

METODOLOGÍAS PARA LA VALORACIÓN DE EMPRESAS HOTELERAS

Montserrat Casanovas i Ramon, mcasanovas@ub.edu, Universitat de Barcelona

Pol Santandreu i Gràcia, pol@santandreuconsultors.com, Universitat de Barcelona

ABSTRACT

An important increase of mergers and acquisitions in the hotel sector' has been taking place in the last years. The goal of these operations is the profitability of the companies.

The objective of this paper is to present the particularities of hotel companies' valuation. It analyses methodologies such as cost approach, multiples, discounting cash flows and their application in the different components of the hotel business.

Resumen Español: En los últimos años se ha experimentado un incremento de las operaciones de compra dentro del sector hotelero. La finalidad de estas operaciones es aumentar la rentabilidad de los establecimientos y cadenas.

El objetivo de este trabajo es presentar las diferentes formas de valorar establecimientos y empresas hoteleras, considerando las diferentes partes que se quieren valorar y las particularidades de los mercados emergentes.

Palabras clave: Cash flow, RevPar, Valoración, Descuento de Flujos

1. INTRODUCCIÓN

En los últimos años se ha experimentado una importante entrada de capital en el sector hotelero. Asimismo se ha venido produciendo una ola de compras para conseguir mayores rentabilidades y posiciones en el mercado más favorables. Para aumentar estas rentabilidades, el sector tenderá a la concentración¹ todo ello, junto a los cambios en las normas de valoración derivadas de las NIC i las NIIF en los diferentes entornos europeos, implica que el proceso de valoración de los negocios adquiera una importancia vital. Este documento pretende ofrecer una visión de como se están abordando actualmente los procesos de concentración en el sector, desde el punto de vista de la valoración de establecimientos y cadenas hoteleras.

2. COMPONENTES VALORABLES EN UN NEGOCIO HOTELERO

El sector hotelero, por su idiosincrasia, presenta dos claros aspectos a valorar:

- El primero es la valoración del edificio y el inmovilizado que permite realizar la explotación del negocio

¹ Opiniones de la patronal Exceltur (www.exceltur.org) i del Banco de España (Expansión 8 de noviembre 2004. pàg.10)

- El segundo es la valoración del negocio, entendido como aquellos aspectos aparte de los elementos tangibles que añaden valor al negocio (LESSER/RUBIN, 1993).

Otra consideración en el proceso de valoración de las empresas hoteleras es la particularidad del negocio en los aspectos referentes a la gestión y explotación de los establecimientos, ya que se realiza en muchos casos mediante modelos de negocio diferentes: Uno es la mera tenencia del inmueble, al que se quiere obtener una rentabilidad, mientras la gestión del negocio está en manos de empresas especialistas en el sector. El segundo modelo comprende ambas actividades por parte de la misma empresa o grupo. Dependiendo del modelo de explotación, podemos hablar de intereses y valoraciones diferentes de la inversión, mezclando aspectos inmobiliarios y financieros (DOWELL/BERNIE, 1997).

Para entender los modelos que se aplican en la valoración hotelera, hace falta primero determinar cuál va a ser la parte del negocio que se pretende valorar. Éste será un factor determinante para, posteriormente, aplicar las diferentes técnicas y metodologías de cuantificación del valor.

Rushmore y Arasi ² diferencian tres aspectos en la valoración de los establecimientos hoteleros: El valor de la empresa, el negocio en funcionamiento y el de la propiedad³, entendida ésta como los elementos tangibles del negocio. Cada uno de estos valores tiene que determinarse por separado utilizando diferentes técnicas y métodos. Asimismo definen el valor del negocio en funcionamiento como el valor del capital circulante más el *goodwill*.

En otro trabajo, Rushmore defiende su modelo de valoración frente a los más tradicionales, haciendo una división diferente y más exhaustiva de los componentes del negocio hotelero: el terreno, las mejoras, el activo propio y el negocio en funcionamiento⁴. Este negocio en funcionamiento contempla tanto la parte tangible de la empresa como todo aquello que no lo es pero que resulta imprescindible para el funcionamiento y la creación de valor.

Demond i Kelley⁵ definen el concepto de empresa en funcionamiento⁶ como el valor que incluye todos los elementos operativos de una empresa como el valor de mercado del terreno, edificios, equipamiento⁷, intangibles y *goodwill*. Como inversiones intangibles, los autores citan que se pueden incluir aquellas partes del negocio tales como patentes, propiedad intelectual, que probablemente no conforman la parte más operativa de la empresa pero que son necesarias para su funcionamiento.

El valor del negocio en funcionamiento proviene de las ventas del establecimiento, del cual después de deducir el valor del mobiliario, los enseres y equipamientos y el valor del negocio se obtiene el valor del inmueble (POPP, 2001).

² Rushmore, Arasi. *Adjusting Comparable Sales for Hotel Assessment Appeals*. The Appraisal Journal. Vol 54, no 3 (July 1986). 356-366

³ Personal Property en el inglés de la bibliografía consultada.

⁴ Rushmore, S. *Why the Rushmore Approach is a Better Method for Valuing the Real Property Component of a Hotel*. Journal of Property Tax Assessment and Administration. Volume 1 Issue 4, p 15-28.

⁵ Reynolds, A. *Attributing hotel Income to Real Estate and to Personalty*. The Appraisal Journal. October 1986. P 615

⁶ Going Concern en el inglés original del artículo y la bibliografía consultada.

⁷ En el vocabulario específico del negocio hotelero, este activo se denomina FF&E, iniciales de inglés *furniture, fixtures and equipment*.

Nelson y Messer⁸ diferencian dos partes para valorar moteles y hoteles: Por un lado el terreno, la construcción y el FF&E (Furniture, Fixture and Equipment en inglés, equivalente a mobiliario, enseres y equipamiento) y por otro lado diversos elementos del negocio como licencias de venta de licores, inventarios, *goodwill*, fondo de maniobra y el concepto de empresa en funcionamiento.

