

→ El sector hotelero va a vivir un inevitable proceso de concentración. Los grandes operadores absorberán aquellos que no son capaces de sobrevivir solos. Mientras, los inversores no quitan el ojo a los activos españoles. Desde family offices, hasta multinacionales, pasando por private equities y hasta fondos soberanos podrán realizar operaciones durante los próximos meses.



Mercado hotelero

Concentración e inversión imparable

Después de varios años de crisis, el sector hotelero parece estar reactivando su actividad, tanto a nivel de ingresos como de operaciones. En general, se trata de un mercado que ha estado menos afectado que el inmobiliario como tal, pero aún así ha dejado ver los efectos de la crisis con la correspondiente limpieza de ciertos operadores. **Ángel Luis Rodríguez, Asset Management Vice President de Meliá Hotels**, explica que “compañías ajenas al sector promocionaron hoteles que, en gran parte, han tenido que quedarse las entidades financieras”. Los bancos, “intentando no realizar write offs, han preferido esperar a que la situación económica mejorase antes de tomar ninguna decisión y, en la actualidad, alguna cadena sigue en dificultades”, apunta **Claudio Capaccioli, SVP Expansion de NH Hotel Group**. Este aspecto, unido a la gran atomización del sector, provocará, según los expertos del mercado, un inevitable proceso

de concentración. En palabras de **Rodríguez**, “para sanear y dotar de visibilidad estas entidades, lo más aconsejable es su absorción por las grandes cadenas especializadas, cuya fortaleza comercial, know how y reconocimiento de marca, pueden hacer que salgan adelante. No obstante, se trata de un objetivo a veces difícil de conseguir, sobre todo en ubicaciones secundarias”.

Y es que la concentración es a veces la única alternativa de gestión viable para sumar masa crítica y sinergias. Con la excepción del segmento de hotelería de lujo, el resto de sub-sectores están basados en las economías de escala. **Ivar Yuste, Partner PHG Hotels & Resorts**, comenta que, “a nivel de cada propiedad individual, cuanto mayor sea el número de habitaciones, mayor es el margen bruto operativo de cada explotación”. En la medida en que las cadenas puedan repercutir sus costes de central (marketing, ventas, administración, compras, sistemas y recursos humanos) entre un

mayor número de propiedades hoteleras, mayores sinergias operacionales, financieras, de compras y sistemas informáticos habrá.

Españoles como protagonistas

En general, todo apunta a que el número de operaciones en el sector va a aumentar de manera considerable. Según **Yuste**, “ya en 2013 se produjo un crecimiento notable de las transacciones hoteleras con respecto a 2012, pasando de algo más de €500M a aproximadamente €800M”, aunque el Hotel W Barcelona distorsionó un poco las cifras, dado que se vendió por €200M. A nivel local, en lo que llevamos de año, han protagonizado compras o arrendamientos cadenas pequeñas y medianas del perfil de BG Hotels, Sill Hotels, BQ Hotels, ROC Hotels, Grupotel, Vita Hoteliers, etc.

Un aspecto que ha provocado un aumento en las operaciones ha sido la aparición de la figura de las SOCI-MIs, que están teniendo un claro interés comprador por el sector. **Enrique Santa Pérez, Técnico de Control de activos hoteleros de Tinsa**, nos pone algunos ejemplos: Merlin Properties ha comprado el hotel Carrís Marineda, e Hispania, una sociedad con vocación de SOCIMI, se ha hecho con el Hotel Guadalmina y dos más arrendados

Tasación de activos hoteleros, muchos aspectos a analizar

LA VALORACIÓN DE UN ACTIVO HOTELERO ES BASTANTE MÁS COMPLEJA QUE LA DE OTRO INMUEBLE. LA IMPORTANCIA DEL NEGOCIO APAREJADO, LA TASA DE OCUPACIÓN O EL CONTRATO DE GESTIÓN CON UNA CADENA HOTELERA SON ALGUNOS ASPECTOS IMPORTANTES A TENER EN CUENTA.

¿CUÁLES SON LOS ASPECTOS MÁS IMPORTANTES A ANALIZAR EN LA TASACIÓN DE UN ACTIVO HOTELERO?

La valoración se desarrolla dentro de una amplia variedad de activos hoteleros, donde se ha de tener en cuenta su calificación (hotel, apartotel, hostel, hostal...), el sector al que se dirige (turismo cultural, de playa, de negocios, etc.) y su ubicación (ciudad, de playa, de montaña, rural...).

El punto de partida es concretar la finalidad que se persigue con la tasación, que puede ser hipotecaria, pero también asesoramiento en compraventas, a efectos fiscales, expropiatorios, contables, para determinar el valor en uso... Luego hay que determinar qué estándares de valoración servirán como base del análisis: NIIF, IVS, RICS, EVS... Cada una de estas bases ofrece una enorme casuística que hay que analizar junto al cliente.

