



UNIVERSIDAD DE JAÉN
Facultad de Ciencias Sociales y Jurídicas

Trabajo Fin de Grado

**ESTUDIO Y ANÁLISIS
DEL CASO: EMISION
DE DEUDA SENIOR DE
MELIA HOTELS
INTERNATIONAL, S.A.
PARA SU CANJE POR
UNA EMISION DE
PARTICIPACIONES
PREFERENTES EN
CIRCULACION**

Alumno: M^a Dolores Sánchez Sánchez

Julio, 2014

INDICE

1. RESUMEN	5
2. INTRODUCCION	7
3. MELIA HOTELS INTERNATIONAL, S.A	9
4. CONSIDERACIONES GENERALES DE LASPARTICIPACIONES PREFERENTES Y DEUDA SENIOR	11
5. EMISION DE PARTICIPACIONES PREFERENTES	13
5.1. CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN DE PARTICIPACIONES PREFERENTES	13
5.2. ANÁLISIS SITUACIÓN ECONÓMICA-FINANCIERA	15
6. EMISION DE DEUDA SENIOR	19
6.1. OPERACIÓN DE CANJE	19
6.2. CARACTERISTICAS DE LA EMISION DE DEUDA SENIOR	19
6.3. ANÁLISIS SITUACIÓN ECONÓMICA-FINANCIERA	21
7. CONCLUSIONES	27
8.ANEXOS	29
I ANEXO 1	29
II ANEXO 2	30
III ANEXO 3	31
8. BIBLIOGRAFIA	33

1. –RESUMEN

En el año 2002 Meliá Hotels International, S.A. realiza una emisión de Participaciones Preferentes Serie A, con la intención de obtener financiación y reorganizar su estructura financiera, ofreciendo un dividendo del 7,8% nominal anual, siendo éste, a partir del año diez (2012), de un mínimo de 12,30%.

Es en este momento cuando Meliá Hotels International, S.A. plantea una nueva emisión, cuya ejecución está basada en el canje de las Participaciones Preferentes mediante la entrega de un Bono Simple, que ofrece un tipo de interés más bajo (7,80% fijo nominal anual), pero que para el inversor supone un menor riesgo de crédito, puesto que acudiendo a dicha oferta, tendrá una mayor posibilidad de recuperar el capital invertido en su momento por las Preferentes Serie A.

Aunque Meliá Hotels International, S.A. no logra recomprar todos los instrumentos de Participaciones Preferentes, si que se genera una importante disminución de su importe en el Balance de situación de 2012, con respecto al 2011.

In 2002 Preference Shares are emitted from Meliá Hotels International, S.A, with the intention of getting financial resources and reorganizing his financial structure, by offering a dividend of 17,8 % nominal, annual, but within ten years (in 2012), the dividend will be at least, of 12,30%

It is at this moment when Meliá Hotels International, S.A. plans a new emission, whose implementation is based on the exchange of Preference Shares for a debt instrument, which offers a lower interest rate (7,80% annual and nominal, every year), however these have less credit risk than Preference Shares to the investor, because if the investor accepts the offer, he will have more possibility to recover money invested in that time in Preference Shares.

Although Meliá Hotels International, S.A. doesn't get repurchase all instrument of Preference Shares, it is true that a significant decrease in the amount takes place in the 2012 balance situation, compared to 2011.

2. --INTRODUCCION

El objetivo de la elaboración de éste trabajo, en el que se estudiará y analizará el caso de la Emisión de Deuda Senior que Meliá Hotels International, S.A. realizó para canjear una emisión de Participaciones Preferentes en circulación, no es otro que el de poner en valor y práctica, a través de un caso real, los conocimientos adquiridos, en esta materia, a lo largo de la titulación del Grado en Finanzas y Contabilidad que he cursado en la Universidad de Jaén.

De manera que lo que se pretende es valorar la razonabilidad de la operación de canje, estudiando sus características, así como lo que motivó a su realización y los resultados obtenidos de ésta.

El trabajo está organizado de la siguiente manera. En primer lugar, se presenta a la compañía hotelera Meliá Hotels International, S.A., seguidamente se contextualizan las Participaciones Preferentes, explicando las características de su emisión, así como las características de la emisión de la Deuda Senior.

A continuación se analiza la situación económica-financiera de Meliá Hotels International, previa a la emisión y con posterioridad a ésta, explicando lo que motivó a la compañía a realizar dicha operación, y finalmente, contrastar los resultados para así comprobar en qué medida Meliá Hotels International, S.A. consiguió lo que pretendía con todo ello.

Éste trabajo se realiza empleando, en la medida de lo posible, las herramientas que durante el periodo docente me han sido proporcionadas y enseñadas en la materia financiera-contable, con la única intención de expresar al máximo el aprendizaje y complementarlo mediante el estudio de un caso real, siendo éste la emisión de Deuda Senior que Meliá Hotels International, S.A. emitió en el año 2012 para su canje por una emisión de Participaciones Preferentes, que fueron emitidas diez años antes.

3. - MELIA HOTELS INTERNATIONAL, S.A.

Meliá Hotels International es una compañía hotelera española, de naturaleza familiar, fundada en Palma de Mallorca en 1956, que dispone de más de 350 hoteles, que se encuentran distribuidos en 35 países de 5 continentes.

Su objeto social no es otro que la adquisición, explotación, administración y cesión de empresas turísticas y hoteleras, valores mobiliarios, públicos y privados, de bienes y servicios destinados a explotaciones turísticas y hoteleras, comercio y desarrollo.

Dispone de 7 prestigiosas marcas, entre las que se encuentran, Gran Meliá, Meliá, Innside by Meliá, ME by Meliá, Sol, Paradisus y Tryp by Wyndham.