De otro lado, el *goodwill* es valorable (DESMOND i KELLEY) y su valor está incluido dentro de la empresa en funcionamiento (MILES). El Appraisal of Real State⁹ también remarca que el fondo de comercio está incluido dentro del valor de la empresa en funcionamiento.

Reynolds¹⁰ define cinco categorías valorables en un negocio hotelero: El terreno, las mejoras, el FF&E el capital circulante y el fondo de comercio. Asimismo engloba estos cinco componentes en tres categorías: El terreno y las mejoras conforman la parte real, el FF&E y el capital circulante la parte tangible y el fondo de comercio la parte intangible.

Reichardt y Lennhoff¹¹ también clasifican tres componentes para valorar los establecimientos hoteleros: el valor del edificio, el valor tangible y el intangible. En el valor de las inversiones tangibles figuran los inventarios y el capital circulante, mientras que en las inversiones intangibles se incluyen contratos, licencias y patentes, costes iniciales del negocio, nombre, marca y enseña y afiliación a un sistema de reservas.

El valor de una empresa en general y de un negocio hotelero en particular dependen de la visión de cada propietario y es difícil de establecer (REICHARDT y LENNHOFF). Asimismo para crear este valor se precisan unas inversiones de puesta en funcionamiento y un contrato de afiliación a un sistema de reservas que permita un porcentaje de ocupación que lo haga viable. Poseer unas licencias, entre otros aspectos, y el hecho de tener un fondo de comercio o *goodwill*, entre los aspectos de cuantificación más intangibles más el valor de los elementos más tangible, como puede ser el fondo de maniobra y el valor de los terrenos y edificios, conforma el valor de la empresa.

Queda clara pues, la necesidad de valorar diferentes aspectos del negocio, sobretodo por la necesidad de valorarlo dependiendo de la parte o partes que se explotan. Esta necesidad nos obliga a establecer los siguientes valores de acuerdo a las diferentes posibilidades descritas anteriormente de participación en el negocio:

$$\text{VALOR EMPRESA EN} \quad \text{VALOR INMUEBLE} \quad \text{VALOR ACTIVOS} \quad \text{VALOR} \\ \text{FUNCIONAMIENTO} \quad = \quad \quad \quad + \quad \text{TANGIBLES DEL} \quad + \quad \text{INTANGIBLES}^{12} \\ \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad \text{NEGOCIO}$$

Donde:

⁸ Nelson, R.; Messer, Jay L.; Allen, Laurence G., *Hotel Enterprise Valuation*, Appraisal Journal, 1988, Vol. 56 Issue 2, p163.

⁹ <http://www.appraisalinstitute.org>

¹⁰ Reynolds, A. *Attributing hotel Income to Real Estate and to Personalty*. The Appraisal Journal. October 1986. P 615

¹¹ Lennhoff, D; Reichardt, H. *Hotel Asset Allocation: Separating the Tangible Personalty*. Assessment Journal. Winter 2003, Vol 10 Issue 1, p 25, 7 p.

VALOR INMUEBLE = VALOR TERRENO + VALOR EDIFICIO + VALOR MEJORAS

VALOR ACTIVOS TANGIBLES = VALOR FF & E + CAPITAL CIRCULANTE NEGOCIO

VALOR INTANGIBLES = C, L y P + Capital intelectual + Costos iniciales + Calidad *management* + Marca + Afiliación

2.1. EMPRESA O NEGOCIO EN FUNCIONAMIENTO

Según la Corte Suprema de Estados Unidos de América, el valor de una empresa que está funcionando, generando negocio y ganando dinero por encima del derecho que le tocaría al propietario si la alquilase¹³.

El valor de la empresa en funcionamiento, dice Rushmore, se calcula capitalizando el NOI (Net Operating Income) después de extraer el *professional fee*¹⁴ (honorarios profesionales), es decir, los pagos por la gestión del negocio y sumar la inversión tangible del negocio¹⁵.

Por tanto, el valor total de la empresa se calcularía a partir de la actualización de flujos, para la parte de los intangibles, más la suma de la inversión en activos tangibles.

El valor de la empresa en funcionamiento contiene los siguientes aspectos: La planta física, la gestión y los empleados, la unión de intangibles identificables como son la franquicia o licencias, desarrollos de procedimientos, métodos y sistemas, marketing, publicidad y promoción, gastos de puesta en funcionamiento, relaciones financieras establecidas, recursos de proveedores e inventarios¹⁶. Es la valoración total de la propiedad. Esto implica incorporar las inversiones tangibles e intangibles¹⁷.

Otros autores, sin embargo, consideran que el valor del negocio se obtiene a partir de los cash flows descontados, sin considerar el valor del inmueble¹⁸.

Otro factor determinante para la determinación del cálculo del valor de la empresa en funcionamiento es la consideración de los pagos efectuados para retribuir la gestión del negocio.

Según Rushmore y Rubin la capitalización del *management fee* pagado por el propietario de una institución hotelera al manager o compañía de *management* o franquicia, podría determinar el valor de la empresa en

¹² También denominado GOODWILL por diferentes autores citados en este trabajo

¹³ Corte Suprema del EUA 1933.

¹⁴ Los honorarios profesionales son los pagos que hacen los propietarios de los establecimientos hoteleros a empresas o personas por la gestión del negocio.

¹⁵ Baum, E.; Rushmore, S. *Hotels and Motels. Valuations and Market Studies*. Appraisal Institute. Illinois. USA. 2001

¹⁶ Nelson, R.; Messer, Jay L.; Allen, Laurence G., *Hotel Enterprise Valuation*, Appraisal Journal, 1988, Vol. 56 Issue 2, p163.

¹⁷ Kinnard Jr, W.; Swango, D; Worzak, E. *Intangible Assets in an Operating First-Class Downtown Hotel*. Appraisal Journal. Jan 2001. Vol 69 Issue 1, p68.

