de los activos provoca un efecto de amortiguación con respecto a la caída del margen hasta un -67,16 %. Si la rotación se hubiese mantenido, la caída del margen hubiese sido mayor.

2.2 Análisis del inmovilizado fijo funcional

Tabla 14. Desglose de la rotación y ratios sobre el activo fijo funcional. Fuente: Elaboración propia.

ROTACIÓN DEL ACTIVO FIJO FUNCIONAL	2014	2013
INGRESOS DE EXPLOTACIÓN	53.483	71.187
ACTIVO FIJO FUNCIONAL	1.855.449	1.632.853
ROTACIÓN ACTIVO FIJO FUNCIONAL	2,88 %	4,36 %

VIDA ÚTIL MEDIA DEL INMOVILIZADO AMORTIZABLE	2014	2013
VIDA ÚTIL MEDIA DEL INMOVILIZADO INTANGIBLE DEPRECIABLE	16,09	8,07
VIDA ÚTIL MEDIA DEL INMOVILIZADO MATERIAL DEPRECIABLE	49,14	50,03

PORCENTAJE DE VIDA ÚTIL MEDIA AMORTIZADA	2014	2013
% VIDA ÚTIL MEDIA DEL INMOVILIZADO INTANGIBLE	67,98 %	74,11 %
% VIDA ÚTIL MEDIA DEL INMOVILIZADO INTANGIBLE	28,23 %	33,23 %

VIDA ÚTIL MEDIA DEL INMOVILIZADO NO AMORTIZADA	2014	2013
INMOVILIZADO INTANGIBLE	5,15	2,09
INMOVILIZADO MATERIAL	35,27	33,41

En la Tabla 14 observamos cómo la vida útil media del inmovilizado ha aumentado hasta el doble en el caso del inmovilizado intangible y, por el contrario, se ha visto reducida en menos de un año para el inmovilizado tangible. El porcentaje de vida útil media amortizada es la parte del valor de los activos amortizables que la empresa ya ha destinado a autofinanciación de mantenimiento. En este caso es muy claro, ya que para

ambos tipos de inmovilizado se reduce desde 2013 a 2014, lo que es un indicativo de rejuvenecimiento del inmovilizado, con una menor proporción de precio amortizado. La vida útil media que aún no se ha amortizado del inmovilizado también crece, como podemos ver en la tabla, aunque en mayor medida lo hace el activo intangible. Los números y su evolución en todas las ratios demuestran que ha habido entre estos dos años un proceso de renovación del inmovilizado de la sociedad que se refleja en los porcentajes. Dicha renovación se plasma dentro del balance en un aumento del activo fijo funcional depreciable, que aumenta más de 26 millones de euros. El efecto de este aumento es una reducción de la rotación que se ve acentuada por la disminución de los ingresos de explotación. Estos dos factores hacen que la rotación se reduzca desde un 4,36 % a un 2,88 %.

Llegados a este punto, sería interesante recalcar que el aumento tan grande en la vida útil media del inmovilizado intangible podría esconder una ralentización en el registro de dotaciones por amortización, con la finalidad de disminuir los gastos del ejercicio y tener un beneficio mayor.

2.3 Análisis de las rotaciones

Tabla 15. Detalle de la rotación de las NOF y sus componenetes. Fuente: Elaboración propia

	2014	2013
ROTACIÓN NOF	-1,39	-2,46
ROTACIÓN MERCADERÍAS	0,02	0,06
ROTACIÓN DEUDORES	1,25	1,35
ROTACIÓN PROVEEDORES	0,11	0,03

Las NOF son negativas, debido a que el activo corriente de explotación es mayor que el pasivo corriente de explotación, lo que se traduce en una rotación de las NOF negativa sea cual sea el nivel de ingresos. La rotación de las NOF se compone de la suma de las rotaciones, en este caso, de mercaderías, de deudores y de proveedores. Por un lado, la rotación tanto de mercaderías como de deudores se reduce, por lo que los dos periodos medios, aumentan. Por el otro lado, la mayor rotación de proveedores, provocada por una disminución de los proveedores (el denominador de la ecuación) desemboca en una disminución del periodo medio de pago, reduciéndose así la rentabilidad económica de explotación. Como el aumento de la rotación del pasivo

corriente de explotación es más importante que la reducción de la rotación del activo corriente de explotación, esto hace que la rotación global de las NOF aumente. El aumento de la rotación de las NOF está ligado, sobre todo, a una disminución de los proveedores.

2.4 Análisis del valor añadido generado

El autor González Pascual (2008) en su obra “Análisis de la empresa a través de su información económico financiera” trata el tema del valor añadido y cita tres formas de definirlo:

- “a. Diferencia entre producción y consumos externos.
- b. Adición de unos costes añadidos y de un resultado.
- c. Adición de remuneraciones que revierten a los diferentes agentes económicos vinculados a la actividad de la empresa.”

Siguiendo la primera definición, hemos calculado el valor añadido como diferencia entre la producción de la empresa (en este caso el valor de la producción) y los consumos externos, es decir, aquellas actividades que la empresa no integra.

Tabla 16. Cálculo del valor añadido de la empresa para los ejercicios 2013 y 2014. Fuente: Elaboración propia.

	2014	2013
Ventas netas, prestaciones de servicios y otros ingresos de explotación	53.483	71.187
+/- Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación	-	-
(+) Trabajos efectuados por la empresa para su inmovilizado	2.467	-
(+) Subvenciones a la explotación	-	-
VALOR DE LA PRODUCCIÓN	55.950	71.187
(-) Aprovisionamientos	2.831	900
(-) Gastos externos y de explotación		
Servicios exteriores	-20.882	-22.160
VALOR AÑADIDO DE LA EMPRESA	37.899	49.927

En el ejercicio 2014, el valor añadido generado de la empresa fue menor que el del ejercicio anterior, lo que se debe a la caída de los ingresos de explotación de la sociedad, que pasan de más de 70 millones de euros hasta 53,483 millones ya que la estructura de costes externos se ha mantenido más o menos constante.

El valor añadido generado de la empresa se reparte entre los agentes que intervienen en ella. En la Tabla 17 se desglosan las aplicaciones del valor añadido.

Tabla 17. Reparto del valor añadido. Fuente: Elaboración propia.

REPARTO DEL VALOR AÑADIDO	2014	%VA	2013	%VA
PERSONAL	30.375	80 %	21.881	43,83 %
ACREEDORES	42.473	112 %	55.456	111,07 %
ESTADO	7.218	19 %	19.866	39,79 %
ACCIONISTAS (DIVIDENDOS)	-	-	-	-
AUTOFINANCIACIÓN	-42.167	-111 %	-47.276	-94,69 %

En el reparto del valor añadido de la empresa tienen mucho peso los acreedores para ambos ejercicios, es decir, los gastos financieros que se pagan cada año por instrumentos de deuda. Esta única partida en solitario supera el volumen de valor añadido total de la empresa para ambos ejercicios y en un porcentaje equivalente. En segundo lugar, los gastos de personal son el siguiente factor de mayor importancia en el que se reparte el valor añadido. En el año 2014 los gastos de personal fueron superiores en casi un 40 % a los del 2013, lo que unido a que el valor añadido del ejercicio corriente es menor que el del anterior hace que el porcentaje del valor añadido destinado al personal se dispare desde un 43,83 % hasta un 80 %. La cantidad de impuestos que paga la sociedad se redujo considerablemente en el ejercicio 2014 debido a las pérdidas acumuladas en los ejercicios fiscales (lo que se refleja en la disminución de los activos por impuesto diferido en el balance), por lo que el porcentaje de valor añadido destinado desciende un 20 %. Dado que durante estos dos ejercicios la sociedad no ha repartido dividendos, el valor añadido repartido a accionistas ha sido inexistente. La suma de todo lo anterior da como resultado, para ambos ejercicios, unas cantidades mayores que el propio valor añadido, por lo que la parte del valor añadido destinado a la autofinanciación en ambos ejercicios es negativa, es decir, la empresa no se ha financiado a través de sus actividades, sino que se ha producido un vaciamiento patrimonial de la misma. El hecho de que los gastos financieros absorban todo el valor añadido generado es una situación a corregir de forma inmediata con el fin de no poner en peligro la viabilidad de la compañía.