La compañía, altamente consolidada, se caracteriza por haberse expandido internacionalmente, lo que junto a sus más de 55 años de trayectoria y experiencia en el sector hotelero, varios procesos de fusión y adquisición de cadenas hoteleras y su gran compromiso social y medioambiental, le ha permitido evolucionar y crecer, teniendo su salida a Bolsa el 2 de Julio de 1996 y llegando a ser hoy día líder en los mercados tradicionales, distinguida en éstos por las siglas MEL.

4. -CONSIDERACIONES GENERALES DE LAS PARTICIPACIONES PREFERENTES Y DEUDA SENIOR

Las participaciones preferentes son instrumentos financieros compuestos o híbridos, esto es, poseen características propias de instrumentos de deuda, o instrumentos de renta fija, y también de instrumentos de capital, o instrumentos de renta variable.

Una de las características de los instrumentos de deuda que son propias de las participaciones preferentes, es que éstas no confieren derechos políticos al inversor (voz y voto en la junta general) ni le otorgan participación en el capital de la sociedad, así como derecho de suscripción preferente.

Por otro lado, la retribución pactada como pago de intereses se condiciona a la obtención de beneficios por parte de la sociedad emisora, de manera que su rentabilidad no está garantizada y su vencimiento es indefinido.

En caso de concurso de acreedores, la posición del inversor se encuentra, en orden de preferencia, justo delante de los accionistas, si los hubiera, y por detrás del resto de acreedores (tanto comunes como subordinados).

Como puede observarse, las participaciones preferentes tienen diferentes riesgos inherentes a ellas, entre los que destacan, el riesgo de crédito (posibilidad de que el deudor no pague parte o toda la deuda y los intereses), además, la inversión no está cubierta por el Fondo de Garantía de Depósitos (FGD). Por otro lado, estos instrumentos cotizan en un mercado secundario (AIAF), y para recuperar la inversión deben ser puestos en venta, de manera que existe el riesgo de que la cotización esté baja y por lo tanto, se puede perder parte del capital invertido (Riesgo de Mercado). Por último, estos títulos compuestos tienen un elevado riesgo de liquidez, ya que si se dan muchas órdenes de venta y casi ninguna de compra, resulta muy difícil recuperar el capital.

Para compensar todos estos riesgos propios de las participaciones preferentes, las sociedades que emiten estos valores suelen ofrecer una alta rentabilidad, que siendo perpetua, cubra el riesgo asumido por el inversor.

En lo referente a la Deuda Senior, lo que la caracteriza principalmente es que en el orden de prelación de créditos se coloca por delante de la deuda junior, las participaciones preferentes y acciones ordinarias. Es por esto, que la deuda senior se suele emitir, por norma general, a un tipo de interés inferior que el de los instrumentos anteriormente citados. No obstante, el nivel de riesgo de todo tipo de deuda vendrá determinado por la calificación que las agencias de rating le asignen.

Dentro de la deuda senior pueden diferenciarse dos tipos:

Por un lado, se encuentra la deuda senior asegurada, la cual, como su nombre indica, ofrece la garantía de tener una mayor seguridad, ya que está respaldada a por un activo concreto.

Por otro lado, la deuda senior no asegurada, no dispone activo alguno que asegure la deuda, de modo que posee un mayor riesgo que la deuda asegurada, y por consiguiente debe ofrecer una mayor rentabilidad para contrarrestar dicho riesgo.

5. - EMISION DE PARTICIPACIONES PREFERENTES

La emisión de las participaciones preferentes (ISIN KYG8259W1033) (en adelante valores A) de MELIA HOTELS INTERNATIONAL, S.A. tuvo lugar en fecha 29/04/2002, siendo las entidades participantes AHORRO CORPORACION FINANCIERA, S.V.B., S.A.; BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.; BANCO DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA, S.A.; BANCO URQUIJO, S.A.; BANKINTER, S.A.; CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE MADRID; NATEXIS BANQUES POPULAIRES, SUC ESPAÑA y ABN AMRO BANK N.V. Su banco de pagos es el BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.

5.1. -CARACTERISTICAS DE LA EMISION DE LAS PARTICIPACIONES PREFERENTES

Valor	Participaciones Preferentes Serie A
Emisor	SOL MELIA FINANCE LIMITED
Garante	SOL MELIÁ, S.A.
Rating corporativo	BBB (Estándar & Poor's) y BBB (Fitch IBCA).
Importe total efectivo emisión	150 millones de Euros, ampliables a 300 millones de Euros.
Valor nominal	100 Euros
Dividendo	7,80% anual fijo, hasta que se cumplan diez años desde el final del trimestre natural correspondiente a la fecha de desembolso, preferente y no acumulativo. A partir de los citados diez años, de carácter variable, Euribor a 3 meses más un diferencial de 5%, con un mínimo del 12.30% anual.
Pago de dividendos	Por trimestres vencidos, los días 31 de Marzo, 30 de Junio, 30 de Septiembre y 31 de Diciembre de cada año. El pago de los dividendos está condicionado a la existencia de Beneficio Distribuible, aunque esta delimitación no será aplicable si el Garante paga dividendos a los titulares de acciones ordinarias u otros valores del Garante de rango inferior a las Participaciones Preferentes Serie A.