¹⁸ Hospitality Valuation Services. SR

funcionamiento. En la misma línea Nelson comenta que el valor del negocio se ha de tratar como el flujo capitalizado del *management fee*.

De opinión contraria es Hennessey, que comenta que los ingresos atribuibles al valor del negocio no son claramente equivalentes al monto de los *management fees*, motivo por el cual no se pueden identificar como el valor del negocio. El coste del *management* es, por tanto un coste y nada tiene que ver con el valor del negocio (DERANGO y MATONIS).

La subcontratación del *management* tiene como objetivo añadir valor al negocio. Si el coste del *management* es igual al valor añadido por éste, entonces no se produce incremento de valor. Por ese motivo no se puede considerar que el valor de la empresa sea igual al de los *management fees*.

2.2. VALOR DEL INMUEBLE

El necesario uso del edificio en el negocio de explotación hotelera hace que nos enfrentemos al problema y la posible confusión de no valorar o valorar incorrectamente los activos tangibles y los intangibles¹⁹.

No es demasiado problemático valorar el edificio y se utilizan métodos de valoración como los utilizados en otras propiedades tangibles²⁰.

Para el cálculo del valor individualizado del terreno y el edificio mediante el descuento de flujos de caja, hace falta considerar el flujo procedente de la parte inmobiliaria del negocio. Éste se puede valorar a partir del coste de oportunidad que supondría alquilarlos a precio de mercado, teniendo en cuenta las diferencias respecto al mercado inmobiliario tradicional, donde el alquiler es total y por años, mientras que en un hotel es parcial y por días, aumentando de esta manera el riesgo²¹. De este modo, hace falta ajustar un coste de oportunidad en el alquiler dentro del mercado hotelero²². Aunque más complicado que en otros sectores, los valores de referencia no son pocos, sobretodo debido al dinamismo actual sector.

2.3. VALOR DE LOS ACTIVOS TANGIBLES

Compuesto por la suma de los valores del mobiliario, los enseres y el equipamiento y el fondo de maniobra necesario, el valor del activo tangible es uno de los tres componentes del valor de la empresa.

La definición que Rushmore da del fondo de maniobra es la del activo circulante menos el pasivo circulante necesario para la explotación del negocio. Para el autor es inexistente en el negocio hotelero, debido a la forma de financiar las existencias. Por ese motivo no influye en la valoración de los negocios hoteleros.

¹⁹ Dowell, B. *Hotel investment analysis: In swbvvm.-earch of business value*. Assessment Journal, Mar/Apr97, Vol. 4 Issue 2, p46, 8p

²⁰ Nelson, R.; Messer, Jay L.; Allen, Laurence G., *Hotel Enterprise Valuation*, Appraisal Journal, 1988, Vol. 56 Issue 2, p163

²¹ Walsh, Ch.; Staley Jr, H. *Considerations in the Valuation of Hotels*. Appraisal Journal, Jul1993, Vol 61 Issue 3, p-348, 9p

²² Egan, P. *Mixed business and real estate components in hotel valuation*. Appraisal Journal, Jul.96, Vol 64 Issue 3 , p246

Cierto es que en los negocios hoteleros donde la contratación de los servicios se hace directamente con el cliente final, al producirse el pago de los mismos al contado, la financiación de los acreedores y proveedores permite no solo no necesitar fondo de maniobra sino tener excedentes de tesorería, pudiendo de este modo obtener una rentabilidad adicional. Sin embargo, las empresas que trabajan con mayoristas del sector, mantienen períodos de cobro más elevados, que no pueden derivar en su totalidad en la cadena de suministros alargando los plazos de pago. Además el consumo de bebidas y comida representa una parte del coste, pero existen otras más significativas en importe, como el coste de personal que no se pueden diferir más de lo legalmente establecido.

Otros autores (NELSON, MESSER, REYNOLDS) defienden la necesidad de disponer de un fondo de maniobra que vendrá determinado por la rotaciones de existencias y los períodos de cobro y pago.

El *Personal Property*, que contempla el mobiliario, enseres y equipamiento se tiene que valorar teniendo en cuenta que al igual que cualquier inversión, se le exige un retorno, que se puede clasificar en dos partes: el retorno del *personal property* y el retorno sobre el *personal property*.

El primero (retorno del *personal property*), está relacionado con el ciclo de vida, es decir, contempla el hecho de que este FF&E es un valor importante para el negocio, que tiene un ciclo de vida relativamente corto, entre seis y diez años y que por tanto, condicionará los flujos determinantes del valor.

El segundo parámetro (retorno sobre el *personal property*), consiste en exigir a esta parte del activo un rendimiento, al igual que se hace con cualquier activo o inversión. El retorno del *personal property* contempla el flujo necesario para el mantenimiento y sustitución, mientras que el retorno sobre la inversión mide el beneficio adicional del activo en relación al importe invertido.

En términos de valoración, el retorno del *personal property* no añade valor mientras que un retorno sobre el *personal property* positivo sí lo hace.

2.4. VALOR DE LOS ACTIVOS INTANGIBLES

La valoración de los elementos intangibles de la empresa se denomina goodwill. El *goodwill* es el beneficio sobre el retorno normal de las inversiones (REYNOLDS)²³

Está compuesto a su vez, por el valor de los contratos, licencias y patentes, el capital intelectual, los costes iniciales, la calidad del *management*, la identificación con un nombre o una marca y la afiliación a un sistema de reservas.