2.4.1 Diferencia entre el valor añadido generado por empleado y costes de personal por empleado.

Tabla 18. Diferencia entre el valor añadido por empleado y gastos de personal por empleado.

Fuente: Elaboración propia.

	2014		2013	
	Valor añadido generado	Gasto de personal	Valor añadido generado	Gasto de personal
Importe	37.899	30.375	49.927	21.881
Empleados	410		405	
Ratio	92,44	74,09	123,28	54,03

El valor añadido generado es mayor en ambos años que el gasto de personal, pero la diferencia es bastante más grande en el año 2013 y la cifra de empleados apenas varía. Por la reducción del valor añadido y el aumento de los costes de personal en 2014, las ratios por empleado difieren mucho menos.

En un escenario positivo, el valor añadido que un trabajador aporte a la empresa ha de ser mayor que el coste de personal de ese empleado y de no ser así, nos encontraríamos ante una ineficiencia. En la sociedad analizamos estas dos magnitudes en base a las ratios de la Tabla 18, que indican un claro deterioro, ya que, mientras en 2013 el valor añadido que generaba un empleado era de 123.280 euros por los 54.030 euros a los que ascendían sus costes, en el año 2014 el valor añadido generado por empleado se desplomó, pasando a ser de 92.440 euros, mientras que el gasto de personal aumentó hasta los 74.090 euros por empleado.

Estos conceptos están ligados a los de productividad. Si operamos con los datos, y dividimos el valor generado por empleado y su respectivo coste, nos da una medida de productividad. En el año 2013 la ratio se sitúa en 2,28, mientras que en el presente ejercicio pasa a ser de 1,25. La disminución de la productividad va de la mano de la convergencia entre valor añadido generado por empleado y su respectivo coste. En las cuentas anuales de la sociedad, en la nota de su memoria número 18 aparece desglosado el gasto de personal y el número de profesionales en cada categoría profesional. Desde el año 2013 al 2014, el número de empleados crece en 5 personas,

pero resulta llamativo que en las categorías más bajas se reduce el número de empleados de 346 a 337, mientras que las categorías más altas aumentan su personal desde 59 a 73 personas. El aumento de empleados en la dirección, que normalmente devengan mayores salarios y cargas sociales, podría ser una de las causas que explique el aumento de coste por empleado, que repercute en una menor productividad.

2.5 Análisis de la capacidad de crecimiento de la empresa

Tabla 19. Cálculo del coeficiente de capital y valor añadido destinado a la autofinanciación.
Fuente: Elaboración propia.

	2014	2013
Coeficiente de capital	1,47 %	2,22 %
Valor añadido destinado a la autofinanciación	-1,64 %	-2,10 %

El coeficiente de capital es una ratio resultante del cociente entre el valor añadido generado por la empresa y su activo total. Cuanto más alto sea el valor, mayor será la capacidad de la empresa de autofinanciarse y, por tanto, mayor será también su capacidad interna de crecimiento. En este caso, la ratio se reduce un 34 % por la caída del valor añadido generado y el pequeño aumento del activo total.

Como complemento de la anterior ratio aparece en la tabla el valor añadido destinado a la autofinanciación, una medida que indica la capacidad que tienen los recursos generados por la empresa de aportar financiación. Para ambos años, el resultado es negativo, ya que la empresa destina a su autofinanciación cantidades negativas, pero es en el segundo donde aparece una ratio mayor o más cercana a cero. Por lo tanto, el valor añadido destinado a la autofinanciación es negativo, pero hay una evolución positiva en el ejercicio corriente con respecto al anterior.

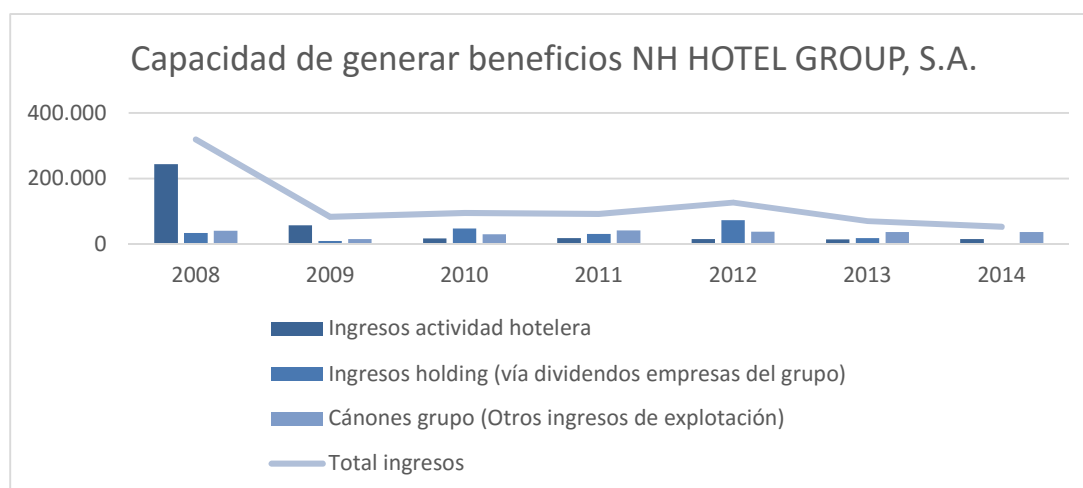
2.6 Capacidad de generación de ingresos

Analizando las formas de generar ingresos de la compañía, observamos tres vías: las ventas propias de la actividad hotelera (alquiler de habitaciones y restauración), los

ingresos por actividad holding, que proceden de dividendos de sus filiales y los ingresos procedentes de cánones que las filiales pagan anualmente a la matriz. El desglose de este tipo de ingresos, en un horizonte temporal de cinco años es el siguiente. La Figura 10 parece mostrar una enorme reducción de los ingresos desde el año 2008. Si nos fijamos en la composición de los ingresos, la cifra de negocios obtenida en las actividades hoteleras se desploma en el año 2009 y vuelve a caer en los sucesivos, hasta llegar a la situación actual, lo que provoca un derrumbe en los ingresos totales. Los ingresos procedentes de actividades *holding* no han fluctuado tanto en todos los años, ya que parece más o menos constante, salvo por un repunte en el año 2012 y por una caída brusca – casi hasta llegar a cero – en el ejercicio corriente. Los ingresos obtenidos por los cánones que las empresas del grupo pagan a la matriz son los que se han comportado de manera más estable, siempre por debajo de los 50 millones de euros.

Por tanto, podemos intuir que la desmesurada estructura de gastos de explotación y financieros de la empresa puede venir desde hace años, cuando los ingresos eran cuantiosamente más elevados – por lo que la empresa no habría sabido reducir el tamaño de sus costes estructurales a la par de los ingresos –.

Figura 10. Capacidad de generar ingresos de NH Hotel Group, S.A. Fuente: Elaboración propia.



3 Análisis financiero

3.1 Ratios de situación financiera

Con el fin de evaluar la situación financiera global de la empresa, procederemos a hacer un análisis basado en ratios de situación financiera, con el objetivo de conocer los resultados de las mismas y de establecer dos comparaciones. La primera comparación se hará con respecto al ejercicio precedente y dará información acerca de cómo ha sido el comportamiento interanual de las variables que componen los ratios. La segunda comparación se hará con las empresas del sector, lo que dará una referencia de cómo es la posición media de las empresas que componen el sector, y si las desviaciones con la empresa analizada son importantes o escasas. En este caso, el grupo de comparación estará formado por las empresas que se detallan en el Anexo I.

Tabla 20. Ratios de situación financiera de NH Hotel Group, S.A. y del sector hotelero. Fuente: Elaboración propia.