	De no existir Beneficio Distribuible y no pagarse, en todo o en parte, dividendos a los titulares de las Participaciones Preferentes Serie A, el Emisor no pagará dividendos a los titulares de sus acciones ordinarias.
Derechos Políticos en el Emisor	Carecen de derechos políticos, salvo en supuestos excepcionales, como son: falta de pago íntegro de los dividendos durante cuatro períodos de dividendo consecutivos; cualquier modificación o supresión de los derechos otorgados por las Participaciones Preferentes Serie A, realizada mediante la modificación de los Estatutos del Emisor o de cualquier otro modo; acuerdos de liquidación o disolución del Emisor.
Plazo	Perpetuas
Facultad de Amortización	<p>El Emisor podrá amortizar anticipadamente todas o parte de las Participaciones Preferentes Serie A emitidas, siempre que hayan transcurrido diez años desde la fecha de desembolso, será requisito para que pueda tener lugar que dentro de los diez años anteriores a la amortización, SOL MELIÁ o filiales de SOL MELIÁ hayan emitido acciones, valores o instrumentos de rango inferior o igual a las Participaciones Preferentes Serie A con el efecto de incrementar los recursos propios consolidados (incluyendo intereses minoritarios) en cuantía igual al importe total de la amortización.</p> <p>Dichas acciones, valores o instrumentos emitidos no estarán garantizadas por SOL MELIÁ o, en el caso que lo estuvieran, la garantía tendrá un rango en todo caso igual o inferior a la Garantía y hasta que hayan transcurrido quince años desde la fecha de desembolso las acciones o valores emitidos sólo podrán amortizarse en las condiciones y con las limitaciones previstas para la amortización de las Participaciones Preferentes Serie A.</p> <p>La amortización se realizará reembolsando a su titular el valor nominal desembolsado y la parte correspondiente de los dividendos que, en su caso, le hubiesen correspondido respecto del período corriente de dividendos.</p>
Colectivo de inversores	Todo tipo de inversores
Sistema de	Existirá un único tramo para todo tipo de inversores

colocación	
Importe mínimo de las órdenes de suscripción	Las órdenes de suscripción se formularán por un mínimo de 10 participaciones.
Fecha de desembolso	Un único desembolso (29.04.2002)
Cotización	Se solicitará su admisión a negociación en AIAF Mercado de Renta Fija.

Las Participaciones Preferentes Serie A forman parte del capital social de la compañía y, por consiguiente, carecen de vencimiento.

Ante las características de la emisión de las participaciones preferentes objeto de estudio, resulta necesario analizar el apartado del dividendo.

Debido al carácter perpetuo de las participaciones preferentes, a partir del año diez las empresas emisoras debieron comprometerse a pagar un dividendo más elevado para, de esta manera, promover que las empresas recompraran las preferentes colocadas y así, devolver el capital a sus inversores, o si no, debían ofrecer una mayor rentabilidad.

En el caso de Meliá Hotels International, S.A., cuando las preferentes cumplieran su décimo cumpleaños, se establece un dividendo mínimo del 12,3%, lo que significa que a partir de este momento, la compañía hotelera debería pagar a sus inversores dicho dividendo.

Ante el encarecimiento del coste de financiación, Meliá Hotels International, S.A. estudió amortizar las preferentes, es decir, devolver el principal a sus inversores, debiendo éstos venderles sus valores A, y así no tener que pagar el dividendo mínimo de 12,3%.

5.2. - ANÁLISIS SITUACIÓN ECONÓMICA-FINANCIERA

La situación financiera de Meliá Holtels International en dicho momento quedaría de la siguiente manera según su balance final de 2002.

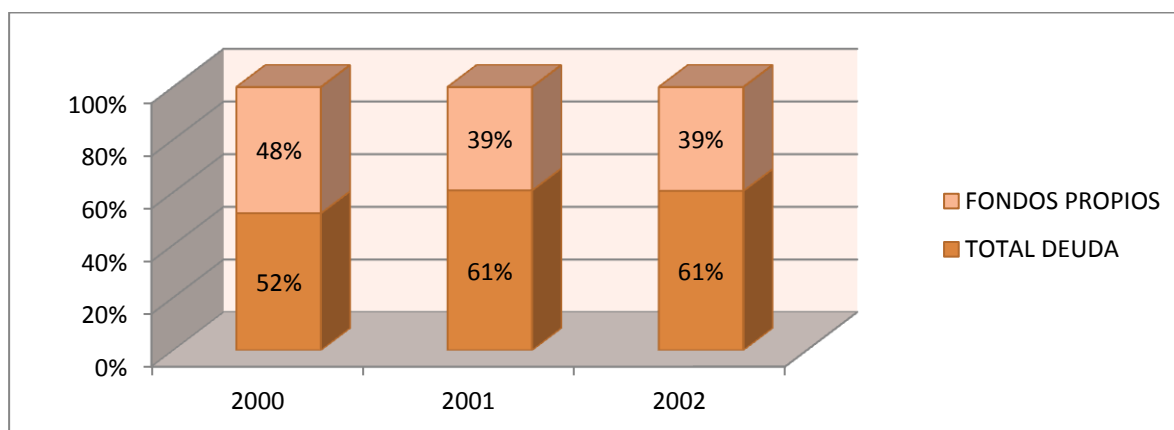
*(Miles de euros)

Balance Final 2002

	Dic 2002	Dec 2001	Dec 2000
En Millones de Euros			
CAJA	130,8	175,8	74,4
INV.FINANCIERAS TEMP.	2,8	0,3	21,3
DEUDORES	139,0	143,7	107,5
EXISTENCIAS	28,0	39,7	36,0
OTROS ACTIVOS CIRCULANTES	112,0	123,8	121,0
ACTIVO CIRCULANTE	412,6	483,3	360,3
ACTIVO FIJO BRUTO	2.702,4	2.843,1	2.903,8
DEPRECIACIÓN	(652,3)	(630,0)	(550,9)
ACTIVO FIJO NETO	2.050,1	2.213,1	2.352,9
INVERSIONES FINANCIERAS	165,3	187,6	189,2
OTROS ACTIVOS FIJOS	52,0	46,9	42,7
TOTAL ACTIVO	2.680,1	2.930,8	2.945,1

