

*A ojos del infinito, todo orgullo no es más que polvo y ceniza.*  
León Tolstói, escritor ruso (1828 – 1910)

octubre 2008

### Índice

- M&A En la práctica
- El Sector Hotelero
- Actualidad ONEtoONE
- Últimas operaciones
- Noticias
- Rincón Técnico
- Proyectando el crecimiento
- ONEtoONE en los Medios

### M&A en la práctica

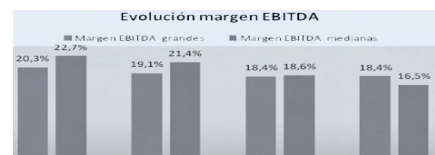
#### ○ El Sector Hotelero en España : Una concentración necesaria

ONEtoONE ha analizado la evolución de los últimos años de todas las cadenas de hoteles nacionales, tanto vacacionales como urbanos, con una facturación entre 50 y 250 millones de euros y con un negocio activo en el 2007.

Para el estudio se realizaron dos grupos de comparación para los cuales se analizaron una serie de magnitudes financieras relevantes: ingresos, margen EBITDA (cash flow de explotación), EBITDA, apalancamiento financiero y rentabilidad del capital invertido entre otras.

#### Ingresos

Tras los primeros análisis, comprobamos que en líneas generales se produce un constante incremento de plazas ofertadas a lo largo del periodo 2003 - 2006, pero un deterioro en la ocupación hotelera. Este hecho ha provocado una pérdida de poder de negociación en precio con los clientes, situando el índice de precios hoteleros se encuentra en la actualidad en niveles semejantes a los del año 2001. Comprobamos que los ingresos medios de las cadenas grandes crecieron a un ritmo del **11%** anual frente al crecimiento medio de tan sólo un **3%** de las cadenas medianas, cifras prácticamente en línea con la inflación, lo que supone un crecimiento real cercano a cero.



Comprobamos que el margen EBITDA (cash flow de explotación) medio, de las cadenas medianas, sufre un fuerte deterioro en el periodo pasado de casi el 22,7% al 16,5%.

Las cadenas grandes consiguen frenar el deterioro del margen bruto de explotación mientras las medianas experimentan un deterioro. Los segmentos del negocio más inmunes a esta pérdida de margen son los hoteles urbanos y los de lujo.

De los resultados obtenidos concluimos la clara ventaja que supone el tamaño para incrementar la cifra de negocio. Por una parte un mayor tamaño facilita las compras de otras cadenas, y va asociado a una mayor notoriedad de marca, facilitando el crecimiento mediante acuerdos con Partners y desarrolladores de locales, y establecimientos de alianzas con agencias de viajes, tour operadores, por lo que a mayor tamaño, mayor capacidad de inversión en aspectos críticos como calidad y tecnología.

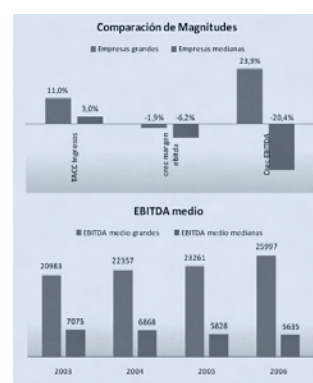


Continuación de  
**El Sector Hotelero  
en España: Una  
concentración  
necesaria**

**Deuda**

La deuda mediana de las cadenas grandes segmentadas en el estudio se acercó en 2006 a 20 millones de euros, el esfuerzo financiero medio, creció a lo largo del período al 7,1% anual. En las cadenas medias se situó en 2006 cerca de los 4,5 millones de euros. El esfuerzo financiero medio creció un 20,5% anual con mayor intensidad que las cadenas grandes.