La valoración de un activo hotelero tiene que considerar, además de las cuestiones comunes a todo tipo de inmuebles, como la calidad de construcción, la antigüedad o el grado de mantenimiento, otros aspectos específicos de su actividad, como el régimen de ocupación. No es lo mismo que el activo esté explotado directamente por el propietario, que se encuentre alquilado o que tenga un contrato de gestión por parte de alguna cadena hotelera. También se tiene en cuenta la situación legal del activo, tanto urbanística como de registro, y se revisa el estado de sus licencias y la existencia de posibles cargas hipotecarias o de derechos reales.

Finalmente, se considera su capacidad de generar negocio. Para ello se estudia no sólo los balances y cuentas de resultados, sino cuál es la rentabilidad ofrecida por el activo dentro de su sector, cuál ha sido la TIR de operaciones semejantes o cuál es su tasa de riesgo en base a factores como liquidez o ubicación. El método de valoración utilizado suele ser el de actualización o descuento de flujos de caja, dado que no hay suficientes operaciones para aplicar un método de comparación.

¿CÓMO ESTÁN LOS PRECIOS EN EL MERCADO?

Desde finales del 2007 los valores de tasación del sector hotelero han experimentado una fuerte bajada como consecuencia de la crisis. La caída ha sido quizá más moderada que en otros activos inmobiliarios, debido a que el sector hotelero, muy desde el comienzo, reaccionó ofreciendo precios muy atractivos a operadores turísticos, grupos y empresas para que la ocupación se resintiese lo menos posible.

El REVPAR (ingresos por habitación disponible) y las cuentas de resultados así lo han reflejado. Esta política se ha traducido en un Gross Operating Profit (GOP) menor y, por lo tanto, en valores de mercado menores. Esto no excluye que la evolución pueda ser diferente según los mercados. Barcelona, por ejemplo, está mejor situada ahora mismo que Madrid. El tipo de turismo de la ciudad condal, un mix entre vacacional y de negocios, ha resistido mejor que el de la capital, casi 100% de negocios, aunque ya está despegando.



ENRIQUE SANTA PÉREZ, Técnico de Control de activos hoteleros de Tinsa.

a NH en Madrid. No obstante, todavía estamos lejos de mercados como el americano. **Cristina Badenes, Partner Institutional Relations & Strategic Business Development de Meridia Capital**, fondo de capital riesgo que invierte en el sector hotelero y acaba de lanzar un fondo de €150M para apostar por el mercado inmobiliario en general, explica que allí cuentan con decenas de vehículos (REITs) especializados por sectores (sólo en el hotelero destacan Host, FelCor, DiamondRock, Sunstone, LaSalle, Ashford, Strategic, Hersha, etc.).

Además de las citadas SOCIMIs, existen otros tres grupos de inversores españoles especializados en hoteles. En primer lugar, **Yuste** hace referencia a las cadenas hoteleras grandes que todavía invierten con fondos propios (Grupo Palladium, RIU, Iberostar,

“En 2013 se produjo un crecimiento notable de las transacciones hoteleras con respecto a 2012, pasando de algo más de €500M a aproximadamente €800M”

etc.). En general, invierten en destinos vacacionales donde la rentabilidad es de dos dígitos. Esencialmente, México, Caribe inglés y algunos enclaves del Océano Índico. Además, están intentando entrar en el segmento urbano. Por el contrario, las grandes cadenas hoteleras españolas siguen una estrategia asset light y van siempre de la mano de grupos inversores ajenos a la compañía. El segmento urbano en Latinoamérica tiene gran recorrido para las marcas hoteleras españolas.

En segundo lugar, las cadenas pequeñas y medianas españolas, en su mayoría, restringen su ámbito de actuación a destinos vacacionales españoles, ya sea en compra o en arrendamiento. Son mucho menos dependientes de los bancos y más conservadoras. Por último, los family offices buscan limitar el riesgo, tanto de la inversión como de la volatilidad de la rentabilidad. Dentro de España, Madrid y Barcelona en ubicaciones céntricas con la prioridad. Fuera de España cada inversor tiene su estrategia, generalmente en mercados maduros o de retorno controlable.

Inversores en España

No obstante, son las multinacionales extranjeras las que parecen tener la sartén por el mango en cuanto a compras en España se refiere. **Rodríguez** apunta que “las cadenas americanas y europeas siguen teniendo fe en la recuperación del consumo en España y en el interés de nuestro mercado, por supuesto en grandes activos prime, localizados en Barcelona y, poco a poco, también en Madrid. En cuanto al sector turístico, las costas y archipiélagos son interesantes, pero las oportunidades estarán en invertir en zonas maduras de alto potencial, para reconvertir y reposicionar los productos y el destino”.