	Dic 2002	Dec 2001	Dec 2000
Mn Euros			
ACREEDORES C.P.	126,4	137,4	117,0
PRÉSTAMOS C.P.	225,9	154,2	153,8
OTRAS DEUDAS C.P.	63,5	145,9	60,8
TOTAL DEUDAS C.P.	415,7	437,6	331,6
PRÉSTAMOS L.P.	1.036,8	1.162,9	1.020,1
OTRAS DEUDAS L.P.	170,2	180,9	182,5
TOTAL DEUDAS L.P.	1.207,0	1.343,8	1.202,7
MINORITARIOS	166,4	64,7	58,9
CAPITAL+RESERVAS	890,9	1.084,8	1.352,0
TOTAL FFPP.	1.057,3	1.149,5	1.410,9
TOTAL PASIVO	2.680,1	2.930,8	2.945,1

Hitos Año 2002. Resultados Económicos - Sol Meliá Memoria Anual 2002



*(Ver anexo 1)

A la vista de los datos del balance del año 2000, 2001 y 2002, se puede apreciar la evolución de la estructura financiera de la empresa.

Existe un cambio en dicha estructura, de manera que en el año 2000 los fondos ajenos de la empresa representaban un 52%, pasando en 2001 a ocupar el 61% del total de su financiación. Sin embargo en 2002 se conserva la estructura financiera anterior. (Anexo 1)

El ratio de endeudamiento refleja dicho cambio, siendo en el año 2000 de 1,09, y arrojando una cifra de 1,55 y 1,53 en los años 2001 y 2002, respectivamente. (Anexo 1)

A partir de las cifras que muestra el beneficio neto en el año 2000, 2001 y 2002 junto con las de los Fondos Propios, se deduce una rentabilidad financiera (calculada como Beneficio Neto/Fondos Propios) de 8,41% en el año 2000, 5,63% en el año 2001 y 1,29% en el año 2002, lo que implica una disminución de la rentabilidad generada por las inversiones de la empresa, que pertenece al accionista.

APALANCAMIENTO	2002	2001	2000
COSTE MEDIO DEUDA	4,8%	5,5%	5,7%
DEUDA NETA / ACTIVOS	42,2%	41,3%	37,2%
DEUDA NETA / CAPITALIZACIÓN (*)	162,5%	76,7%	53,8%
DEUDA NETA	1.132 €	1.211 €	1.095 €
DEUDA NETA / FF.PP.	107,0%	105,4%	77,6%

* Cotización a 31/12/2002 de 3,77 euros

Hitos Año 2002. Resultados Económicos - Sol Meliá Memoria Anual 2002

	Rentabilidad económica	Coste medio de la deuda
2000	8,85%	5,7%
2001	8,23%	5,5%
2002	8,71%	4,8%

Por otro lado, la rentabilidad económica (calculada como EBITDA/Fondos Ajenos + Fondos Propios) en el año 2000 fue de 8,85%, siendo en 2001 y 2002 de 8,23% y 8,21%,

respectivamente. De manera que comparando los datos que ofrece la rentabilidad económica con el coste medio de la deuda (Ver cuadro), se observa que la primera es mayor que el coste medio de la deuda en los tres años consecutivos, lo que significa que la empresa tiene capacidad de endeudamiento, o lo que es lo mismo, tiene apalancamiento financiero positivo, es decir, en estas condiciones la rentabilidad financiera esperada será mayor cuanto mayor sea el nivel de endeudamiento, aunque un mayor nivel de endeudamiento siempre estará asociado a un mayor riesgo.

Podría decirse que, ante esta situación, Meliá Hotels International pudo tomar la decisión de emitir los Valores A, dado que con dicha operación (aislada del resto de operaciones) conseguía reducir su capital social y por consiguiente, sus fondos propios, aumentando así su nivel de endeudamiento, o lo que es lo mismo, se estaría apalancando.

6. - EMISION DE DEUDA SENIOR

Meliá Hotels International realiza el 15 de Octubre de 2012 una emisión de Bonos Simples, en calidad de Deuda Senior (en adelante Valores B), siendo en este caso asegurada, puesto que los Bonos están garantizados por el patrimonio de la mercantil.

Los valores B son emitidos con una oferta de compra y/o canje por una emisión de Participaciones Preferentes (Valores A) ya en circulación. Esto concederá a los inversores de los Valores A la posibilidad de acceder a unos instrumentos financieros de deuda de mayor liquidez, con un vencimiento determinado, y en cuanto a la orden de prelación de cobro, en caso de concurso de acreedores, se encuentran situados por detrás de los créditos con privilegio que, en esa fecha, tuviera Meliá Hotels International, S.A.

6.1. .- OPERACIÓN DE CANJE

La operación de canje consiste en que la sociedad emisora, en nuestro caso Meliá Hotels International, S.A., va a proceder a recomprar las participaciones preferentes (Valores A) a cambio de los Valores B.

La aceptación de la oferta de canje implicará la simultánea e irrevocable suscripción de los Valores B,

6.2. -CARACTERISTICAS DE LA EMISION DE DEUDA SENIOR

A continuación se detallan las principales características y condiciones de la emisión de Deuda Senior de Meliá Hotels International, S.A.

Valores emitidos	Bonos Simples
Emisor	Meliá Hotels International, S.A.
Importe nominal unitario	NOVENTA Y TRES EUROS CON NOVENTA CÉNTIMOS (93,50€)
Representación	Mediante anotaciones en cuenta

Importe nominal de la emisión	NOVENTA Y NUEVE MILLONES NOVECIENTOS TREINTA Y OCHO MIL SEISCIENTOS NOVENTA EUROS CON CINCO CÉNTIMOS (99.938.690,5€)
Fecha de emisión	15 de Octubre de 2012
Vencimiento	15 de Julio de 2016
Estructura de pagos	Remuneración del 7,80% fijo nominal anual.
Frecuencia de pagos	Pagos trimestrales, los días 15 de Enero, Abril, Julio y Octubre de cada año desde la fecha de Desembolso durante el periodo de vida de la emisión.
Inversores	Tenedores de las Participaciones Preferentes (ISIN KYG8259W1033)
Divisa de la emisión	Euros

Como se puede apreciar, tiene sentido que la sociedad objeto de estudio pretenda canjear las Participaciones Preferentes por los Bonos Simples, ya que de acuerdo con las características de la emisión de los Valores A, a partir de 2012 la empresa debería pagar un dividendo del 12,3% para los inversores de sus Preferentes, y de ésta manera, consigue en la medida que esto sea posible, amortizar sus Preferentes, disminuyendo de este modo su coste de financiación, ya que sólo debe pagar un 7,8% nominal anual, frente al 12,3%.