La fuerte liquidez del período ha facilitado la financiación a bajo coste de las cadenas medianas, que llegan de este modo a la actualidad con un nivel de deuda que se aproxima a 8 veces el EBITDA anual. Observamos que el ROIC (Rentabilidad Estimada del Capital Invertido) de las grandes cadenas es en todos los años superior al ROIC de las cadenas medianas. Además a lo largo del período considerado se produce un deterioro generalizado de la rentabilidad de las explotaciones hoteleras, deterioro que es más acusado en las cadenas medianas. Las rentabilidades alcanzadas en los últimos años han sido sin duda más elevadas por el negocio patrimonial, desarrollado por numerosas cadenas hoteleras, pero en el actual contexto de enfrentamiento inmobiliario la rotación de activos y el negocio asociado se está haciendo más difícil, con lo que adquiere cada vez mayor importancia al aspecto de gestión hotelera



**Conclusión**

El entorno competitivo del sector hotelero, especialmente en el segmento vacacional, se ha endurecido en los últimos años, por la competencia de otros destinos, por el crecimiento de las plazas ofertas y por el fraccionamiento de la oferta nacional, que impide que numerosas cadenas puedan realizar inversiones en calidad y tecnología.

Como consecuencia de lo anterior, las cadenas hoteleras medianas analizadas en el estudio sufren un importante deterioro en sus márgenes e ingresos, incrementando notablemente su esfuerzo financiero medio. Si a todo ello se une el actual período de crisis económica, consideramos que el sector está abocado a un proceso de concentración que debe dar lugar a empresas con mayor capacidad de inversión en calidad y con mayor notoriedad de marca.

Si desea más información:  
[info@onetoone.es](mailto:info@onetoone.es)

Actualidad ONEtoONE

Últimas operaciones ONEtoONE



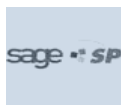
El Grupo Félix Solís Avantis a través de Pagos del Rey, sociedad que ya posee bodegas en las denominaciones de Origen Ribera de Duero, Rioja y Rueda, ha adquirido la mayor de Toro. Se trata de la bodega de la Cooperativa Viña Bajoz en Morales de Toro, Zamora por importe de 7,2 millones de Euros.

La operación asesorada por ONEtoONE Capital Partners se ha estructurado mediante la venta de activos de la cooperativa lo que ha permitido sanear el pasivo de dicha cooperativa ubicada en Morales de Toro, Zamora, y solventar la crítica situación financiera en la que estaba inmersa y con ello el proceso concursal que había presentado en el mes de mayo de este mismo año. El inversor ha anunciado públicamente que además del montante destinado a la compra de activos realizará una inversión de 8 millones de euros en la modernización y adecuación de las instalaciones y esfuerzo comercial para que Bajoz incremente su presencia en el mercado en el menor espacio de tiempo posible. El cierre de esta bodega hubiera sido un lastre importantísimo para toda la Denominación de Origen Toro y el sector vitivinícola de la zona ya que los 100 viticultores

socios de la cooperativa se verían obligados a sacar al mercado en esta campaña 2008 entorno a 3 millones de Kgs. de uva. Por este motivo la operación ha sido acogida con gran entusiasmo por todas las instituciones implicadas, Ayuntamiento de la localidad, Diputación de Zamora, Junta de Castilla y León y Consejo Regulador de la Denominación de Origen Toro, por ser Viña Bajoz la bodega de mayor tamaño de la DO Toro.

La entrada del grupo Félix Solís Avantis supone un aval de continuidad para esta bodega por la importante infraestructura comercial de que dispone y el prestigio de la firma tanto en el mercado nacional como en el internacional ya que cuenta con presencia en más de 80 países en los que factura ya el 50% del total de su facturación que alcanzará en este ejercicio 2008 los 200 millones de euros. Félix Solís Avantis, además de las bodegas de Pagos del Rey está presente en la DO Valdepeñas, DO Mancha y en Shanghai con bodegas propias.

