

Código JEL: G30

Valoración de marcas a través de modelos financieros. Una aplicación a Melia Hotels International

Gracia RUBIO-MARTÍN
Complutense University of Madrid
graciarubiomartin@ccee.ucm.es

Mercedes RODRÍGUEZ PAREDES
Complutense University of Madrid
paredes@ccee.ucm.es

Recibido: 10-10-2012

Aceptado: 22-12-2012

RESUMEN

El objetivo de este artículo es examinar y desarrollar un modelo financiero de valoración de marcas y su posterior aplicación a la industria hotelera. Metodológicamente el artículo analiza la idoneidad del método del exceso de rendimiento en periodos múltiples (MERM) respecto al marco teórico, a la norma contable internacional y, más concretamente, a la problemática de la marca en el sector hotelero, a través de su aplicación a la empresa cotizada Melia Hotels International. El desarrollo de esta metodología, pese a ser una de las más utilizadas por las grandes consultoras, no se había abordado anteriormente con suficiente profundidad, constituyendo la principal aportación del artículo. Los resultados de la aplicación a Melia Hotels revelan la adecuación del método al fin propuesto, así como la gran importancia que tiene la marca frente a otros activos en el sector y, por tanto, la necesidad de conocer su valor para poder gestionarla adecuadamente. Todo ello resulta especialmente útil en operaciones corporativas como las fusiones y adquisiciones en las que, además, la norma contable obliga a determinar el valor de los intangibles adquiridos.

Palabras clave: Valoración de Marca, Activo Intangible, Valor Razonable.

ABSTRACT

The aim of this paper is to examine and to develop a brand valuation financial model in the hotel industry. The article discusses the appropriateness of the multi period excess earning of assets (MPEE) methodology respect to the theoretical framework, the international accounting standards, as well as to the specific problem of the brand in the hotel industry. First, from a theoretical perspective and, also, through its application to the listed company Melia Hotels International. Despite the MPEE is widely used by consulting and practitioners its development has not been proposed and discussed previously enough deeply constituting the main contribution of this article. The applied to Melia Hotels reveals that MPEE methodology is very suitable for this purpose, as well as the importance of brands respect others assets in this sector, hence, the necessity to know its value for an adequate management. This is especially useful in corporate processes, such as in mergers and acquisitions, where the accounting standards require the identification and valuation of the intangible assets acquired.

Keywords: Brand valuation, Intangible Asset, Fair Value.

Sumario: 1. Introducción, 2. Marco teórico, 3. Modelo, 4. Aplicación y resultados a Melia Hotels International, 5. Conclusiones.

1. INTRODUCCIÓN

En las últimas décadas ha habido un cambio radical en el modelo empresarial: se ha pasado de un sistema basado en la producción industrial, a otro, en el que las empresas basan su éxito en el conocimiento. Drucker (1993) señala que dicha transformación se debe a un proceso de reorganización de la sociedad, de su manera de mirar al mundo y de su visión sobre los valores básicos. Entre estos nuevos valores destaca la imagen empresarial o marca, siendo un claro ejemplo de ello el negocio hotelero, porque permite incrementar la lealtad de la clientela, incrementar precios y obtener beneficios superiores (Aaker, 1996; Keller, 2001; Prasad & Dev, 2000). Por ello no es de extrañar que las políticas de crecimiento empresarial, entre ellas las fusiones y adquisiciones, tiendan a diseñarse para incrementar el valor de la marca (Doyle and Stern, 2006).

Tanto académicos como profesionales han tratado de establecer modelos para medir su contribución a la creación de valor de la compañía desde las diferentes áreas de conocimiento. En marketing el objetivo es el conocimiento del consumidor: Park and Srinivasan (1994), Aaker (1996) (2000), Keller (2003), Jourdan (2001) y Ratatunga et al (2009). En organización el denominado “capital social” incorpora además una perspectiva externa, así como interna (Nahapiet & Ghoshal, 1998; CIC 2003): los empleados representan la parte interna más importante de generación de valor, y desde el punto de vista externo, clientes,

oferentes y proveedores, socios y competidores. En finanzas, por su parte, los modelos tratan de aislar el flujo correspondiente a la marca a partir de diferentes metodologías: Smith (1997), Reilly (1999) Gu and Lev (2001) o Damodaran (2008) representan importantes propuestas.

El objetivo de este trabajo es ofrecer una propuesta de valoración financiera, que a su vez se ajuste a las necesidades de la dirección y a las normas internacionales de contabilidad. Los estándares contables, dado que no existe un mercado activo, posicionan la metodología de ingresos como la más importante. De este modo el “método de exceso de rendimiento en periodos múltiples” (MERM), recomendado por la AICPA (*American Institute of Certified Public Accountants*) y el IVSB (*International Valuation Standard Council*), representa el eje fundamental de esta versión.