No obstante, en el folleto de emisión de las Obligaciones de Meliá, se hace referencia al motivo de la oferta y el destino de los ingresos, no siendo distintos de los anteriormente expuestos, concretamente, su intención es disminuir el coste financiero en el último trimestre de 2012 en 1,3 millones de euros.

Por otro lado cabe preguntarse si la estructura financiera sufriría algún cambio significativo debido al acontecimiento objeto de este análisis.

Veamos los informes financieros anuales para analizar los datos y comprobar así, en qué medida Meliá Hotels International, S.A. consiguió lo que pretendía.

6.3. - ANÁLISIS SITUACIÓN ECONÓMICA-FINANCIERA

A partir de los datos obtenidos de las Cuentas Anuales e Informe de Gestión Consolidado de 2012, comentaremos la evolución de los más significativos con respecto al año 2011.

(Miles de euros)

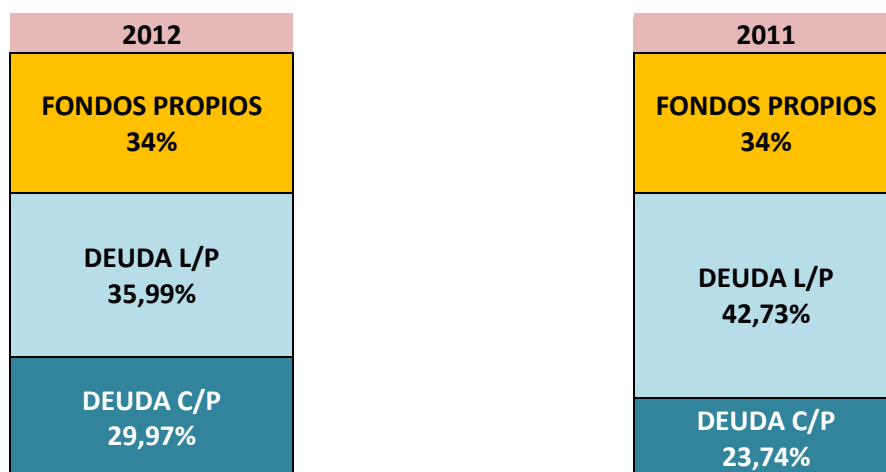
	31/12/2012	31/12/2011
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	2.566,14	2.488,82
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	911.594	880.361
TOTAL GENERAL ACTIVO	3.477,74	3.369,18

	31/12/2012	31/12/2011
TOTAL PATRIMONIO NETO	1.183,88	1.129,87
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	1.251,44	1.439,52
TOTAL PASIVO CORRIENTE	1.042,42	799.789
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	3.477,74	3.369,18

A la vista de los datos se puede calcular el ratio de solvencia de la sociedad, como la relación entre el activo corriente y el pasivo corriente, siendo en el año 2011 de 1,1 y en 2012 de 0,87. Esto no es significativo, ya que en las empresas comerciales, donde el periodo medio de cobro de las ventas suele ser muy pequeño y el periodo medio de compra a proveedores suele tener un amplio margen, la sociedad puede presentar un ratio inferior a uno, sin necesidad de que tenga problemas de solvencia. (Anexo 2).

A continuación se muestra una gráfica con la estructura financiera

(Anexo 2)



Como se puede apreciar, tanto los fondos propios como los ajenos mantienen su porcentaje de participación en la estructura financiera en los dos años, así que el ratio de endeudamiento tampoco experimenta apenas algún cambio. Sin embargo se altera la estructura del pasivo, o lo que es lo mismo, de los fondos ajenos, experimentando la deuda a largo plazo en el año 2012 una disminución con respecto al 2011, y por el contrario, la deuda a corto plazo representa un papel más importante en el año 2012, en comparación con el año anterior.

En lo referente a la rentabilidad financiera, en el año 2011 ésta es de un 3,56% y en el año 2012 supone un 3,56%. Si comparamos ésta rentabilidad financiera con la de 10 años atrás supone un aumento ya que en 2002 la rentabilidad financiera era de un 1,29%, aunque aún queda lejos del 8,41% que se dio en el año 2000.

Por otro lado, la rentabilidad económica en el año 2011 es de 7,29% y un año después pasa a un 7,17%.

Hoy día la mejor medida del riesgo crediticio es la calificación que las distintas agencias de rating asignen a la sociedad, las cuales miden su nivel de solvencia. Meliá Hotels International, S.A. no dispone de una calificación crediticia, de manera que la entidad independiente Intermoney Valora Consulting S.A. realiza un análisis *ad-hoc* de la sociedad, utilizando como referencia el rating de las compañías del sector, y su clasificación en cuanto a distintos ratios financieros, concretamente el ROA (Ratio de rentabilidad económica), el Ratio

de Cobertura de Deuda, que indica la capacidad de la empresa para hacer frente a su endeudamiento con los recursos líquidos que genera en el ejercicio de su actividad; la razón de endeudamiento, que no es otra cosa que la proporción que ocupan los fondos ajenos en el total de recursos que tiene la empresa; y el apalancamiento financiero.