No obstante, en general y más aún desde que se puso de moda la política de asset light hace ya algunos años, el mercado hotelero necesita nuevos inversores. Según esta tendencia, el negocio hotelero se reparte entre el propietario y el gestor, ambos beneficiándose de las ventajas del otro. Mientras que los fondos e inversores necesitan proyectos con cadenas solventes que les garanticen una rentabili-



dad a sus activos, las cadenas hoteleras se dedican a su core business, que no es la gestión inmobiliaria.

A nivel de inversión, España ha presentado un cambio espectacular en el último año, pasando de ser un mercado casi repudiado por el inversor internacional a estar en el radar de los más potentes. **Badenes** apunta que “España presenta hoy oportunidades de inversión muy interesantes. El apetito ha crecido exponencialmente. Hay mucho capital y, al mismo tiempo, estamos viendo cómo el mercado de deuda está poco a poco abriéndose. A nivel inmobiliario, los precios están todavía cerca del valor de reposición, los yields (aunque bajando claramente), están cerca de valores máximos, hemos visto un ajuste en las rentas muy pronunciado en los últimos años (aunque ya se vislumbra un cambio de tendencia), no hay sobreoferta de productos de calidad y la liquidez va en aumento”. No obstante, la directiva del fondo Meridia Capital expone que, como desventajas, hay que destacar que se trata de un sector todavía relativamente pequeño, que requiere especialización. “Es un negocio mucho más intenso, las habitaciones hay que venderlas a diario al cliente, lo que es un factor diferencial muy grande con respecto a otros subsectores, como oficinas o retail”. Un inversor debe que aportar un asset management profesionalizado, expertise a la hora de gestionar al operador y un sólido conocimiento de la industria. “Hemos aprendido la importancia que tiene una buena marca hotelera, así como un buen director general y la reinversión en el activo”. Desde el punto de vista de **Jorge Ruiz, Director Nacional de CBRE Hotels en España**, “una buena inversión hotelera genera rendimientos más altos que otro tipo de inversiones inmobiliarias, ahora bien, también conllevan más riesgos, ya

que se invierte en una industria donde el capital humano y el importe destinado a mantenimiento del establecimiento es muy intensivo”.

Los inversores están mostrando su interés por el sector pero, ¿qué tipo de comprador es el que está más interesado en la actualidad? Según **Ruiz**, “el espectro es muy amplio, desde inversores privados hasta cadenas hoteleras, pasando por fondos institucionales, private equities o fondos oportunistas. La procedencia es también variada: europeos, norteamericanos, latinoamericanos y, en menor medida, asiáticos”. **Capaccioli**, por su parte, considera que depende del activo. “Un hotel de 70 ó 80 habitaciones sería una operación pequeña, en la que se interesarán family offices, mientras que los grandes inversores miran operaciones de €50M para arriba”.

Por último, es interesante destacar un tipo de deal que podremos ver bastante durante los próximos meses. Según **Ruiz**, “se van a dar muchas operaciones de compraventa de préstamos hipotecarios con colateral de activos hoteleros. Es una ruta propicia para conseguir precios interesantes”. En este sentido, **Yuste** asegura que “hay una veintena de grupos anglosajones

de private equity analizando operaciones en el área hotelera”. Recientemente, hemos sabido de la compra de Sotogrande por Cerberus, varios fondos han analizado la deuda del hotel Husa Princesa, etc.

El proceso

La compra de un hotel no es la adquisición de un activo inmobiliario al uso. La importancia del negocio que lleva aparejado se hace primordial en cualquier valoración. Además, según **Badenes**, hay que tener en cuenta algunos aspectos como “decidir la mejor fórmula de gestión para ese tipo de producto (propiedad, alquiler, contrato de gestión o franquicia), la búsqueda del operador más adecuado y la negociación con el mismo, manejar los tiempos (según el subsector puede tratarse de un producto muy estacional), valorar la necesidad de capex y trazar un plan de inversiones. Y, en el caso de adquirir no solo el activo sino el negocio hotelero, habrá que hacer un due diligence a todos los niveles, teniendo en cuenta que estamos ante un mercado muy intensivo en personal. Por supuesto, como en toda adquisición, también será importante la búsqueda de financiación. **Rodríguez** apunta que, “en general, está habiendo más liquidez y depende de las garantías que se aporten. En algunos casos, los bancos requieren garantías adicionales a la hipotecaria pero, como siempre, los buenos proyectos se financian y, en general, la situación es mejor que hace algunos años”. **Capaccioli** está de acuerdo: “todo depende de quien sea el gestor, la ubicación del hotel y quien va a pedir el crédito. Si los tres son buenos, puede conseguir hasta un 60% o 70% de financiación. Si son ubicaciones secundarias, será difícil conseguir financiación en este momento”.

“Una buena inversión hotelera genera rendimientos más altos que otro tipo de inversiones inmobiliarias, ahora bien, también conllevan más riesgos”