Los costes de puesta en funcionamiento incluyen costes de formación, equipo de dirección y administración, cumplimiento de normativas, contabilidad y sistemas de información, gastos previos a la apertura y marketing, gastos operacionales y *working capital*²⁴. El conjunto de estos costes en un modelo de industria más tradicional

²³ Reynolds, A. *Attributing hotel Income to Real Estate and to Personality*. The Appraisal Journal. October 1986. P 615

²⁴ W Rushmore, S. *Why the Rushmore Approach is a Better Method for Valuing the Real Property Component of a Hotel*. Journal of Property Tax Assessment and Administration. Volume 1 Issue 4, p 15-28.

figuran en el activo de la empresa y se amortizan durante períodos de tiempo largos. Rushmore defiende sin embargo, que esos gastos figuren íntegramente en la cuenta de resultados, sin amortizarlos, afectando de forma más relevante en el cash flow generado y por tanto en su valor.

A diferencia de otros negocios que se pueden considerar similares, como el alquiler de oficinas, estos costes no se producen solo en el momento de puesta en funcionamiento del negocio, sino que son constantes. El hecho de que los clientes no hagan las reservas de forma demasiado anticipada y el alquiler de las habitaciones, en contraposición con el negocio de alquiler de inmuebles, únicamente tiene una duración de uno a cuatro días, hace que los hoteles tengan que destinar constantemente esfuerzos y recursos para mantener su posicionamiento en el mercado y seguir captando clientes.

Para la valoración de la denominada fuerza de trabajo se aplican los mismos criterios que los costes iniciales. Durante la fase de apertura y preapertura, el personal es reclutado y muchas veces formado (en un índice por encima de la mayoría de sectores de la actividad empresarial). Este proceso acostumbra a suceder durante un período de entre dos y tres meses antes de la apertura del establecimiento. Sin embargo, y aparte de este gasto inicial, en el sector hotelero y a causa de la elevada rotación de personal, este tipo de gastos se produce repetidamente y, por tanto, a efectos de valoración se tienen que imputar íntegramente el la cuneta de resultados del ejercicio en que se incurren.

En un estudio de Timothy Hinkin y Toni Simons (2001), realizado sobre una muestra de 98 hoteles de entre 72 y 652 habitaciones, se cuantificó la rotación de personal en un 47% para un período de seis meses.

En otro estudio realizado el año 2000, Timothy Hinkin y Bruce Tracey cifraron el coste de la rotación de personal en un negocio hotelero. Este incluye la selección, reclutamiento, despido, productividad y rescisión de contratos. El coste de un empleado *front desk*²⁵ en cuatro hoteles de Estados Unidos- dos en New York y dos en Miami- se cifró en una media de 12.245 \$ y de 5.827 \$ en Miami. La diferencia entre ambos valores demuestra que la localización es significativa en la valoración, al menos por lo que hace referencia a los costes de personal.

Veinte años atrás, el propietario de un inmueble, alquilaba el edificio a una cadena y el precio que recibía era el beneficio atribuido al edificio y el terreno. Actualmente, el modelo de negocio más común es que el propietario de una infraestructura hotelera inexperto en el sector, contrata una empresa especialista que gestione el día a día de la actividad. El propietario asume el riesgo de la actividad y paga un *management fee* por los servicios.

Cuando el propietario de un hotel se asocia a una marca y a un sistema de reservas tiene dos opciones: La primera es utilizar una compañía de *management* y una marca, como es el caso de las cadenas Hyatt, Marriott o Hilton. La segunda es utilizar una compañía de *management* sin marca y contratar separadamente una franquicia que le proveerá de un sistema de reservas, como por ejemplo Ramada, Microtel, Comfort In, Days Inn. El pago de la franquicia contempla los gastos de reserva, programas frecuentes de viajes, formación, información tecnológica y todo aquello pagado al franquiciador, que es gasto en la cuenta de resultados.

²⁵ Personal que trabaja cara al público.

Los importes que se pagan por los servicios de *management* sin que la compañía aporte ninguna marca, consisten en un porcentaje de las ventas brutas que se sitúa entre el 2% y el 4% de las mismas²⁶.

El pago por el servicio de franquicia está entorno al 3% y el 5% de las ventas procedentes de habitaciones. Si la franquicia contempla además el servicio de reservas y algunos de los mencionados anteriormente, el porcentaje sobre las ventas que se tiene que pagar al franquiciador está entre el 6% y el 10%²⁷.

El caballo de batalla de la valoración de los intangibles en hoteles ha sido siempre la marca²⁸. Por el hecho que la contribución al beneficio y por tanto la consecución de valor va muy ligada a las marcas, la afiliación a una enseña puede variar mucho en lo que respecta a marcas muy similares. (O'NEILL y BELFRAGE).

El uso de una marca reconocida, generalmente incrementa las ventas y por tanto el valor del establecimiento afiliado. Este valor es más atribuible al nombre de la marca que a la propiedad del inmueble (LESSER i RUBIN).

Por tanto, el nombre de la marca es esencial para la decisión de inversión en un hotel (MUTKOSKI i SMITH)

El procedimiento para valorar la afiliación a una marca, consiste en seleccionar las ventas atribuibles a esta afiliación y asociarlas al coste generado por la misma. Si los ingresos no superan los costes entonces no hay creación de valor. En caso contrario, cuando los ingresos procedentes de la actividad de la marca superan los costes derivados de la afiliación, se crea valor y éste es cuantificable (O'NEILL y BELFRAGE).

Para cuantificar el valor de la afiliación también se utiliza un modelo recientemente desarrollado consistente en la comparativa del valor del RevPAR²⁹. La diferencia del valor de este parámetro observado en la competencia, dará el valor generado por los intangibles asociado al nombre, reputación y afiliación a alguna cadena³⁰.

The Appraisal Institute's Course 800 States afirma que numerosos estudios han demostrado claramente que el reconocimiento de nombre y buena reputación del servicio de alta calidad –lo que se puede denominar reconocimiento de marca- más el valor de la afiliación supone aproximadamente un valor sobre el total de entre el 20% y el 25% .

²⁶ Rushmore, S. *Why the Rushmore Approach is a Better Method for Valuing the Real Property Component of a Hotel*. Journal of Property Tax Assessment and Administration. Volume 1 Issue 4, p 15-28.