Estas guías no cuentan con un análisis exhaustivo de su funcionamiento y significado económico, tampoco un análisis de sus ventajas frente a otras propuestas financieras. El presente artículo pretende cubrir esta carencia y presenta un desarrollo académico para servir de marco de referencia a otros consultores e investigadores. Una vez analizada su adecuación a la valoración de marcas, será aplicada a la empresa española Melia Hotels International (MHI).

Este trabajo es organizado de la manera siguiente: después de la introducción, en la sección segunda se expone el marco teórico del modelo: los problemas contables existentes en el reconocimiento del capital intangible, las diferentes medidas para valorar intangibles y las ventajas que presenta esta metodología frente a otras. En la sección tercera se expone el nacimiento, historia y evolución del MERM. En la sección cuarta el objetivo es la aplicación y los resultados a MHI, y finalmente el artículo termina con las conclusiones y las implicaciones del estudio.

2. EL MARCO TEÓRICO.

2.1. Los problemas del reconocimiento contable

El Capital intelectual ha sido definido como el conjunto de recursos intangibles y capacidades poseídas y controladas por la firma, que implican una mayor competitividad y resultados empresariales (Subramaniam & Youndt, 2005; Reed et al, 2006; Martín-de Castro et al, 2011; Hsu & Wang, 2012).

Como se indica en Martín de Castro (2014), La tipología de intangibles reconocida en capital intelectual es muy amplia: El capital humano es el corazón del capital intelectual (Stewart, 1997; Subramaniam & Youndt, 2005; Hsu & Wang, 2012), siendo el precursor de otros componentes. Otro segundo nivel es la organización, referido al conocimiento y engloba patentes, rutinas organizativas, bases de datos y cultura organizacional (Edvinsson & Malone 1996; Chen et al 2004; Martín-de Castro et al, 2011). Un tercer nivel es la marca (Nahapiet

&Ghoshal, 1998; CIC 2003; Burmann 2009), que desde un punto de vista interno representa las proyecciones que tienen los miembros internos sobre la empresa; y, otro punto de vista externo sería la imagen proyectada a clientes, proveedores y accionistas.

Frente a la gran diversidad e importancia reconocida de los intangibles en el desempeño empresarial, los estándares contables indican que para que un activo intangible sea calificado como tal debe de cumplir tres requisitos: identificabilidad, control sobre el recurso y existencia de beneficios económicos futuros, más concretamente la NIC 38 establece que un activo satisface el criterio de identificabilidad cuando: a) es separable, en el sentido de ser susceptible de separado o dividido de la entidad y vendido, transferido o intercambiado, bien individualmente o junto con un contrato, un activo o un pasivo asociado o b) surge de derechos contractuales o de otros derechos de tipo legal, con independencia de que esos derechos sean transferibles o separables de la entidad o de otros derechos y obligaciones.

Según las normas internacionales de contabilidad (NIC) si no cumple dicha definición de activo intangible, el importe derivado de la adquisición o de la propia generación interna, se tendrá que contabilizar como un gasto del ejercicio en el que se haya incurrido, excepto en el caso que se hubiera adquirido dentro de una combinación de negocios, ya que formaría parte de la plusvalía reconocida en la fecha de adquisición o Fondo de Comercio.

Desde el punto de vista de generación interna, la norma sólo establece una serie de requisitos para el reconocimiento y medición inicial de los activos intangibles que se basan en investigación y desarrollo. Aún así La NIC 38 permite sólo la activación de los gastos de desarrollo de un bien o producto bajo ciertos requisitos, no así los de investigación (NIC 38, p58). Este reconocimiento parcial quedaría siempre por el coste, ya que para que fuese posible su revalorización a valor razonable se necesita la existencia de un mercado activo (NIC 38, p75).

Por su parte, el reconocimiento y activación del capital humano está prohibido dada la imposibilidad de control sobre el recurso (NIC 38, p15), mientras que el desarrollo interno del capital social o marca queda también explícitamente prohibido (NIC 38, p63), puesto que se establece claramente que no se reconocerán como activos intangibles las marcas, las cabeceras de periódicos o revistas, los sellos o denominaciones editoriales, las listas de clientes u otras partidas similares que se hayan generado internamente. De este modo, cuando las empresas incurren en inversiones en la propia entidad con la finalidad de generar beneficios económicos futuros, salvo los gastos de desarrollo, no se reconocerán como un activo intangible, aunque se haya generado una plusvalía internamente.