RATIOS DE SITUACIÓN FINANCIERA	Ejercicio corriente	Ejercicio anterior	Variación	Sector Ej. corriente (promedio)
NECESIDADES OPERATIVAS DE FONDOS:	-38.445	-28.913	-9.532	-30.943
RECURSOS LÍQUIDOS NETOS:	253.697	320.083	-66.386	-10.622
CAPITAL CORRIENTE:	215.252	291.170	-75.918	-41.565
COEFICIENTE BÁSICO DE FINANCIACIÓN	1,12	1,18	-0,05	0,99
<u>PATRIMONIO NETO + PASIVO FIJO</u>	2.310.909	2.120.188	190.721	461.149
<u>ACTIVO FIJO + NECESIDADES OPERATIVAS DE FONDOS</u>	2.055.213	1.800.107	255.106	466.827
SOLVENCIA DE EXPLOTACIÓN A CORTO PLAZO	0,3	0,37	-0,07	0,48
<u>ACTIVO CORRIENTE DE EXPLOTACIÓN</u>	16.110	16.764	-654	29.063
<u>PASIVO CORRIENTE DE EXPLOTACIÓN</u>	54.555	45.677	8.878	60.006
SOLVENCIA AJENA A LA EXPLOTACIÓN A CORTO PLAZO	2,24	4,71	-2,47	0,79
<u>ACTIVO CORRIENTE AJENO A LA EXPLOTACIÓN</u>	457.969	406.358	51.611	38.867

PASIVO CORRIENTE AJENO A LA EXPLOTACIÓN	204.272	86.275	117.997	49.489
---	---------	--------	---------	--------

GARANTÍA	2,66	3,13	-0,48	1,86
<u>ACTIVO TOTAL</u>	2.569.737	2.252.140	317.597	565.145
PASIVO EXIGIBLE	966.704	718.707	247.997	303.219

ENDEUDAMIENTO	0,6	0,47	0,13	1,16
PASIVO EXIGIBLE	966.704	718.707	247.997	303.219
PATRIMONIO NETO	1.603.032	1.533.433	69.599	261.926

ENDEUDAMIENTO A LARGO PLAZO	0,44	0,38	0,06	0,76
<u>PASIVO EXIGIBLE A LARGO PLAZO</u>	707.877	586.755	121.122	199.222
PATRIMONIO NETO	1.603.032	1.533.433	69.599	261.926

ENDEUDAMIENTO A CORTO PLAZO	0,16	0,09	0,08	0,4
<u>PASIVO CORRIENTE</u>	258.827	131.952	126.875	103.997
PATRIMONIO NETO	1.603.032	1.533.433	69.599	261.926

Un elemento coincidente en las tres necesidades operativas de fondos calculadas es su signo negativo. Sin embargo, en el ejercicio corriente, la cifra de la sociedad es más baja que la del promedio del sector, al contrario que en el ejercicio 2013. Por lo tanto, el periodo medio de maduración financiero es inferior para el ejercicio 2014, en NH Hotel Group, S.A. que en el promedio de las empresas del sector. La siguiente ratio, por el contrario, demuestra comportamientos heterogéneos, ya que mientras los recursos líquidos netos de la sociedad son positivos y muy elevados en comparación con las NOF, los correspondientes a las empresas del sector son negativos, aunque en una cantidad no demasiado elevada (en este caso, -10.622.000 €). En suma, el capital corriente arroja también datos muy dispares, pues mientras que los recursos líquidos netos de la sociedad superan con mucho a las necesidades operativas de fondos y resulta un saldo positivo (más de 200 millones de euros en ambos ejercicios), el capital corriente del promedio del sector es negativo, ya que tanto los recursos líquidos netos como las necesidades operativas de fondos lo son.

Descendiendo en la tabla, nos encontramos con el coeficiente básico de financiación, que es una medida de la situación financiera de una empresa a corto plazo. A pesar de que no es una variable dentro de la ratio, el coeficiente básico de financiación, por su composición, se encuentra estrechamente ligado a los recursos líquidos netos, de forma que, si estos son negativos la ratio tomará valores menores que

uno y si son positivos, mayores. En este caso, como los recursos líquidos netos de NH Hotel Group, S.A. son muy elevados, la ratio supera claramente el valor unitario para ambos años, aunque en el ejercicio 2014 se ve reducida por el aumento del activo fijo, que está en el denominador. Este efecto se recoge también en la caída de los recursos líquidos netos totales. Por el contrario, como en las empresas del sector los recursos líquidos netos son negativos, la ratio tomará valores menores a la unidad, aunque muy cercanos, como consecuencia de que la cantidad negativa no supone una cifra muy importante. Analizando lo anterior llegamos a la conclusión de que las empresas del sector, por la circunstancia de tener un coeficiente básico de financiación menor a uno, podrían tener un problema de solvencia a corto plazo ya que los pasivos a los que tendrán que hacer frente a corto plazo son mayores que los recursos de los que dispone, y, por lo tanto, su valor es preocupante. En relación a la sociedad, podemos afirmar que su situación de financiación a corto plazo es mejor que en la media del sector, sobre todo por su elevada tesorería, a pesar de haber empeorado en 2014. Un coeficiente básico de financiación menor que uno se traduce en un excesivo endeudamiento a corto plazo, o en un déficit de financiación a largo plazo.

A continuación, aparecen expuestas dos ratios de solvencia a corto plazo (en el primer caso refiriéndose a partidas de explotación, mientras que, en el segundo, al contrario). En las partidas de explotación, ya explicado en el apartado de las NOF, el activo corriente es inferior al pasivo corriente en ambos ejercicios, como demuestra la tabla, tanto para la sociedad como para la media del sector. Los valores de la sociedad son inferiores al del resto de empresas del sector, como consecuencia de un periodo medio de maduración menor. Las cifras son muy pequeñas, puesto que los activos de explotación a corto plazo solo representan de un 30 % a un 50 % de los pasivos corrientes de explotación en todos los casos. La segunda ratio, la de solvencia a corto plazo ajena a la explotación, tiene unos valores más altos, sobre todo en la sociedad, donde son mayores a dos en ambos ejercicios como consecuencia de unos recursos líquidos netos positivos y elevados, y, por tanto, un activo corriente de este tipo mucho mayor que su homólogo pasivo. Sin embargo, se ha producido una reducción fuerte, ya que en el ejercicio 2013, la ratio toma un valor muy alto en la sociedad, mayor que cuatro, mientras que, en el ejercicio corriente, el valor baja a poco más de dos por el aumento del pasivo corriente ajeno a la explotación. Trasladando la ratio a las empresas

del sector, esta es mucho menor, situándose en 0,79, como consecuencia de un coeficiente básico de financiación menor a uno y unos recursos líquidos netos negativos. Por tanto, la situación de tesorería y la solvencia a corto plazo es bastante mejor en la sociedad analizada que en el promedio del sector.

La siguiente ratio, de garantía, según Westwick (1998) mide la seguridad de la inversión de los prestamistas o acreedores de la empresa. En la publicación, el autor indica que normalmente, estos suelen exigir que la ratio obtenga un valor de al menos tres unidades, aunque este número varía según empresas y expertos. Los valores para ambos años demuestran que en la sociedad posee un valor del activo muy por encima – 3,13 veces – de su pasivo exigible en el ejercicio 2013 (suma de su pasivo a corto y a largo plazo), aunque en el ejercicio 2014 se reduce como consecuencia de un aumento del endeudamiento. A pesar de esto, la ratio sigue siendo elevada, y se coloca en un 2,66. En las empresas del sector, esta vez la situación es similar, aunque la proporción entre una masa y otra no difiere tanto y la ratio solo alcanza un 1,86. Por lo tanto, desde la óptica de la seguridad de la inversión, esta también es mayor, en ambos años, en NH Hotel Group, S.A. que en la media de empresas del sector.

Las tres últimas ratios hacen referencia al endeudamiento de la compañía y del sector. La primera mide el endeudamiento total, que es sobradamente menor en NH Hotel Group, S.A., pese a que aumenta en el ejercicio corriente, sobre todo a corto plazo – se dobla –. En todos los casos, la ratio de endeudamiento de la compañía menos de la mitad que el endeudamiento medio del sector. Como consecuencia de esto, podemos deducir que la fortaleza del patrimonio y los fondos propios es mayor en NH Hotel Group, S.A. que en el grupo de comparación.