Se ha intentado estimar una aproximación en cuanto al apalancamiento financiero, para el cual se compara la rentabilidad económica con el coste de financiación ajena.

El coste de financiación ajena se ha calculado mediante la relación entre los Gastos Financieros de la Deuda y la suma de las deudas a largo y a corto plazo junto con las deudas con empresas del grupo y asociadas a largo y a corto plazo.

(Ver anexo 3)

Según los cálculos en el año 2011 el coste medio de la deuda arroja una cifra aproximada de 4,25% y en 2012 de 4,80%, de manera que a la vista de éstos resultados, el coste de financiación no se ha conseguido reducir de un año para otro, como pretendía la compañía hotelera. No obstante, estos cálculos se han estimado sobre los resultados de las cuentas anuales, que tienen en cuenta el total de operaciones llevadas a cabo de la compañía, por lo que puede que el impacto de la emisión de Deuda Senior sobre el coste de la deuda haya sido positivo, ya que de no haberse llevado a cabo, el coste podría haberse visto incrementado en mayor medida.

	Rentabilidad económica	Coste de la deuda
2011	7,29%	4,25%
2012	7,17%	4,80%

Si comparamos los resultados anteriores con la rentabilidad económica que presentaba la sociedad en 2011 y 2012, se puede apreciar que en ambos casos, la rentabilidad económica es superior al coste de la deuda, lo que indica que existe un apalancamiento financiero positivo.

Esta estimación nos lleva a decir que ante la situación de apalancamiento financiero positivo, cuanto mayor sea la rentabilidad financiera esperada, mayor será la rentabilidad económica, a la misma vez que cuanto más grande sea el nivel de endeudamiento de la empresa mayor será la rentabilidad económica esperada.

Aunque no se debe perder de vista que un mayor nivel de endeudamiento siempre incrementará el riesgo financiero.

Tabla 6. Clasificación por Apalancamiento Financiero

	Apalancamiento financiero	#
Marriott International	-40.95	1
Choice Hotels	-22.89	2
Hyatt Hotels	1.55	3
Accor	2.32	4
Vail Resorts	2.39	6
Gaylord Entertainment	2.43	5
Sol Melia	3.23	7
Grupo Posadas	4.20	8
Intercontinental Hotels	5.74	9

(IM valora consulting, Informe de Emisión de Deuda Senior de Melià Hotels International, S.A. para su canje por una emisión de Participaciones Preferentes en circulación., 2012)

Este es el posicionamiento de Meliá Hotels International, S.A. en cuanto al apalancamiento financiero comparada con otras compañías del sector hotelero, y como anteriormente se había previsto, presenta un apalancamiento financiero positivo.

A la vista de todos los datos anteriores, IM valora consulting aproxima un rating para la compañía objeto de estudio, comparándola con otras empresas del sector, y basándose en la misma terminología y criterio de evaluación que las agencias de calificación Moodys, Estándar & Poor y Fitch.

Tabla 7. Posicionamiento de Melià e inferencia del *rating* crediticio

	Posicionamiento Medio	Rating*	Indicador IM Valora
Marriott International	3.25	Baa2/BBB/BBB	9.0
Choice Hotels	3.25	Baa3/BB+/_	10.5
Hyatt Hotels	3.75	Baa2/BBB/_	9.0
Intercontinental Hotels	4.00	_/BBB/_	9.0
Accor	4.25	_/BBB-/BBB-	10.0
Vail Resorts	4.75	Ba2/BB/_	12.0
Gaylord Entertainment	6.50	B3/B+/_	15.0
Sol Melia	7.00	_/_/_	15.0**
Grupo Posadas	8.25	B3/CCC+/B	16.0

* Rating Moody's/S&P/Fitch

** aproximadamente

(IM valora consulting, Informe de Emisión de Deuda Senior de Melià Hotels International, S.A. para su canje por una emisión de Participaciones Preferentes en circulación., 2012)

Debe ser destacado que la nota asociada a Melià Hotels International, S.A. equivale a una calificación estable rozando lo negativo, esto puede ser debido a la elevada razón de endeudamiento, que junto a un apalancamiento financiero positivo, una rentabilidad económica no demasiado alta y un ratio de cobertura que la sitúan en el antepenúltimo puesto del resto de compañías hoteleras con las que es comparada, la hacen candidata a ser ubicada entre las dos empresas con el peor rating crediticio.

Por último, con el fin de comparar la situación que tiene la empresa en 2011 con la de 2012, en cuanto a la emisión de Bonos Simples (Valores B) y la amortización de las Participaciones Preferentes, de las Cuentas Anuales e Informe de Gestión Consolidado 2012 de Melià Hotels International, se obtiene la situación de las obligaciones y otros valores negociables, que a continuación se muestra.

(miles de €)

	31/12/2012			31/12/2011		
	LARGO PLAZO	CORTO PLAZO	TOTAL	LARGO PLAZO	CORTO PLAZO	TOTAL
Acciones preferentes	25.192		25.192	106.351		106.351
Obligaciones y Bonos	75.600	695	76.296			
Obligaciones convertibles	183.058	384	183.441	175.616	384	175.999
TOTAL DEUDA	283.850	1.079	284.929	281.967	384	282.350

(Meliá Hotels International, Cuentas Anuales e Informe de Gestión Consolidado 2012, s.f.)

Como era de esperar, el importe de Preferentes sufre un importante descenso, fruto de la operación de canje y su posterior amortización, no obstante no se consiguió retirar la totalidad de las preferentes, al menos a finales de 2012.

Por otro lado, los bonos simples pasan de no tener importe alguno en 2011 a arrojar una cifra de 180.441 (en miles de euros). Teniendo en cuenta que el importe nominal de la emisión de deuda Senior era de 99.938.690,5 €, se comprueba que no consiguió colocar el total de la deuda objeto de estudio.