²⁷ HVS International

²⁸ Heather J. Reichardt and David C. Lehhoff. *Hotel Asset Allocation: Separating the Tangible Personalty*". *Assessment Journal* 10, no.1 (Winter 2003)

²⁹ RevPAR = Ventas por habitación disponible. Se calcula a partir de la siguiente fórmula:

Ventas habitación / Número de habitaciones disponibles

Siendo las ventas por habitación:

Número de habitaciones * ADR * % ocupación

³⁰ Belfrage, Eric E; O'Neill John W. *A Strategy for Estimating Identified Intangible Asset Value: Hotel Affiliation Contribution*. The Appraisal Journal. Winter 2005

3. MODELOS DE VALORACIÓN DE LAS EMPRESAS HOTELERAS

Como en cualquier negocio, en el sector hotelero existen distintos modelos de valoración para las diferentes partes del negocio.

El valor de mercado es aquel que el mercado está dispuesto a pagar por una empresa o compañía. En los casos donde la compañía a valorar cotice en algún mercado organizado, el valor de cotización multiplicado por el número de acciones determinará el valor de mercado de la empresa.

The Appraisal of Real Estate, 9th Edition, define el valor de mercado como el más probable, en una fecha concreta, por el cual los derechos de propiedad podrían ponerse a la venta en un mercado competitivo bajo las condiciones de una venta real, donde tanto comprador como vendedor actúan de un modo prudente, con conocimiento de causa y por interés propio y asumiendo que nada infinitamente durable³¹.

Implícitamente a esta definición se establecen unos condicionantes a tener en cuenta³²: Comprador y vendedor están motivados por el propio interés, ambos disponen de buena información y actúan con prudencia, la propiedad está o ha sido expuesta por un tiempo en un mercado abierto, el pago se realizará en efectivo o términos equivalentes y para valorar se contempla la financiación.

Sin embargo cuando una empresa no cotiza en un mercado, se utilizan distintas técnicas para llegar a determinar el valor de la misma o parte de ella.

Es evidente que un accionista no pagará lo mismo por dos instalaciones hoteleras ubicadas en la misma ciudad, una delante de la otra, con el mismo número de habitaciones, de igual categoría, un servicio igualmente exquisito y similar decoración, si uno de ellos hace diez años que está funcionando y forma parte de una cadena, mientras que el otro hace sólo dos meses que abrió sus puertas y no está afiliado ni tan siquiera a una central de reservas (NELSON, MESSER y ALLEN). Sin embargo sí que hay partes del negocio que podrían tener valores similares. Por ejemplo, ¿qué diferencia hay entre el valor de los edificios? Seguramente muy poca. La valoración de establecimientos implica una tarea de división de los diferentes componentes generadores de valor, ya que la diferencia del valor total vendrá determinada por los aspectos menos tangibles como la clientela, reputación en el mercado o poder de marca.

La FIRREA³³ (Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement) recomienda la separación entre los elementos tangibles e intangibles en el proceso de valoración³⁴.

³¹ American Institute of Real Estate Appraisers. *The Appraisal of Real Estate*, 9th edition. (Chicago American Institute of Real Appraisers, 1987).

³² Lesser, D.; Rubin, K. *Understanding the Unique Aspects of Hotel Property Tax Valuation*. Appraisal Journal, 1993, Vol. 61 Issue 1, p9

³³ La FIRREA (Financial Institutions Reform Recovery and Enforcement Act of 1989) es una ley federal de los Estados Unidos de América que regula aspectos relacionados con los préstamos y créditos del sector bancario. En sus contenidos trata aspectos de valoraciones inmobiliarias y empresariales.

³⁴ Sección 34.44 título XI

Una vez se tienen diferenciadas las partes del negocio, se pueden aplicar distintos métodos para valorarlas. Estos modelos de valoración van desde los más lógicos y basados en la comparación con valores de mercado para las partes más tangibles, a otros basados en el descuento de flujos futuros, pasando por modelos basados en estudios estadísticos.

Se puede hacer la siguiente clasificación de modelos de valoración para los establecimientos hoteleros:

1. Modelos de valoración basados en la aproximación de costes
2. Modelos de valoración basados en la comparación de las ventas
3. Modelos basados en la actualización de flujos
4. Modelos basados en múltiplos
5. Modelos basados en estudios estadísticos

3.1. MODELOS BASADOS EN LA APROXIMACIÓN DE COSTES

Estos modelos de aproximación de costes (*cost approach*) consisten en calcular qué costaría hoy la sustitución de lo que se está valorando, teniendo en cuenta la depreciación de acuerdo al deterioramiento físico, obsolescencia funcional y económica³⁵.

Entendiendo que generalmente la base de las decisiones de compra está basada en factores económicos, como el beneficio neto y el retorno de las inversiones, y como el *cost approach* no refleja ninguno de estos efectos, esta aproximación representa un peso específico muy bajo en el proceso de valoración de un negocio hotelero (LESSER i RUBIN), quedando relegado el uso del modelo a aspectos muy tangibles del negocio.

Rushmore y deRoos expresan que el método de aproximación de costes puede ser un buen método de estimación del valor de las nuevas propiedades, ya que en establecimientos con más antigüedad el resultado pierde en objetividad por la dificultad de contemplar aspectos tan relevantes como la pérdida real de valor por depreciación³⁶.

Algunos de los componentes que se suelen valorar por el método de aproximación de costes son los siguientes:

- *FF&E*: El valor del FF&E puede significar según Rushmore y Baum el 25% del valor total del negocio. Otros autores hacen una estimación de 7.500 \$ de FF&E por habitación³⁷
- *Working capital*: Según el mercado y la localización, se admiten valores de aproximadamente 800 \$ por habitación³⁸.
- *Gastos organizativos*: El mercado admite valores de aproximadamente 2.500 \$ por habitación³⁹
- *Inventario*: Se calculan valores entorno a los 1.500 \$ por habitación (NELSON, MESSER, ALLEN).