3.2 Análisis de los flujos de efectivo

Figura 11. Desdiseño de los flujos de efectivo durante el ejercicio 2014. Fuente: Elaboración propia.

Resultado del ejercicio antes de impuestos	Recursos	:	Empleos
		⋮	

-120.963	Resultado bruto de explotación				Cobros (pagos) por inversiones en inmovilizado intangible, material e inversiones inmobiliarias
Ajustes del resultado	-22.663				-34.205
98.300	(Cambios en el capital corriente)				Cobros (pagos) por inversiones en empresas del grupo y asociadas
	4.479	Flujos de efectivo de explotación	Flujos de efectivo de inversión		5.200
	Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación	-47.728	-31.547		
	-29.544				Cobros (pagos) por inversiones en otros activos
					-2.542
Cobros (pagos) por instrumentos de patrimonio					
-1.011				Efecto de las variaciones de los tipos de cambio	
	Flujos de financiación no exigible		530		
	-1.011				
(Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio)		Flujos de efectivo de financiación	AUMENTO/DISMINUCIÓN NETA DEL EFECTIVO Y EQUIVALENTES		
0		114.099	35.354		
	Cobros (pagos) por instrumentos de pasivo financiero				
	115.110				

En lo que respecta al cuadro de financiación de la Figura 11, observamos en el lado izquierdo los recursos de los que dispone la empresa, mientras que en el lado derecho aparecen los empleos que estos tienen. Dentro de los recursos, se distingue entre flujos de efectivo por actividades de explotación y por actividades de financiación. En el primer apartado obtenemos una cifra que representa el flujo monetario que la empresa ha conseguido como consecuencia del desarrollo de sus actividades ordinarias, considerando como tales también el pago y cobro de intereses. En el caso de NH Hotel Group, S.A., vemos cómo se han perdido recursos por valor de 47.228.000 euros a través de sus actividades de explotación. A los flujos de efectivo por actividades de explotación se llega gracias a un proceso de transformación del resultado: al resultado después de impuestos se le aplican una serie de ajustes, que ascienden a una cifra de 98.300.000 – básicamente proceden de la eliminación de gastos financieros, amortizaciones, deterioros y resultados negativos por bajas y enajenaciones de inmovilizado e instrumentos financieros – para hallar el resultado bruto de explotación además de adicionarle los cambios en el capital corriente, es decir, las variaciones de existencias, deudores y acreedores y “Otros flujos de efectivo” que es donde se tienen en cuenta los pagos y cobros por intereses, que en el caso de la sociedad ascienden a 30.329.000 euros y 1.524.000 euros respectivamente.

Por su parte, los flujos de efectivo de las actividades de financiación arrojan un saldo positivo que tiene que ver, en su mayoría, en la obtención de financiación a cargo de la formalización de una deuda con una empresa del grupo, por valor de 116.605.000 €. Los flujos que minoran este epígrafe son las adquisiciones de acciones propias, por valor neto (incluyendo gastos de formalización) de 1.011.000 euros.

Con respecto a la parte de los empleos, en el epígrafe correspondiente a inversiones, la empresa obtiene un flujo negativo, concretamente de 31.547.000 euros. Haciendo un desglose observamos que la empresa ha pagado por inversiones un total de 223.400.000 euros, de los que alrededor de 190 millones de euros se corresponden con inversiones en empresas del grupo, 17 a inmovilizado intangible y 16 a inmovilizado material. Por su parte, la empresa ha cobrado por desinversiones un total de 194 millones de euros por venta de participaciones en empresas del grupo. En la tabla,

observamos una clasificación diferente: el saldo total de inversión-desinversión en inmovilizado – tanto material como inmaterial – asciende a un flujo negativo de 34.205.000 euros, los flujos por inversión-desinversión en empresas del grupo son positivos y ascienden a 5.200.000 euros mientras que hay otros flujos negativos que se corresponden a otros activos por valor de 2.542.000 euros.

En resumen, observamos cómo el flujo procedente de las actividades de financiación supera en una cuantía grande a los otros dos flujos (negativos). Por tanto, la empresa ha aumentado su efectivo durante el ejercicio, pasando de tener 88.975.000 € al principio del ejercicio hasta los 124.329.000 € del final. La conclusión de estas cifras es que la empresa no es capaz de generar flujos de efectivo positivos en las actividades de explotación en ninguno de los dos ejercicios, por lo que tiene que recurrir a financiación externa si quiere obtener unos flujos positivos que le permitan llevar a cabo la estrategia de modernización en la que están inmersa. Así, este año, la fuente de financiación principal ha sido el instrumento de deuda con la empresa del grupo, mientras que en el ejercicio 2013 los flujos de efectivo procedieron de los instrumentos de deuda lanzados al mercado. Con respecto a las actividades de inversión, que arrojan saldos divergentes para ambos ejercicios, la empresa ha obtenido un flujo positivo en 2013 en el marco de una clara desinversión en empresas del grupo, mientras que en el ejercicio 2014 el saldo ha sido negativo por las inversiones acometidas en el inmovilizado.

3.3 Análisis de la rotación del capital corriente de explotación

Tabla 21. Análisis y variación de la rotación de las NOF. Fuente: Elaboración propia.

	Ejercicio corriente	Ejercicio anterior	Diferencia	Diferencia (%)
Importe neto de la cifra de negocios:	53.483,00	71.187,00	-17.704,00	-0,25
Resultado bruto de explotación/Importe neto de la cifra de negocios	-0,42	-0,46	0,04	-0,09
Rotación del capital corriente de explotación*	-1,39	-2,46	1,07	-0,43
(Importe neto de la cifra de negocios/Capital corriente de explotación)				

Capital corriente de explotación	-38.445	-28.913		32,97
----------------------------------	---------	---------	--	-------

El capital corriente de explotación baja como consecuencia de que la rotación del capital corriente de explotación se reduce, y el margen, aunque negativo, aumenta. Como consecuencia de esto, la empresa reduce su periodo medio de maduración financiero (unas menores NOF y un menor período medio de maduración) y tiene un efecto positivo en la consecución de flujos de efectivo en las actividades de explotación, como se puede ver en la Tabla 11, aunque todavía estos flujos sean negativos.

3.4 Análisis del apalancamiento financiero

Tabla 22. Análisis financiero de la compañía. Fuente: Elaboración propia.

	Ejercicio corriente	Ejercicio anterior	Variación
Beneficio después de impuestos (BDT):	-127.044	-71.647	77,32 %
Gastos financieros (GF):	42.473	55.456	-23,41 %
Tipo de gravamen I.S. (t):	0,3	0,3	
Fondos propios (FP):	1.603.032	1533433	4,54 %
Interés medio de deudas (i):	4,50 %	7,50 %	-40,00 %
Beneficio antes de intereses (BAI): (BDT + GF(1-t))	-97.312,90	-32.827,80	196,43%
Pasivo exigible medio (PE): (GF/i)	943.844,44	739.413,33	27,65 %
Tasa de endeudamiento: (PE/FP)	0,59	0,48	22,11 %
Rentabilidad de los capitales propios (Rf): (BDT/FP)	-7,93 %	-4,67 %	69,62 %
Rentabilidad del capital empleado (Rc): (BAI/(FP+PE))	-3,82 %	-1,44 %	164,54 %
Efecto apalancamiento financiero: (Rf-Rc) = (Rc-ix(1-t)) x(PE/FP)	-4,10 %	-3,23 %	27,15 %

El beneficio después de impuestos disminuye interanualmente un 77 % pasando desde los 71 millones de euros hasta los 127 millones, ambos en términos negativos. Los gastos financieros, por el contrario, se reducen desde más de 55 millones de euros hasta algo más de 42. Los fondos propios de la compañía, como consecuencia del aumento de capital que ha repercutido en un aumento de las cuentas “capital social” y “Prima de emisión”, se han incrementado en un 4,5 %. Más abajo aparece un indicador relacionado con la financiación ajena, el interés medio de las deudas; el dato ahí calculado se ha realizado tomando como referencia las dos emisiones de bonos de la compañía, de unos tipos de interés de 6,875 % TAE y 4 % TAE respectivamente. Como estas emisiones representan alrededor del 50 % de los pasivos de la compañía el interés fijado para el ejercicio 2014, se ha fijado en 4,50 %, debido a lo anteriormente comentado. En el ejercicio 2013, sin embargo, el tipo de interés fue mayor, a pesar de que en octubre y noviembre se produjo la emisión de los bonos a un tipo de interés fijo. La sociedad, argumentó que la emisión había sido realizada para proteger a la compañía de los tipos de interés, como consecuencia de unos tipos demasiado elevados. Así, para este ejercicio, se considera un tipo de interés medio de un 7,50 %.