Si desea más información:  
david.rodriquez@onetoone.es



**ONEtoONE Capital Partnes asesora al Grupo Sage en la adquisición de DCS Automotive.**

Con esta adquisición Sage continúa con su estrategia de adquisiciones. DCS Automotive se integrará dentro de la división de mediana empresa, fortaleciendo y complementando el área de las soluciones verticales para el sector de los concesionarios de automóviles, de esta forma, DCS Automotive potenciará este segmento en el que ya tiene SAGE presencia con Sage Cogestib.

Cabe destacar que el área de soluciones para concesionarios contará con más de "40 empleados, entre Madrid y Barcelona". Sage ha previsto que la facturación de la misma alcance los tres millones de euros.

Sage incorporará a su cartera el software DMS (Dealer Management Software) Global, principal solución de la firma recién adquirida y que, según Sage, tiene una gran presencia en las redes Opel, Ford, Rover y Scania en España.

Si desea más información:  
marc.cebrian@onetoone.es



**ONEtoONE ha asesorado a Grupo Valeo y a Cablerías Conductoras en la reindustrialización de planta de producción de Valeo en Vigo**

ONEtoONE ha asesorado a Grupo Valeo y a Cablerías Conductoras en la reindustrialización de planta de producción de Valeo en Vigo, evitando el cierre de la planta y despido de 150 personas. Cablerías Conductoras ha entrado como empresa reindustrializadora. La operación se ha llevado a cabo en colaboración de la Xunta

de Galicia y ha complementado la operación de reindustrialización la compañía Viza Automoción (empresa española del sector auxiliar de automoción fabricante de asientos) absorbiendo parte del personal.

La operación coordinada por ONEtoONE se ha llevado a cabo con éxito tras 10 meses de negociaciones entre las empresas reindustrializadoras, la multinacional Valeo, la Xunta de Galicia y los sindicatos.

Si desea más información:  
[javier.vidal@onetoone.es](mailto:javier.vidal@onetoone.es)

○ **Noticias ONEtoONE: Conferencias**



**El jueves 18 de septiembre ONEtoONE impartió una conferencia dirigida a los antiguos de FUNDESEM, en la que se trató el tema “ Cooperaciones Financieras, Fusiones y Sinergias como solución de crisis”.**

entre otros temas la evolución del sector industrial y del sector Hotelero.

En esta conferencia [Rafael Brotons](#), Socio Director de ONEtoONE explicó en la sede de la fundación

Si desea más información:  
[rafael.brotons@onetoone.es](mailto:rafael.brotons@onetoone.es)



**El pasado martes 30 de septiembre, en Lorca, ONEtoONE impartió en una conferencia sobre Valoración de Empresa para la Asociación de Jovenes Empresarios de la Comarca de Guadalentín.**

compra y se vende una empresa, en la sede de la Confederación Comarcal de Organizaciones Empresariales de Lorca ( CECLOR).

En esta conferencia [Guillermo Embid](#), Socio Director de ONEtoONE, explicó cómo se

Si desea más infomación:  
[guillermo.embid@onetoone.es](mailto:guillermo.embid@onetoone.es)

## El Rincón Técnico

### ○ Valoración: proyectando el crecimiento

A la hora de realizar la valoración por descuento de flujos de caja de una compañía, resulta crítica la proyección del crecimiento, más aún en el caso de start-ups o empresas jóvenes o innovadoras con fuerte potencial de expansión. El resultado final de la valoración mostrará una fuerte dependencia del crecimiento proyectado y es esencial que los crecimientos futuros estimados estén sólidamente fundamentados.

Siempre es útil analizar cómo han evolucionado magnitudes como el cash flow de explotación (EBITDA) o el beneficio neto, pero nos centraremos preferentemente en la estimación de crecimiento de los ingresos de la compañía, pues estos crecimientos suelen ser más estables y predecibles que crecimientos de magnitudes que se encuentran más abajo en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias (en adelante PyG. La inestabilidad mencionada se debe a efectos como variaciones en costes, amortizaciones, criterios contables, fiscalidad...).