³⁵ Lesser, D.; Rubin, K. *Understanding the unique aspects of hotel property tax valuation*. Appraisal Journal, 1993, Vol. 61 Issue 1, p9.

³⁶ deRoos, J.; Rushmore, S. *Hotel Valuation Techniques*. American hotel & Lodging Educational Institute. Oct, 2004.

³⁷ Lodging Hospitality 1994

³⁸ Nelson, R.; Messer, Jay L.; Allen, Laurence G., *Hotel Enterprise Valuation*, Appraisal Journal, 1988, Vol. 56 Issue 2, p163

³⁹ Nelson, R.; Messer, Jay L.; Allen, Laurence G., *Hotel Enterprise Valuation*, Appraisal Journal, 1988, Vol. 56 Issue 2, p163

3.2. MODELOS BASADOS EN LA COMPARACIÓN DE LAS VENTAS

Consiste en comparar el valor de propiedades similares que se hayan vendido recientemente⁴⁰.

Se utiliza para formas simples de inmuebles como terrenos, viviendas familiares, o propiedades homogéneas. En inmuebles más complejos como establecimientos comerciales, oficinas etc., donde los ajustes a realizar son más complejos, este método pierde parte de su razón de ser.

Los negocios hoteleros, al ser muy específicos y esencialmente diferentes entre sí, en el tipo de operaciones, la calidad y la condición de las facilidades, los atributos, la localización, así como disponer de características propias, los inversores en hoteles no acostumbran a utilizar este método para tomar las decisiones de compra. Sin embargo, sí lo utilizan para la obtención de un rango de valor orientativo, que servirá para soportar el informe de valoración final. (LESSER i RUBIN).

Según opinión de Walsh y Staley los inversores en hoteles tienden a clasificar en diferentes tipos los negocios de acuerdo a tres atributos:

1. Tipo de producto: Establecimientos de servicio completo o de pernoctas.
2. Tipos de mercado en el que operan: Por ejemplo, hoteles de ciudad o aeropuerto.
3. Localización: Este o Oeste en el mercado de EUA.

Siguiendo estas clasificaciones, la referencia de las ventas para valorar el negocio puede ser un buen método siempre y cuando se respeten los atributos de diferenciación.

Los inversores no deben utilizar este método según Ruhmore y deRoos. Resulta cuestionable determinar con este método, aspectos como el valor aportado por la capacidad financiera o las motivaciones humanas implícitas en una compraventa⁴¹.

3.3. MODELOS BASADOS EN MÚLTIPLOS

Los modelos basados en múltiplos han sido y son muy utilizados en el sector hotelero. Los más utilizados son los que multiplican el número de habitaciones por el beneficio y por un determinado número de años. En este sentido, en el sector se acepta un NOI por habitación comprendido entre 5.000 \$ y 15.000 \$ por habitación⁴².

3.4. MODELOS BASADOS EN ESTADÍSTICOS

Se trata de modelos de valoración de establecimientos fundamentados a partir del estudio de muestras de compra ventas realizadas a las cuales se buscan relaciones de parámetros con el valor.

⁴⁰ Lesser, D.; Rubin, K. *Understanding the unique aspects of hotel property tax valuation*. Appraisal Journal, 1993, Vol. 61 Issue 1, p9.

⁴¹ Baum, E.; Rushmore, S. *Hotels and Motels. Valuations and Market Studies*. Appraisal Institute. Illinois. USA. 2001.

⁴² Walsh, Ch.; Staley Jr, H. *Considerations in the Valuation of Hotels*. Appraisal Journal, Jul1993, Vol 61 Issue 3, p-348, 9p

A modo de ejemplo, John O’Neill, en un estudio realizado el año 2004, busca un modelo de valoración de hoteles mediante un análisis de la regresión lineal múltiple. Selecciona datos de 327 establecimientos vendidos entre los años 1990 al 2002.

Las variables que considera para el desarrollo del estudio son: Ocupación, ADR⁴³, número de habitaciones, NOI por habitación, región, localización en área metropolitana grande, tipo de hotel, apertura durante el año y venta anual.

Las conclusiones del análisis estadístico son que cuatro variables explican el 90 % del modelo. El mejor predictor del precio pagado por habitación es el NOI. El segundo el ADR, después el número de habitaciones, probablemente porque determina otras fuentes de ingresos como el *food and beverage*⁴⁴, recreativos y centros de negocio, y finalmente el nivel de ocupación, que conjuntamente con el ADR conforma el RevPAR.

El modelo de valoración parte de un coeficiente constante al que se suman los valores de las variables multiplicados por diferentes coeficientes, tal y como muestra el cuadro 2:

Coeficiente constante	- 42.873
+ NOI por habitación	*5,615
+ ADR	*615,039
+ número de habitaciones	*33,693
+ ocupación	*234,891
= Valor por habitación	

Cuadro 1: Modelo de valoración de O’Neill⁴⁵.

El mismo autor, en un artículo publicado el año 2001 trabaja con el modelo siguiente⁴⁶:

$$\text{Valor hotel} = (-89.146 \$ + 761 \$ X + 1.345 Z) * R$$

3.5. MODELOS DE VALORACIÓN POR DESCUENTO DE FLUJOS

Mediante el descuento de flujos de caja⁴⁷ se puede valorar cualquier componente del negocio.

Este es el modelo más utilizado por los compradores con conocimientos y experiencia (LESSER i RUBIN). En la valoración de negocios hoteleros es el que tiene un mayor peso específico en la determinación del valor final.

⁴³ Average Daily Rate

⁴⁴ Comida y bebida. En el sector se utiliza este término para identificar las ventas adicionales a la facturación de alquiler de habitaciones.