Como consecuencia del vínculo entre los gastos financieros de la compañía y el tipo de interés medio de deudas, se establece una relación en la tabla: “pasivo exigible medio”. Esta conexión establece una cifra en base a la formalización de una renta perpetua compuesta por los gastos financieros de la empresa en ese año actualizados a una tasa “i”, que se espera que sea la que tenga que afrontar la empresa durante el período. En el caso concreto de la compañía, el pasivo exigible medio resultante oscila entre los 740 y los 940 millones de euros, una cantidad similar a las deudas que figuran en el balance. El pasivo exigible medio es mayor en el ejercicio actual, en concreto, un 27 %. Como consecuencia del aumento del pasivo exigible medio, la tasa de endeudamiento, que aparece más abajo, aumenta desde el valor 0,48 hasta el valor 0,59, un 22,11 %.

La rentabilidad de los capitales empleados mide el beneficio antes de intereses e impuestos frente a la parte financiera de la empresa (FP + PE). Como el BAI arroja una cifra negativa ambos años esta también será negativa, y menor para el ejercicio corriente como consecuencia de un beneficio antes de intereses e impuestos menor.

Por su parte, la rentabilidad financiera o de los capitales propios, que es la rentabilidad correspondiente a los accionistas, es mucho menor durante el ejercicio 2014. Esto ha sido debido a la fuerte caída de la rentabilidad del capital empleado, que también explica la disminución en el efecto apalancamiento financiero, junto a la menor tasa de endeudamiento con coste financiero explícito y a la disminución del tipo de interés medio de las deudas.

3.5 Ratios de mercado

Como bien se detalla en la Norma Internacional de Contabilidad, NIC o IAS, nº 33 las ganancias por acción “se calcularán dividiendo el resultado del ejercicio atribuible a los tenedores de instrumentos ordinarios de patrimonio neto de la dominante (numerador) entre el promedio ponderado de acciones en circulación (denominador) durante el ejercicio”. Siguiendo esta metodología dividimos el beneficio después de impuestos de cada ejercicio entre el número de acciones de cada año. Como en el ejercicio 2014 hubo un aumento de capital, habrá que realizar un promedio ponderado de las acciones durante el año. El resultado del beneficio por acción para ambos años es de -0,00038 € y -0,00023 € por acción, para 2014 y 2013 respectivamente.

La empresa no ha repartido dividendos durante los dos últimos ejercicios, por lo que no procede el cálculo de ratios como el llamado “pay-out” o la rentabilidad por dividendo, ya que es cero. Además, la empresa, como consecuencia de haber incurrido en pérdidas durante estos dos años, ha obtenido una ratio de beneficio por acción negativa. La ratio PER utiliza el beneficio por acción en su denominador; en este caso, al no existir un beneficio, este sería 0, por lo que la lógica financiera con la que se calcula la ratio PER nos indica que resulta una cifra infinita. Este es un problema recurrente de las empresas con pérdidas a las que se le calcula dicha ratio.

La ratio book to market - también conocida como PVC - expresa la relación entre el patrimonio neto contable y la capitalización bursátil en una fecha dada. En el caso de la sociedad, se ha calculado la capitalización bursátil a fechas del 31/12/2013 y a 31/12/2014, multiplicando el número de acciones de la sociedad por su cotización a

cierre de ese día. Dividiendo el patrimonio neto contable de cada año entre su correspondiente capitalización bursátil resultan dos ratios.

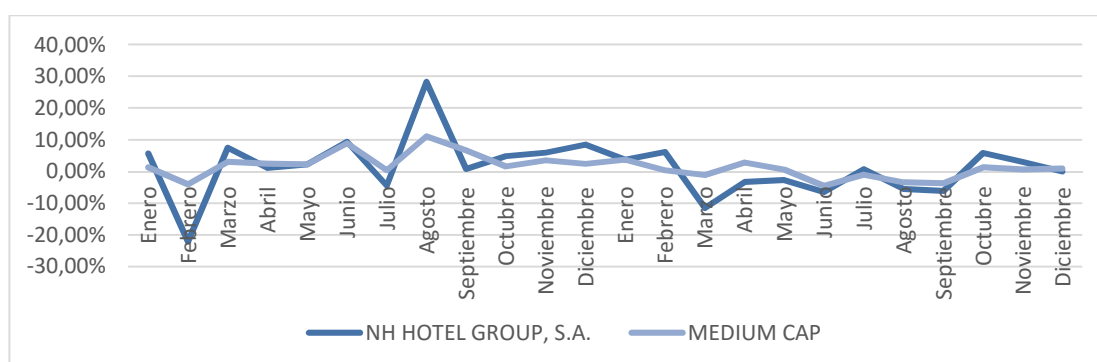
Tabla 23. Ratio book to market para los años 2013 y 2014. Fuente: Elaboración propia.

	2014	2013
Ratio book to market	1,068	1,25

Una cifra superior a la unidad significa que el patrimonio neto contable es superior para ambos años a la capitalización bursátil y, por tanto, significaría que la acción estaría infravalorada en el mercado con respecto al valor contable en los libros de la sociedad, que es una circunstancia que denota la expectativa de pérdidas contables futuras. La variación interanual es negativa, ya que, si en 2013 la cifra significaba que la acción estaba infravalorada en el mercado, en el ejercicio presente lo está en menor proporción.

En la siguiente tabla tenemos la comparativa, en un gráfico lineal de las cotizaciones bursátiles comparadas de NH HOTEL GROUP, S.A. y del mercado de la Bolsa de Madrid Medium Cap, en el que cotiza la sociedad, desde enero de 2013 hasta diciembre de 2014.

Figura 12. Evolución de la cotización de NH Hotel Group en comparación con su índice de referencia. Fuente: Elaboración propia.



En el gráfico se puede observar que los patrones de ambos rendimientos se parecen bastante a lo largo de todo el período temporal, coincidiendo prácticamente todos los movimientos de ambos índices. Si bien es cierto que los movimientos de la cotización de la sociedad son más drásticos que el movimiento de la cotización del mercado, como es lógico, pues cuantos más valores menor es la desviación.

A continuación, se ha calculado la beta de la sociedad, que es una medida de volatilidad que relaciona la dependencia del título con respecto al mercado. Los valores son:

Tabla 24. Cálculo de la beta de la sociedad para los últimos dos ejercicios. Fuente: Elaboración propia.

	2014	2013
β – Beta	1,2870	2,4110

Los valores de la beta toman valores superiores a la unidad, siendo mayor que dos en el ejercicio 2013. Una beta mayor que uno nos indica que “el rendimiento del activo varía más que proporcionalmente al rendimiento del mercado, por lo que se trata de activos agresivos” Pindado et al. (2012). Las líneas presentes en el gráfico parecen refrendar esta afirmación, ya que es en el ejercicio 2013 donde presentan unas mayores variaciones, que coinciden con una beta mayor, mientras que en el ejercicio 2014 las relaciones son más homogéneas.