En definitiva, los crecimientos de ingresos en distintos períodos temporales están mucho más correlacionados entre sí que crecimientos de beneficios, haciendo que la proyección directa de estos últimos sea altamente incierta. Ya centrados en el crecimiento de los ingresos interesa desglosar los efectos precio (principalmente ligado a la inflación) y volumen, de forma que podamos hacer una proyección de cada uno de estos factores por separado, y determinar por tanto las necesidades productivas de la compañía, ligadas al volumen vendido.

Así pues, cuando estimamos el crecimiento futuro de una compañía nos fijamos como punto de partida en el crecimiento histórico de los ingresos. Aunque crecimientos pasados no tienen por qué ser un buen indicador de crecimientos futuros, la información histórica siempre es de utilidad a la hora de hacer estimaciones sobre el futuro. En cualquier caso, es importante utilizar crecimientos pasados como referencia de crecimientos futuros únicamente para dos o como máximo tres años de proyección, pues cambios tecnológicos, entrada de nuevos competidores o de productos sustitutivos pueden alterar e invertir en poco tiempo una tendencia.

De este modo, en las proyecciones a más de tres años vista, intentaremos dar cada vez más peso a factores de índole sectorial, como es el crecimiento esperado de la industria a largo plazo.

Hay que tener en cuenta además que, en general, los crecimientos de ingresos (y de las demás magnitudes de PyG) de las compañías pequeñas son mucho más inestables que las de las grandes compañías, debido a su menor diversificación geográfica y de cartera de productos, y a mayor dependencia de un reducido número de clientes, y segmentos de negocio. A esto se añade que en muchas ocasiones las compañías de menor dimensión son empresas jóvenes, con escaso recorrido en el mercado, y con propuestas de valor rompedoras cuyos resultados son de difícil predicción.

**Continuación de  
Proyectando el  
crecimiento**

Para analizar y proyectar el crecimiento histórico de los ingresos recomendamos la utilización de una media geométrica con objeto de obtener una tasa anual de crecimiento constante o CAGR (del inglés Compounded Average Growth Rate). ¿Por qué? aunque la media geométrica toma en consideración sólo los extremos de la serie temporal y la media aritmética tiene en cuenta todos los años intermedios, esta última no es capaz de captar el efecto acumulativo o compuesto del crecimiento. Otra opción es proyectar directamente los ingresos calculando una tendencia mediante regresión lineal (mínimos cuadrados).

Hasta el momento, hemos hecho hincapié en la proyección de las ventas. Para evitar que nuestra proyección se despegue de la realidad y se convierta en un mero ejercicio de imaginación es esencial que el crecimiento de las ventas se ponga en relación con los medios que tiene la empresa para alcanzarlos (algunos de los cuales figuran como partidas de balance), es decir, tecnología, maquinaria, instalaciones, personas etc. En cada caso habrá que decidir si tomamos como referencia el crecimiento en volumen o el crecimiento de ventas en su conjunto. Adquieren especial relevancia relaciones como compras / ventas inmovilizado / volumen vendido, gastos de personal / volumen vendido, clientes / ventas, etc., que se utilizarán para calcular la evolución de magnitudes distintas de las ventas (tanto de PyG como de Balance) y que permitirán determinar si la evolución a lo largo del período de proyección considerado es consecuente con el histórico y con los fundamentos del negocio.

En el caso concreto de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, pondremos el foco de nuestra atención en la proyección de los márgenes (margen bruto y margen EBITDA, principalmente) y en su relación con los márgenes históricos de la compañía. Resulta en este sentido de mucha utilidad el análisis comparado con los márgenes de un grupo de empresas del mismo sector. En el caso de magnitudes de balance, nos centraremos en el cálculo de partidas clave, tales como inmovilizados, partidas de clientes, existencias y acreedores comerciales.