⁴⁵ O’Neill, J., *An Automated Valuation Model for Hotels*, Hotel & Restaurant Administration Quarterly, 2004, Vol. 45 Issue 3, p260

⁴⁶ Lloyd-Jones, A.; O’Neill, J. *Hotel Values in the Aftermath of September 11, 2001*. Cornell Hotel & Restaurant Administration Quarterly. Dec 2001, Vol 42 Issue 6, p10, 12p.

⁴⁷ DCF (Discounted Cash Flows)

El análisis mediante el descuento de flujos para la determinación del valor, ha sido muy utilizado durante los años ochenta, pero la dificultad en la predicción de los flujos hace más fácil utilizar un solo flujo como el NOI (Net Operational Income), en lugar de los generados en diferentes períodos⁴⁸.

El modelo basado en el principio que el valor de la propiedad viene determinado por el retorno neto, que se determina a partir del valor presente de los beneficios futuros previstos (RUSHMORE y de ROOS). El beneficio se calcula a partir de un presupuesto de ingresos y gastos. Mediante el proceso de capitalización, en el descuento de cash flows estos beneficios se convierten en un indicador del valor⁴⁹.

Para la utilización del modelo de descuento de flujos para la valoración de establecimientos del sector hotelero, hace falta tener en cuenta distintos aspectos:

- Qué parte o partes de la empresa es factible valorar con este modelo.
- Aspectos más técnicos, pero no por ello menos importantes, como la utilización del tipo de flujos, la tasa de actualización, el horizonte temporal o el valor residual entre otros.

En respuesta a la primera de las cuestiones, que se refiere a la parte de la empresa susceptible de ser valorada con este sistema, es necesario determinar unos flujos relevantes presentes o futuros que, posteriormente actualizados a una tasa de interés determinada darán un valor de la parte de la compañía correspondiente.

El primer enfoque en la literatura de valoración fue hacer una aproximación del valor del beneficio capitalizando por separado el valor de las inversiones tangibles de las intangibles. Se debe separar el valor del NOI procedente de la edificación, de los activos tangibles y de los intangibles, para una vez capitalizados establecer el valor de cada una de las partes de la empresa⁵⁰.

En este sentido, aparecen las primeras dudas y complicaciones para dividir el beneficio operativo procedente de las diferentes partes del negocio (RUSHMORE).

La tasa de actualización en los modelos de capitalización de flujos, es el parámetro divisor de los flujos considerados para cada ejercicio. Su valor es de gran relevancia en la determinación del valor de la empresa. Por este motivo, su elección debe contemplar los siguientes aspectos:

- La tasa de actualización tendría que ser más alta para la propiedad y más baja para los intangibles, considerando el riesgo relativo que representa cada una de las partes⁵¹.
- El valor de una empresa depende de la capacidad de todas las inversiones de generar un retorno razonable⁵².

⁴⁸ Walsh, Ch.; Staley Jr, H. *Considerations in the Valuation of Hotels*. Appraisal Journal, Jul1993, Vol 61 Issue 3, p-348, 9p

⁴⁹ deRoos, J.; Rushmore, S. *Hotel Valuation Techniques*. American hotel & Lodging Educational Institute. Oct, 2004. Capítulo de la publicación *Hotel Investments Issues and Perspectives*.

⁵⁰ Kinnard Jr, W.; Swango, D; Worzak, E. *Intangible Assets in an Operating First-Class Downtown Hotel*. Appraisal Journal. Jan 2001. Vol 69 Issue 1, p68, 16p.

⁵¹ Lennhoff, D; Reichardt, H. *Hotel Asset Allocation: Separating the Tangible Personalty*. Assessment Journal. Winter 2003, Vol 10 Issue 1, p 25, 7 p.

⁵² Valuation of intellectual property and intangible assets.

- El retorno del capital está definido en el Dictionary of Real Estate Appraisal como la recuperación del capital invertido a través de un ingreso o reversión⁵³
- Los cambios de tendencia en el mercado y la volatilidad del mismo han hecho que la tasa de actualización sea más alta que la de otros negocios con una componente inmobiliaria, ya que se valora un riesgo más elevado. Se considera una tasa entre 200 a 500 puntos básicos por encima de otras tasas aplicables a inmuebles⁵⁴.

Para determinar la tasa de actualización para los intangibles se debe preparar una tabla de los componentes que se quieren valorar y la rentabilidad exigida para cada uno de ellos. De esta manera se debe disponer de indicadores de capitalización de las siguientes partes del negocio⁵⁵:

- Indicador apropiado para la inversión en hoteles.
- Indicador de capitalización comparable solamente para la parte del inmueble.
- Indicador para la propiedad personal tangible

En resumen, se necesitan diferentes rentabilidades exigidas para capitalizar los beneficios generados por el negocio, dividiendo los atribuibles al inmueble, los elementos tangibles y los intangibles.

Estas tasas de capitalización están documentadas por numerosos estudios realizados en Estados Unidos de América, incluido el Korpacz Real Estate Investor Survey. El valor medio del negocio global estaba en el 10,77% el primer trimestre del año 2002. Por lo que se refiere a los inmuebles, la rentabilidad ofrecida por apartamentos de alquiler en el sector inmobiliario era en la misma época del 8,56%. Para elementos tangibles, teniendo en cuenta un período de amortización de menos de 10 años, se estipula un coste del 15%.

Los modelos tradicionales de valoración tienen en cuenta un valor residual de los elementos intangibles, que es justificable cuando el RevPAR es más elevado que la media de hoteles. Rushmore no tiene en cuenta este valor⁵⁶.

CONCLUSIONES

El sector hotelero está experimentando cambios importantes que hace que los modelos de valoración tomen una relevante importancia.