3.6 Prima de riesgo y rating de los bonos

La entidad ha lanzado en el ejercicio 2013 sus primeras emisiones de bonos. Como ya hemos comentado anteriormente, son de dos tipos: unos bonos convertibles y unas obligaciones “senior” garantizadas. Los instrumentos han obtenido calificación por parte de dos agencias: Standard & Poors³ y Fitch. El primer tipo de instrumentos, los bonos convertibles obtienen una calificación de B-⁴ en las dos agencias de calificación. El segundo tipo, los bonos *high yield senior* obtienen una calificación de B+⁵, también en ambas agencias. De ambas calificaciones sacamos idénticas conclusiones, ya que en la información de riesgos que dan las agencias, destacan que son valores con un alto componente especulativo, muy vulnerables a complicaciones de la compañía, a condiciones económico-financieras externas pero que han cumplido sus objetivos.

³ Escala de rating utilizada por la sociedad Standard & Poors

http://www.standardandpoors.com/es_LA/delegate/getPDF?articleId=1592690&type=COMMENT&subType=RATING%20DEFINITION

⁴ Detalle de la emisión de obligaciones convertibles. <http://corporate.nh-hotels.com/upload/files/Nota%20de%20Valores%20Convertible.PDF>

⁵ Detalle del rating obtenido en las obligaciones “senior” en la página web de la sociedad. <http://corporate.nh-hotels.com/es/accionistas-e-inversores/informacion-general/rating>

Conclusiones

La rentabilidad financiera o de los capitales propios disminuye en el ejercicio 2014 por dos motivos: la caída de la rentabilidad del capital empleado y la caída del apalancamiento financiero de la compañía, hecho que, a su vez, es debido también a la caída de la rentabilidad del capital empleado y al aumento de la tasa de endeudamiento, dado que la disminución en el interés medio de las deudas, al ser el apalancamiento negativo, explicaría una mejora en este. El apalancamiento financiero es negativo porque el interés medio de las deudas de la compañía es mayor que la rentabilidad de los capitales empleados, que en la ecuación siguiente equivale a que i es mayor a Rc .

$$\text{Apalancamiento financiero} = (Rc - i \times (1 - t)) \times \frac{PE}{FP} \quad [5]$$

La rentabilidad del capital empleado, calculada en la Tabla 22, disminuyó por la caída del beneficio antes de intereses e impuestos, que se redujo casi un 200 %, desde 32 hasta 97 millones de euros, en términos negativos, a pesar del aumento del denominador (el sumatorio "FP + PE"), que se pasa desde los más de 739 millones de euros a alrededor de 944 millones de euros, lo que hace que el cociente aumente su valor absoluto, en este caso, en forma negativa.

Por su parte, la rentabilidad económica disminuyó en el presente ejercicio, pasando de una cifra positiva en el ejercicio 2013 (0,08 %) hasta el -3,05 % actual. La rentabilidad económica se redujo por la caída del resultado del ejercicio antes de intereses e impuestos. Esta reducción está motivada fundamentalmente por el aumento de los gastos de explotación, concretamente los de personal, unido a las pérdidas por deterioros y enajenaciones de instrumentos financieros del ejercicio. A pesar de que el activo total aumenta, lo que amortigua la caída, esta es bastante fuerte. La rentabilidad

económica y la rentabilidad del capital empleado son parecidas en en el ejercicio 2014 para situarse en tasas en todo caso inferiores al -3 %.

Profundizando en un análisis de la rentabilidad, podemos desglosar la rentabilidad económica en dos rentabilidades, que expresarán la rentabilidad de los activos funcionales por un lado (rentabilidad de explotación) y la rentabilidad de los llamados activos extrafuncionales (rentabilidad de las inversiones financieras).

En el ejercicio 2013, la rentabilidad de las inversiones financieras ha sido positiva (5,92 %). Mientras tanto, en el ejercicio 2014, el resultado financiero es tan bajo que la eliminación de los gastos financieros no sirve para obtener una rentabilidad de las inversiones financieras positiva, que se sitúa en un -8,64 %. La diferencia fundamental entre los dos ejercicios han sido los deterioros y resultados por enajenaciones de instrumentos financieros que aparecen detallados en la cuenta de pérdidas y ganancias. En el año 2013, estos ascendían a casi 15 millones de euros, una cifra positiva, mientras que, en el ejercicio corriente, el resultado se aproximaba a los 47 millones de euros negativos.

La rentabilidad económica de explotación sufre un empeoramiento en el ejercicio 2014, ya que pasa de un -1,60 % hasta un -1,98 %. En esta bajada hay dos factores que influyen, cada uno en una dirección: el margen baja, hasta un -67,16 %, lo que hace disminuir la rentabilidad, mientras que la rotación también baja, hasta un 2,94 %, lo que amortigua la bajada del margen y evita que la bajada total de la rentabilidad económica de explotación sea todavía mayor.

La reducción del margen se debe a la caída de los ingresos de explotación y a la estructura de costes demasiado rígida, que no logra acompasar la bajada de la cifra de negocios. Estos dos hechos hacen que el resultado de explotación sea menor que el ejercicio anterior, que junto con una cifra de negocios menor a la del ejercicio anterior, desemboca en una reducción drástica de la rentabilidad económica de explotación.

La rotación de activos funcionales disminuye, principalmente, por la caída de la cifra de negocios en el ejercicio 2014. En segundo lugar, la otra razón para esta disminución

se encuentra en el aumento de un 13 % de los activos funcionales, que crecen gracias al aumento de activos funcionales fijos, pero esta disminución amortigua la caída de la rentabilidad económica de la explotación, ya que el margen es negativo, y, por lo tanto, cuanto menor sean las ventas, y por tanto la rotación de activos fijos, mayor será la rentabilidad económica de explotación.

Durante este ejercicio la empresa perdió parte de su capacidad de crecimiento, ya que la ratio del coeficiente de capital desciende desde el 2,22 hasta una del 1,47. La empresa no es capaz de generar valor añadido a partir de sus inversiones en activos. Además de esto, la cifra de valor añadido de la empresa es preocupante, puesto que en ambos ejercicios la cifra de gastos financieros fue superior a esta. Los gastos de personal son inferiores en los dos ejercicios al valor añadido generado. La suma de gastos de personal, gastos financieros (acreedores) y gastos para el Estado, en forma de impuestos, supera, con mucho, el valor añadido generado para ambos ejercicios, generando un agujero en la autofinanciación de la empresa de 42 y 47 millones de euros en 2014 y 2013, respectivamente. Esta es una situación que debe corregirse, ya que es insostenible que los gastos financieros por si solos sean mayores que el valor añadido de una compañía. Esta debe redimensionar sus gastos y su estructura o dinamizar sus ingresos para conseguir financiar la totalidad de sus gastos en un plazo corto-medio.

Observando los datos disponibles y los análisis efectuados podemos concluir que la empresa es solvente en un corto plazo, ya que, aunque la solvencia a corto plazo de la explotación presenta una tasa algo exigua (0,30 en el ejercicio 2014) y es peor que la del sector (0,37), esto guarda relación con el comportamiento del sector de la empresa, y con la existencia de unas NOF negativas, lo que entra dentro de la normalidad. Es en la solvencia a corto plazo ajena a la explotación donde la compañía presenta unos buenos indicadores, a pesar de que ha sufrido un serio revés en el ejercicio presente (desde 4,71 hasta 2,24). A pesar de esto, presenta una ratio de solvencia aceptable dentro de los estándares normalmente aceptados, y, sobre todo, comparada con la media del sector, que se sitúa en un 1,10. Otro punto para fundamentar el estudio de la solvencia a corto plazo es el análisis del coeficiente básico de financiación, que es superior a 1,10 ambos años (1,12 y 1,18 en 2014 y 2013, respectivamente) aunque en el ejercicio presente también se ha visto reducido, mejorando la del sector.

Analizando estos datos, hay que poner el foco en el empeoramiento de los ratios de solvencia a corto plazo más allá de que estas sean mejores que las del sector, ya que, si no se corrige la situación, en un horizonte temporal no muy elevado, los ratios podrían converger e incluso ser peores que los ratios medios del sector hotelero.