Por otra parte, el uso de ratios derivados de magnitudes fundamentales, tales como producción / número de empleados en fábrica, producción / capacidad instalada, costes de distribución / uds. vendidas, etc., ayudará a entender la realidad de la empresa, y a realizar proyecciones sólidas y creíbles, basadas en ratios de negocio. Añadiendo una sana dosis de objetividad, lograremos “atar” las proyecciones y evitaremos inconsistencias que más adelante, a la luz de la realidad futura, puedan convertirse en errores de bulto.

En la misma línea de contraste de las proyecciones, es altamente recomendable el cálculo de la rentabilidad sobre el capital invertido (ROIC, return on invested capital, o ROCE, return on capital employed) histórico y proyectado. Esta magnitud nos permitirá entender cómo ha evolucionado la rentabilidad para accionistas y acreedores financieros (proveedores de capital) en el pasado y si la rentabilidad proyectada es consecuente con el histórico y con los fundamentos del negocio a futuro. Por otra parte, teniendo en cuenta la tasa de reinversión histórica de la compañía (es decir, la parte del beneficio operativo o EBIT que es reinvertido vía CAPEX o inversión en circulante), así como la rentabilidad histórica sobre el capital invertido, es posible obtener el crecimiento esperado de beneficio operativo. Del mismo modo es posible contrastar el crecimiento del beneficio neto proyectado con el crecimiento esperado, teniendo en cuenta la evolución histórica del porcentaje de beneficio neto reinvertido en el negocio cada año, y la rentabilidad de los fondos propios (ROE, return on equity).

D.Fernando Malo  
Analista Senior de ONEtoONE

Si desea más información:  
[fernando.malo@onetoone.es](mailto:fernando.malo@onetoone.es)

ONEtoONE en los Medios

○ **Expansión** 24 de Septiembre de 2008

¿ Qué pasa en la Banca de Inversión?

Tras la explosión de la burbuja tecnológica en el año 2000, con objeto de evitar una recesión hubo una actuación contundente y concertada de los tres grandes bancos centrales bajando el precio del dinero. Fue una medida agresiva, para sacar a la economía mundial del fango en el que se había metido.

Al bajar tanto los tipos de interés en el mundo se creó una situación de tipos de interés reales negativos, ello fomentó la demanda de crédito pues resultaba rentable endeudarse al 2% e invertir en cualquier proyecto con rentabilidad real cero pues su valor subiría, al menos en España, un 4% al año por la inflación.

Uno de los aspectos fascinantes del sistema bancario es su figura de multiplicador del dinero a través del crédito, el crédito crea dinero nuevo; a más crédito, más dinero nuevo.

¿Y esto qué tiene que ver con los bancos de inversión?

Mientras los bancos comerciales en Estados Unidos están supervisados por el FED y pueden tener un apalancamiento (endeudamiento) de hasta 20 veces su capital, los bancos de inversión son principalmente supervisados por la SEC y no tienen este límite, por ellos sus balances han llegado a tener apalancamientos de hasta 50 veces su Capital. Encontraron todos los bancos la argucia de seguir emitiendo deuda fuera de balance sin que las agencias de calificación bajasen sus ratings.

Por esta vía hicieron crecer exponencialmente sus activos. Se desarrolló el mercado de derivados de crédito por una magnitud de más de 60 trillones de dólares, lo que aumentó y dispersó el riesgo de crédito por todo el sistema financiero en una forma que dificultó entender quién tenía el riesgo. Cuando baja, como ahora, el valor de estos activos que emitieron los bancos y que todavía no han colocado a terceros o que ellos se han quedado, se encuentran con que sus pérdidas son superiores a sus recursos propios y necesitan una ampliación de capital o



están en quiebra técnica. No se conocen las pérdidas porque no se sabe el valor de estos activos al no haber compradores para ellos. Por ello la desconfianza entre bancos se ha generalizado, disparándose los diferenciales en el interbancario.