La particularidad del negocio, donde se puede obtener una rentabilidad del inmueble y otra del negocio, obliga a dividir un negocio en diferentes componentes. Una vez localizadas las diferentes partes del negocio, se aplican diferentes sistemas y modelos de valoración para cada uno de ellos. Las partes más tangibles del negocio permiten modelos como la comparación de costes o modelos basados en comparaciones con otras operaciones similares. Por otro lado, el modelo más adecuado para la valoración de las partes intangibles del negocio es el

⁵³ Appraisal institute 2002

⁵⁴ Walsh, Ch.; Staley Jr, H. *Considerations in the Valuation of Hotels*. Appraisal Journal, Jul1993, Vol 61 Issue 3, p-348, 9p.

⁵⁵ Belfrage, Eric E; O'Neill John W. *A Strategy for Estimating Identified Intangible Asset Value: Hotel Affiliation Contribution*. The Appraisal Journal. Winter 2005.

⁵⁶ Rushmore, S. *Why the Rushmore Approach is a Better Method for Valuing the Real Property Component of a Hotel*. Journal of Property Tax Assessment and Administration. Volume 1 Issue 4, p 15-28.

descuento de flujos, ya que permite contemplar la generación de valor del negocio. Sin embargo el análisis de la práctica habitual de la aplicación de estos modelos constata errores en su aplicación, como la incoherencia en las tasa de descuento o en los flujos utilizados.

BIBLIOGRAFÍA

Belfrage, Eric E; O'Neill John W. *A Strategy for Estimating Identified Intangible Asset Value: Hotel Affiliation Contribution*. The Appraisal Journal. Winter 2005.

Baum, E.; Rushmore, S. *Hotels and Motels. Valuations and Market Studies*. Appraisal Institute. Illinois. USA. 2001.

Casanovas, M. *Métodos Prácticos de Valoración de Empresas*. AECA. Vol 3. Julio 1983. Madrid.

Damoran, A. *Journal of Applied Finance*. Fall/Winter 2003, Vol.13 Issue 2, p63-76, 14p.

Desmond, G.; Kelley, R. *Business Valuation Handbook*. Llano, California. Valuation Press, 1977. P 252.

Dowell, B. *Hotel investment analysis: In search of business value*. Assessment Journal, Mar/Apr97, Vol. 4 Issue 2, p46, 8p

Egan, P. *Mixed business and real estate components in hotel valuation*. Appraisal Journal, Jul.96, Vol 64 Issue 3 , p246

Goddard, R. ; Buser, A. ; Hetherington, S. *Los factores clave para la inversión hotelera en todo el mundo*. Gestión H. 2000. P.36

Goldhoff, G. Rushmore, S. *Hotel value trends*, Cornell Hotel & Restaurants Administration Quarterly, 1997, Vol. 38 Issue 6, p.18.

Kinnard Jr, W.; Swango, D; Worzak, E. *Intangible Assets ina an Operating First-Class Downtown Hotel*. Appraisal Journal. Jan 2001. Vol 69 Issue 1, p68, 16p.

Lenhoff, D; Reichardt, H. *Hotel Asset Allocation: Separating the Tangible Personalty*. Assessment Journal. Winter 2003, Vol 10 Issue 1, p 25, 7 p.

Lesser, D.; Rubin, K. *Understanding the Unique Aspects of Hotel Property Tax Valuation*. Appraisal Journal, 1993, Vol. 61 Issue 1, p9

Lloyd-Jones, A.; O'Neill, J. *Hotel Values in the Aftermath of September 11, 2001*. Cornell Hotel & Restaurant Administration Quarterly. Dec 2001, Vol 42 Issue 6, p10, 12p.

Madura, J. *Administración Financiera Internacional*. Internacional Thomson Ediciones. México. 2001

Nelson, R.; Messer, Jay L.; Allen, Laurence G., *Hotel Enterprise Valuation*, Appraisal Journal, 1988, Vol. 56 Issue 2, p163

O'Neill, J., *A New Approach to Hotel Values*, Lodging Hospitality 11/1/2004, Vol. 60 Issue 15, p38,

O'Neill, J., *An Automated Valuation Model for Hotels*, Hotel & Restaurant Administration Quarterly, 2004, Vol. 45 Issue 3, p260

Reynolds, A. *Attributing hotel Income to Real Estate and to Personalty*. The Appraisal Journal. October 1986. P 615

deRoos, J.; Rushmore, S. *Hotel Valuation Techniques*. American hotel & Lodging Educational Institute. Oct, 2004.

Rushmore, S. *The valuation of Hotels and Motels*. Appraisal Institute of Real Estate Appraisers, 1978, p 51.

Rushmore, S. *Seven Current Hotel-Valuation Techniques*. Cornell Hotel & Restaurants Administration Quarterly, 1992, Vol. 33 Issue 4, p.50.

Rushmore, S. *Focus on Hotel Valuation*. Cornell Hotel & Restaurants Administration Quarterly, 1988, Vol. 29 Issue 1, p.62.

Rushmore, S. *Ethics in hotel appraising*. Appraisal Journal, 1993, Vol. 61, Issue 3, p.357.

Rushmore, S. *Why the Rushmore Approach is a Better Method for Valuing the Real Property Component of a Hotel*. Journal of Property Tax Assessment and Administration. Volume 1 Issue 4, p 15-28.

Rushmore, Arasi. *Adjusting Comparable Sales for Hotel Assessment Appeals*. The Appraisal Journal. Vol 54, no 3 (July 1986). 356-366

Santandreu, E. Y P. *Valoración, Venta y Adquisición de empresas*, Barcelona, Gestión 2000, 1998.

Smith, K.; Thorsteindottir, K. *European Hotel Valuation*. HVS International. 2006.

Walsh, Ch.; Staley Jr, H. *Considerations in the Valuation of Hotels*. Appraisal Journal, Jul1993, Vol 61 Issue 3, p-348, 9p.

Wolman, Peter A. *Quantifying Net Income Attributable to Business Intangibles for a Hotel- Operated Full-Service Day Spa*. The Appraisal Journal, 2005-