Con respecto a la solvencia a largo plazo, podemos analizar varios ratios para valorar la situación en la que se encuentra la empresa. El ratio de garantía, aunque se reduce este ejercicio, es mucho mayor que en el sector (2,66 frente a 1,68 en 2014), lo que indica que los pasivos de la empresa están bien respaldados por sus activos y a su vez, que el patrimonio neto de la empresa está en una buena posición. Por último, del total del endeudamiento de la compañía, un ratio de un 0,6 en 2014, 0,44 puntos se corresponden con deuda a largo plazo, por lo que no existen vencimientos de deuda a corto plazo que puedan comprometer seriamente la viabilidad de la empresa. La mayor parte de la deuda a largo plazo está formalizada en instrumentos de renta fija. En resumen, por lo anterior, y a pesar de que el endeudamiento a largo plazo ha crecido, podemos concluir que la empresa no está en una mala situación de solvencia a largo plazo, y los análisis indican que la situación a largo plazo es buena. Sin embargo, sería conveniente observar en años posteriores si la tendencia continúa siendo el empeoramiento de los datos.

Los resultados de la empresa, tanto los de explotación como los resultados globales son negativos, igual que los flujos de efectivo de las actividades de explotación. Por lo tanto, la empresa no es capaz de generar resultados positivos que se traduzcan en flujos también positivos en ninguno de los dos ejercicios. La empresa compensa sus flujos de explotación negativos fundamentalmente con flujos de financiación y flujos de inversión positivos – como sucedió en el ejercicio 2013 –. Los flujos de efectivo de financiación se convirtieron durante los dos ejercicios en el eje fundamental para la tesorería de la empresa, permitiendo realizar inversiones en el ejercicio 2014 e incluso, incrementar la tesorería, a pesar de los flujos de explotación negativos. Precisamente, que los flujos de efectivo de explotación sean negativos durante el año 2014, es una de las causas de que la solvencia a corto plazo se haya deteriorado en esta anualidad.

Finalmente, tomando como referencia todos los datos expuestos en el trabajo, podemos observar una tendencia negativa en los resultados, flujos de efectivo y situación patrimonial de la empresa. Aun así, hay argumentos positivos y negativos en la situación y la evolución de la empresa.

En primer lugar, el plan de contingencia consistente en una renovación de las marcas y modernización de los hoteles, así como un desarrollo de aplicaciones informáticas y sistemas de gestión durante los ejercicios 2014 y 2013, puede hacer pensar que la empresa sea capaz de mejorar en los años futuros en relación a la gestión de sus costes, valorización de su producto y, por consiguiente, en el crecimiento de sus ingresos. En segundo lugar, la situación de crisis en el panorama internacional durante estos últimos años ha podido influir en los resultados de la empresa. Como se ha podido demostrar, la cifra de negocios de la empresa tiene una gran relación con el PIB de la Eurozona, y, por tanto, una mejor coyuntura económica no solventará los problemas *per se*, pero podría ayudar. La reclasificación de la deuda corporativa de la compañía, mediante la emisión de bonos y obligaciones con vencimiento previsto para un horizonte de 3 a 4 años, se traduce en una rebaja de gastos financieros inmediata, ofrece un balón de oxígeno durante estos años en forma de mejora de tesorería, da un margen de maniobra de la empresa para, tratar de reducir pérdidas y trasladar los resultados económicos futuros en flujos de explotación positivos para afrontar el pago futuro de esta deuda. Por último, a parte de esto, aunque la situación de hoy en día no es la mejor, la empresa todavía cuenta con un patrimonio neto que representa más de un 60 % de su estructura financiera, un porcentaje importante. Aun así, convendría vigilar la proporción de deuda, para no reducir esta fortaleza, y tampoco incurrir en una serie de ejercicios con resultados negativos, lo que descapitalizaría el patrimonio de la compañía.

Sin embargo, y a pesar de que la situación, desde el punto de vista de solvencia, todavía es buena, y la situación de tesorería, también, la empresa ha perdido capacidad de tesorería en el corto plazo, ya que sus recursos líquidos netos menguan de una manera bastante clara en el ejercicio 2014, lo que guarda relación con la bajada de los ratios de solvencia, aunque continúen siendo positivos. La empresa obtiene unos resultados negativos, que resultan bastante exagerados en comparación con la cifra de negocio. Una muestra de esto es que los gastos financieros son mayores que la cifra de

ventas de la sociedad. Esta, por tanto, no es capaz de crear valor añadido, ni de conseguir resultados económicos positivos que se traduzcan en la obtención de flujos de explotación positivos. Además, la empresa tiene que recurrir a la obtención fondos por la vía de la deuda, lo que podría comprometer el futuro de la compañía. Además, todas las rentabilidades calculadas para el ejercicio 2014, empeoran. El valor añadido generado baja, como consecuencia de la bajada de ingresos, y también baja el valor añadido generado por empleado, lo que unido al aumento de gastos unitarios de personal, hace empeorar la productividad de la compañía

Bibliografía

- Amat, O. (2002). *Análisis de Estados Financieros*. Barcelona: Ediciones Gestión 2000, S.A.
- Archel Domench, P., Lizarraga Dallo, F., Sánchez Alegría, S., & Cano Rodríguez, M. (2010). El análisis de estados contables. En P. Archel Domench, F. Lizarraga Dallo, S. Sánchez Alegría, & M. Cano Rodríguez, *Estados contables. Elaboración, análisis e interpretación* (pp. 299-315). Madrid: Pirámide.
- Berné Manero, C., García González, M., García Uceda, E., & Múgica Grijalba, J. (2011). La influencia de las TIC en la estructura del sistema de distribución turístico. *Cuadernos de turismo*, 9-22.
- Contractor, F., & Kundu, S. (1998). Modal Choice in a World of Alliances: Analyzing Organizational Forms in the International Hotel Sector. *Journal of International Business Studies*, 325-357.
- del Alcázar Martínez, B. (2003). Situación actual y perspectivas del marketing en la industria hotelera española. *Estudios y Perspectivas en Turismo*, 93-115.
- González Pascual, J. (2008). *Análisis de la empresa a través de su información económico-financiera*. Madrid: Ediciones Pirámide.
- Lado-Sestayo, R., Vivel-Búa, M., Otero-González, L., & Neira-Gómez, I. (2015). Barriers to hotel entrepreneurship: a sector analysis. *Tourism & Management Studies*, 86-92.
- NH Hotel Group, S. (2016). *NH HOTEL GROUP*. Obtido de <http://corporate.nh-hotels.com/>
- NH HOTEL GROUP, S.A. (2013). *Documento de registro de obligaciones de NH HOTEL GROUP, S.A.* Madrid.
- Ojeda García, C. D., & Mármol Sinclair, P. (2012). *Marketing turístico*. Madrid: Ediciones Paraninfo, S.A.
- Pindado García, J., Abinzano Guillén, I., Ayala Calvo, J., Garcia Olalla, M., González Rodríguez, F., Iglesias Antelo, S., . . . Fanjul Suárez, J. L. (2012). *Finanzas Empresariales*. Madrid: Ediciones Paraninfo, S.A.

- Piñeiro Sánchez, C., & de Llano Monelos, P. (2011). *Finanzas empresariales*. Santiago de Compostela: Andavira Editora, S.L.
- Porter, M. E. (1980). *Estrategia competitiva: Técnicas para el análisis de la empresa y sus competidores*. New York: Free Press.
- Porter, M. E. (1991). *La ventaja competitiva de las naciones*. Barcelona: Plaza & Janes Editores.
- Rodrigo García, G. (2014). *Análisis de dos cadenas hoteleras. Un estudio comparativo de NH Hoteles y Melia Hotels International*. Soria.
- Rojo Ramírez, A. A. (2011). *Análisis Económico-Financiero de la Empresa*. Madrid: Ibergaceta Publicaciones, S.L.
- Westwick, C. (1998). *Manual para la aplicación de Ratios de Gestión*. Bilbao: Ediciones Deusto, S.A.