Ante esta situación, se ha producido una reacción in extremis y conjunta del Tesoro, la FED y la SEC, que propone al congreso tres medidas:

1. Prohibir, el short selling (ventas en descubierto), de acción de entidades financieras, pues ésta era una estrategia de los hedge funds para ganar mucho dinero mientras hacían quebrar bancos.
2. La creación de una agencia que compra los activos tóxicos con objeto de eliminar incertidumbre causante de la desconfianza en una especie de depositario central que ordenadamente gestione y, si puede, venda esos activos en pérdida.
3. Continuar con inyecciones de liquidez y garantizar los depósitos y fondos del mercado monetario.

¿Qué futuro les espera los bancos de inversión?

convertirán en bancos comerciales. Otros reducirán su tamaño y todos centrarán sus líneas de negocio en productos donde expongan menos capital a riesgo. Ha fallado la regulación y la gestión interna de riesgos de las entidades. Los reguladores habrán aprendido y prohibirán los vehículos fuera de balance, serán más estrictos con los ratios de cobertura y exigirán mayores controles. Los bancos ganarán menos dinero y por supuesto, vivirán con una regulación mucho más dura. Los excesos se pagan.

ONEtoONE en los Medios

○ **Dinero y Empleo** 7 de Septiembre de 2008 (extracto)

**En tiempos de crisis, oportunidad para las fusiones.**

Enrique Quemada y Juan Carlos Gallo ponentes del Foro de Directivos siglo XXI, aventuraron que España registrará una contracción importante propiciando un momento "fantástico" para adquisiciones empresariales.

Las empresas de capital rieso van a aprovechar la oportunidad de una crisis que estima, que España podría conducir a una cifra de 3,5 millones de parados dentro de un año.

Enrique Quemada dice de estar preocupado entre otras razones " porque España no está preparada para competir, debe mucho dinero al resto del mundo, los sueldos son altos y han crecido un 25% mintras que en Alemania se reduce". La coyuntura económica española ha sido modulada hasta ahora por una generación consumista que ha contribuido a que todas las empresas ganen dinero. El principal descenso de consumo se detecta en las pequeñas empresas, mientras que las grandes ganan dinero y crecen.

La empresa capital riesgo jugará un papel importante en la ayuda a empresas con dificultades.

Enrique respondió a todas las preguntas de los asistentes. citó casos de empresarios que no pueden despedir a sus trabajadores porque no tienen dinero para afrontar necesarias reducciones de personal, pero tampoco pagarles, aunque advirtió que, pese a la falta de liquidez se detecta adquisiciones de empresas sin endeudarse.

Enrique Quemada propuso una liberalización del mercado laboral y leyes que no permitan dilatar los pagos más allá de 30 días en vez de los habituales 120 días".



ONEtoONE en los Medios

○ Aparición del Estudio del Sector Hotelero en los medios económicos y del sector

3 de Septiembre de 2008

NEGOCIO



*“El endeudamiento impulsará las fusiones en el sector hotelero”*

NEXOHOTEL



*“El crecimiento cercano a cero de los ingresos de las cadenas medianas impulsará procesos de concentración”*

HOSTELTUR



*“El sector hotelero está abocado a un proceso de concentración”*

Si desea enviarnos algún comentario o solicitar cualquier información adicional puede ponerse en contacto con nuestro departamento de comunicación: [raquel.arjona@onetoone.es](mailto:raquel.arjona@onetoone.es)

ONEtoONE Capital Partners le envía esta comunicación. Por favor, lea nuestra política de privacidad. Si desea modificar su suscripción o darse de baja diríjase a [http://www.onetoone.es/general\\_newsletters](http://www.onetoone.es/general_newsletters). © 2008 ONEtoONE Capital Partners S.L. C/ Claudio Coello 124, 4ª Planta 28006 Madrid Tel. +34 902 121 004 [info@onetoone.es](mailto:info@onetoone.es)