7. -CONCLUSIONES

La primera conclusión que cabe destacar sobre la base del trabajo realizado, es que detrás de una alta rentabilidad ofrecida existe un alto riesgo asociado. Es cierto que en general, las empresas que están más endeudadas suelen tener mayores beneficios, pero existe un alto riesgo.

Por un lado cuando una empresa se endeuda, se apalanca, y su apalancamiento financiero es positivo, pueden generarse muchas ganancias, pero también existe la posibilidad de que se incurra en grandes pérdidas.

La emisión de Participaciones Preferentes (Valores A) de Meliá Hotels International, supone un mayor endeudamiento para la empresa, era una buena forma de financiarse sin tener que pagar una remuneración muy elevada y no teniendo la obligación de devolver el principal, debido al carácter perpetuo de las Preferentes.

Pero esta situación cambia al décimo año de su emisión, como se había previsto al observar las características de la emisión. Comprometerse a pagar un dividendo mucho más alto a partir de dicho momento fue lo que promovió a Meliá Hotels International, S.A. a emitir los bonos simples en calidad de Deuda Senior para canjear por las preferentes que rescataran.

Por último destacar que Meliá Hotels International, S.A. no consiguió rescatar todas las Participaciones Preferentes, quizás debido a que el estallido de la crisis le hiciera pensar que era mejor mantener los Valores A en circulación, aunque tuvieran que pagar más, al igual que otras compañías no financieras emisoras de éste tipo de instrumentos.

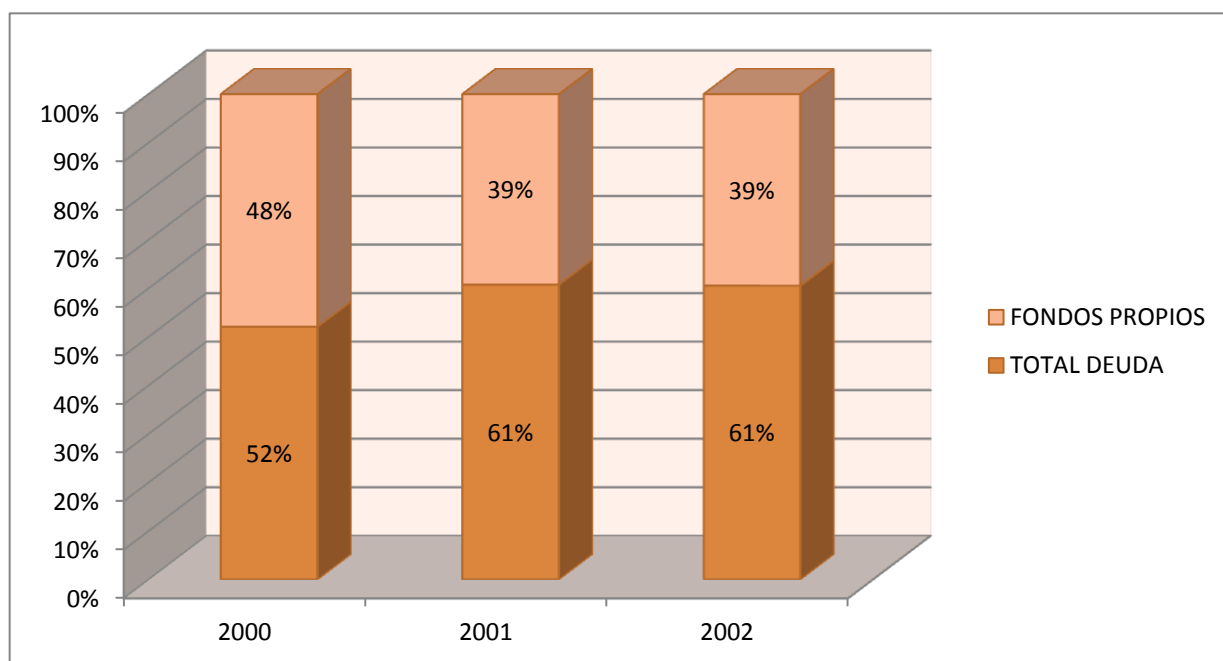
No obstante, según la compañía experta independiente IM Valora Consulting, la operación de canje es llevada a cabo en condiciones razonables de mercado, ofreciendo una prima estimada en un 0,66% para el canje de las Participaciones Preferentes Serie A de Sol Meliá Finance Ltd, más conocida hoy como Meliá Hotels International, S.A.

8. -ANEXOS

I. ANEXO 1.-

AÑO	2000	2001	2002
TOTAL DEUDA	1.534,30 €	1.781,40 €	1.622,70 €
%DEUDA /TOTAL PN Y PASIVO	52%	61%	61%
FONDOS PROPIOS	1.410,90 €	1.149,50 €	1.057,30 €
%FONDOS PROPIOS/TOTAL PN Y PASIVO	48%	39%	39%

DEUDA /FONDOS PROPIOS	78%	105%	107%
	2000	2001	2002
TOTAL DEUDA	52%	61%	61%
FONDOS PROPIOS	48%	39%	39%



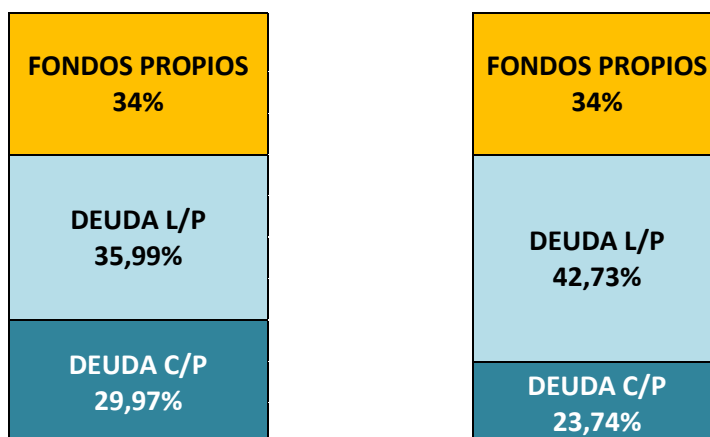
RATIO DE ENDEUDAMIENTO	1,09	1,55	1,53
BENEFICIO NETO	118,6	64,7	13,6
RENTABILIDAD FINANCIERA ®	8,41%	5,63%	1,29%
EBITDA	260,7	241,3	233,3
RENTABILIDAD ECONÓMICA	8,85%	8,23%	8,71%