Anexo I: Grupo de comparación de empresas del mismo sector, extraído de la aplicación SABI

	Nombre	Código NIF	Localidad	País	Ultimo año disponible	Ingresos de explotación mil EUR Últ. año disp.
1.	MELIA HOTELS INTERNATIONAL SA.	A78304516	PALMA	ESPANA	31/12/2014	523.713
2.	RIUSA II SA	A07632474	PALMA	ESPANA	31/12/2014	347.356
3.	PARADORES DE TURISMO DE ESPAÑA SA	A79855201	MADRID	ESPANA	31/12/2014	211.603
4.	HOTUSA HOTELS SA	A60156502	BARCELONA	ESPANA	31/12/2014	173.961
5.	HOSTELERIA UNIDA SA	A08791790	BARCELONA	ESPANA	31/12/2011	132.405
6.	FIESTA HOTELS & RESORTS SL	B45010808	EIVISSA	ESPANA	31/12/2014	119.767
7.	ACCOR HOTELES ESPAÑA SA	A08371346	MADRID	ESPANA	31/12/2014	119.672
8.	GRUPO HOTELES PLAYA SOCIEDAD ANONIMA	A04108973	ROQUETAS DE MAR	ESPANA	31/12/2014	109.220
9.	NORDOTEL SA	A07411499	SAN BARTOLOME DE TIRAJANA	ESPANA	30/09/2014	89.499
10.	HOTEL DE LA VILLA OLIMPICA SA	A58816554	BARCELONA	ESPANA	31/12/2014	86.272

Anexo II: Glosario de términos

Activo corriente ajeno a la explotación. Aquellos activos corrientes no relacionados con el ciclo de explotación, que se pueden resumir en los que no están comprendidos en los activos corrientes de explotación.

Activo corriente de explotación. Aquellos activos corrientes que forman parte del ciclo de explotación de la empresa, como deudores o materias primas, excluyendo partidas, como, por ejemplo, el efectivo.

Activo fijo: Tipo de activo del cual se espera que permanezca dentro de las inversiones de la empresa en el largo plazo y que no se convierta fácilmente en efectivo.

Activo funcional. Aquel compuesto por todo activo, bien a largo o corto plazo, que está relacionado con el proceso productivo mediante su intervención o por ayudar a su desarrollo y ejecución. Normalmente, los activos funcionales se componen de inmovilizado material e intangible, inversiones en empresas del grupo (siempre que sean en el patrimonio), deudores comerciales y mercaderías.

Beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT). Es el beneficio que se basa en el resultado de explotación, al que se le debe adicionar el resultado financiero excluyendo los gastos financieros.

Beneficio por acción (BPA). Es la relación que existe entre el beneficio de una empresa y los títulos que esta posee. Está ligada a los accionistas.

Beta (análisis fundamental). Es una medida de la volatilidad y dependencia de un título con respecto al mercado. Un título con una beta superior a uno es un título agresivo,

que se espera que tenga más fluctuaciones que el propio mercado, mientras que un título inferior a uno es un título que se espera que fluctúe menos que la media del mercado.

Coefficiente básico de financiación. Medida de la solvencia y la financiación a corto plazo de una determinada sociedad. Un valor mayor que el unitario reflejará una buena solvencia a corto plazo, ya que será sinónimo de unos recursos líquidos netos positivos, mientras que un valor menor a la unidad reflejará un déficit de financiación y, por tanto, de solvencia a corto plazo. También se puede utilizar como un indicador de si la empresa está bien financiada a largo plazo.

Coefficiente de capital. Mide la capacidad de crecimiento de una empresa relacionando el valor añadido generado con el activo total de la empresa. Es una ratio que presenta semejanzas con la rentabilidad económica, con la única salvedad de que no tiene en cuenta la estructura de costes interna de la sociedad.

Fondos propios. Es un epígrafe dentro del balance y del patrimonio neto, donde se incluyen determinadas partidas de la empresa tales como el capital social y su correspondiente prima de emisión, reservas, resultados de ejercicios anteriores, autocartera..., que muestra el respaldo que tiene la sociedad con respecto a sus inversiones.

Necesidades operativas de fondos. Cuantía de financiación a la que tiene que acceder la empresa, fruto de las actividades de explotación de la misma. Los activos corrientes de explotación (clientes, materias primas, ...) están financiados por sus correspondientes pasivos (generalmente proveedores), por lo que la diferencia serán las necesidades operativas resultantes, que, si son positivas, se tendrán que financiar por otras vías.

Pasivo corriente de explotación. Aquellos pasivos que tienen relación con las actividades de explotación de la empresa, como, por ejemplo, los proveedores o las provisiones con cargo a gastos de explotación.

Pasivo exigible. Es el cociente formado por la relación de los gastos financieros de una empresa y su coste medio de las deudas, dando como resultado el pasivo exigible medio con coste financiero.

Pasivo fijo. Aquellas deudas que la empresa deberá afrontar en un horizonte temporal superior a un año, debido a la lógica de los estados financieros y a las normas y especificaciones del plan general contable.

Ratio book to market. Ratio de mercado que expresa la relación entre el patrimonio neto contable y la capitalización bursátil de la sociedad. Una cifra superior a la unidad, indicaría una infravaloración de la empresa, mientras que una cifra inferior a uno, al contrario.

Recursos líquidos netos. Cálculo complementario a las necesidades operativas de fondos dentro del capital corriente. Están compuestos por todas aquellas partidas a corto plazo que no presentan relación con las actividades de explotación, tales como inversiones a corto plazo, tesorería o deudas con terceros.

Rentabilidad de las inversiones financieras. Parte complementaria a la rentabilidad económica de explotación, la cual tiene en cuenta el retorno en forma de beneficios o pérdidas de la parte financiera de la empresa en relación a sus activos financieros.

Rentabilidad del capital empleado. Relación resultante del cociente del beneficio antes de intereses entre la suma del patrimonio de la empresa y su deuda financiera, calculada a partir de los gastos financieros de esta. Es, por tanto, otra medida de retorno de las inversiones en base a otra magnitud de la empresa diferente a sus activos totales.

Rentabilidad económica de la explotación neta. Variante de la rentabilidad económica de explotación. Se calcula como el cociente entre el beneficio de explotación y los activos funcionales previa resta de los pasivos corrientes de explotación. Esta resta, evita tener en cuenta la mezcla financiera de la empresa para la financiación de sus actividades de explotación.

Rentabilidad económica de la explotación. Rentabilidad subyacente a la rentabilidad económica que sólo tiene en cuenta las partidas de explotación. Para ello, utiliza el beneficio de explotación en lugar del BAIT y únicamente los activos funcionales en lugar de los totales.

Rentabilidad económica. Relación entre el resultado neto sin incluir intereses e impuestos y los activos totales de la empresa. Por tanto, pretende ser una medida del retorno de las inversiones de la empresa (sus activos) en forma de resultados financieros.

Rentabilidad financiera. Es la rentabilidad que informa del retorno de las inversiones de la empresa tanto funcionales como extra-funcionales, puesto que relaciona el beneficio neto con los fondos propios. Es, por lo tanto, un indicador de la rentabilidad de los accionistas, quienes conforman parte del patrimonio neto a través del capital de la sociedad.

Rotación de las necesidades operativas de fondos. Ratio complementaria a la rentabilidad. Informa del número de veces que las ventas superan a las necesidades operativas de fondos, y será mejor cuanto más alto sea el resultado el cual indicará que la empresa genera más ventas con una menor inversión.

Rotación del activo fijo. Número de veces que las ventas superan a la inversión en activo fijo. Siguiendo la lógica financiera, cuanto mayor sea esta ratio, mejor será el comportamiento empresarial. De esta manera, a un nivel dado de inversión en activo fijo, cuantas más altas sean las ventas, significa que hay una productividad mayor.

Valor añadido generado. Medida que refleja las utilidades efectivamente percibidas por una sociedad. Se trata de la continuación de la ratio de valor de la producción, a la cual se le deberán restar los aprovisionamientos y los gastos externos y de explotación, tales como servicios exteriores, que no hayan sido abarcados por la empresa en el ciclo de producción.

Valor de la producción. Medida de rendimiento o ingreso compuesta por todas las ventas e ingresos de explotación, la variación de existencias (positiva o negativa), los trabajos realizados por la empresa para su inmovilizado y las subvenciones recibidas por la empresa que fuesen imputadas a la cuenta de pérdidas y ganancias.