II. ANEXO 2.- [ANEXO 2.xlsx](#)

(en miles de euros)

AÑO	2012	2011
TOTAL DEUDA	2.293.860,00 €	2.239.310,00 €
TOTAL DEUDA/TOTAL PN Y PASIVO	65,96%	66,46%
FONDOS PROPIOS	1.183.879,00 €	1.129.871,00 €
%FONDOS PROPIOS/TOTAL PN Y PASIVO	34,04%	33,54%

TOTAL DEUDA/FONDOS PROPIOS	78%	105%
DEUDA LARGO PLAZO	1.251.438,00 €	1.439.521,00 €
DEUDA LARGO PLAZO/TOTAL PN Y PASIVO	35,98%	42,73%
DEUDA CORTO PLAZO	1.042.422,00 €	799.789,00 €
DEUDA CORTO PLAZO/TOTAL PN Y PASIVO	29,97%	23,74%



	2012	2011
ACTIVO CORRIENTE	911.594,00 €	880.361,00 €
PASIVO CORRIENTE	1.042.422,00 €	799.789,00 €

AÑO	2012	2011
RATIO DE SOLVENCIA	0,87 €	1,100741571

RATIO DE ENDEUDAMIENTO	1,94	1,98
BENEFICIO NETO	42.094,00 €	41.982,00 €
RENTABILIDAD FINANCIERA[®]	3,56%	3,72%
EBITDA	249.493,00 €	245.759,00 €
RENTABILIDAD ECONÓMICA	7,17%	7,29%

III. ANEXO 3:

	31/12/2012	31/12/2011
GASTOS FINANCIEROS DEUDA= RESULTADO CAMBIARIO+FINANCIACION BANCARIA+ OTROS GASTOS FINANCIEROS	110.107,00 €	95.148,00 €
FONDOS AJENOS	2.293.860,00 €	2.239.310,00 €
COSTE DE LA DEUDA	4,80%	4,25%

9. – **BIBLIOGRAFÍA**

- Abogados Babi CALZADO, S.C., 2013. *Despacho de Abogados en Sevilla*. [En línea]
Available at: www.abogadosbabicalzado.es/tag/inversores/
- Abril, I., 2012. *Cinco Días*. [En línea]
Available at: cincodias.com/cincodias/2012/02/02/empresas/1328353142_850215.html
- Abril, P. M. S., 2012. *Cinco Días*. [En línea]
Available at: cincodias.com/cincodias/2012/02/01/mercados/1328315208_850215.html
- Anon., 2014. *BME Renta Fija. Emisiones en circulación*. [En línea]
Available at: www.aiaf.es/esp/asp/Comun/FichaEmision.aspx?i=KYG8259W1033
- Anon., s.f. *Edufinet. Educación financiera en la red*. [En línea]
Available at: www.edufinet.com/index.php?option=com_content&task=view&id=1559&Itemid=178
- Anon., s.f. *Melia Hotels International*. [En línea]
Available at: www.meliahotelsinternational.com
- D&B, I., 2014. *elEconomista.es. Empresite*. [En línea]
Available at: empresite.eleconomista.es/SOL-MELIA.html
- Emisora, 2014. *Bolsa de Madrid*. [En línea]
Available at: www.bolsamadrid.es/esp/asp/Empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0176252718
- González, J., 2013. *El Mundo. Economía*. [En línea]
Available at: www.elmundo.es/elmundo/2012/02/01/economia/1328114469.html
- IM valora consulting, Informe de Emisión de Deuda Senior de Melià Hotels International, S.A. para su canje por una emisión de Participaciones Preferentes en circulación., 2012. *Informe de Emisión de Deuda Senior de Melià Hotels International, S.A. para su canje por una emisión de Participaciones Preferentes en circulación.*, s.l.: s.n.
- Juan, F. J. d. A., s.f. *Expansión.com Diccionario económico*. [En línea]
Available at: www.expansion.com/diccionario-economico/participaciones-preferentes.html
- Meliá Hotels International S.A., s.f. *Meliá Hotels International. Emisiones de Renta Fija*. [En línea]
Available at: www.meliahotelsinternational.com/es/accionistas-e-inversores/informacion-financiera/emisiones-renta-fija
- Meliá Hotels International, Cuentas Anuales e Informe de Gestión Consolidado 2012, s.f. [En línea]
Available at: www.meliahotelsinternational.com/sites/default/files/informes-financieros/Cuentas%20Anuales%20e%20Informe%20de%20Gestion%20Consolidado%202012.pdf
- Moreno Bonilla, F., Cano Rodríguez, M., Partal Ureña, A. & Gómez Fernandez-Aguado, P., 2012. *Dirección financiera de la empresa*. s.l.:PIRÁMIDE.
- sefrugal, 2008. *SE FRUGAL*. [En línea]
Available at: sefrugal.wordpress.com/2008/11/24/deuda-senior/
- Sol Meliá HOTELS & RESORTS, s.f. *Meliá Hotels International.* [En línea]
Available at: www.meliahotelsinternational.com/sites/default/files/informes-financieros/Memoria%20Anual%202002.pdf