El problema que estas normas originan puede contemplarse, por ejemplo, a través de la diferencia existente entre el valor razonable de la entidad y el importe en libros de sus activos netos identificables, que recogería los diferentes factores que afectan al valor razonable de la entidad en su conjunto. Autores como Lev

(2000, 2001) ponen en evidencia el distanciamiento paulatino entre el valor de mercado de las empresas y su valor contable. Otros como Brown, Lo y Lis (1999), o Dantoh, Radhakrishnan y Ronen (2004) también advierten de la pérdida de relevancia del valor patrimonial y de los beneficios en la explicación del valor de mercado de las compañías americanas. En el caso español podemos observar el trabajo de Sánchez & Espinosa (2005), quienes introducen una medida para valorar los activos intangibles no explicados por las magnitudes económicas de las empresas, y sí pagados en los precios del mercado de capitales español (se estima en un 50%) o Rubio et al (2013), que encuentran para el sector farmacéutico y biotecnológico una cifra de intangibles no explicados superior al 69%.

Seguimos por tanto, con la polémica ya comenzada y, debatida años atrás, sobre determinados intangibles en los que la empresa invierte pero que no están reflejados y mucho menos contabilizados y valorados en los estados financieros. De este modo, los intangibles están entre los principales determinantes del valor de las empresas pero se desconoce su valor, pese a las necesidades gerenciales de identificación y gestión de los mismos.

Frente a la incapacidad interna de reconocimiento y valoración, la NIIF 3, Combinaciones de Negocios, indica que la empresa adquirente tendrá la obligación de identificar y valorar cada uno de los activos y pasivos derivados de la operación realizada, a valor razonable, incluyendo tanto los activos tangibles como los intangibles. De este modo cuando un activo intangible sea adquirido en una combinación de negocios, siempre que cumpla los requisitos de identificabilidad, control y se pueda medir con fiabilidad su valor razonable, aunque exista un rango de posibles resultados con diferentes probabilidades e incertidumbres para las estimaciones empleadas, se procederá a su activación.

La diferencia entre el precio pagado en la transacción y la suma de los activos y pasivos valorados por su “valor razonable”, es el denominado “good-will” o fondo de comercio. Esta plusvalía reconocida se considera un activo que representa los beneficios económicos futuros que surgen de otros activos que no están identificados ni reconocidos individualmente ni de forma separada o, pueden también proceder de sinergias.

Una vez reconocido el fondo de comercio, éste debe asignarse a las distintas unidades generadoras de efectivo (UGEs), entendiéndose como el grupo identificable más pequeño de activos que genera entradas de efectivo. Ello permitirá realizar la valoración y registro de su posible deterioro de valor, estableciéndose la obligación de realizarlo al menos anualmente (Cañibano, L., Gisbert, A., 2007).

Los procesos de fusiones y adquisiciones son muy importantes en la generación de valor empresarial y constituyen un medio para fortalecer el valor de una marca corporativa, o incluso crear otra nueva (Doyle & Stern, 2006). Es un hecho evidente que la globalización y la gran rivalidad competitiva existente en los mercados locales han inducido a las empresas a crear marcas globales a través de

una política activa de fusiones y adquisiciones (Cerviño, 2014). Por ello es primordial contar con las herramientas idóneas que permita a los gerentes un mayor conocimiento sobre los intangibles adquiridos. Es precisamente éste el único caso en el que el reconocimiento y valoración del intangible queda parcialmente resuelto por la norma contable, mientras que la generación interna se encuentra claramente imposibilitada.

2.2. Los modelos financieros frente al marco teórico

Existen numerosas metodologías financieras para valorar los activos intangibles: el precio de mercado-valor en libros, así como la Q de Tobin, Stewart (1997). Otros, como Bontis et al (1999) destacan el Economic Value Added (EVA)^[1]. Las guías del “International Valuation Standard Council”, en consonancia con los estándares contables (NIC 38 e IFRS 3) imponen una jerarquía en los criterios de valoración: metodología de mercado y metodología de ingresos; si ninguna de éstas se pudiera utilizar se aplicaría la metodología del coste de reposición del activo intangible concreto.

Por su parte la IFRS 13 también establece una jerarquía en tres niveles de imputs o magnitudes: el primer nivel lo representan los precios de idénticos bienes en mercados activos. Un segundo nivel lo representan precios de activos, diferentes a los del nivel uno, observables directa o indirectamente. El nivel tres se encuentra formado por magnitudes relevantes para determinar el valor razonable, pero inobservables.

En general, al no existir un mercado activo de compra-venta de marcas la norma posiciona las metodologías de ingresos, a partir de referentes del mercado como las más importantes. Es por ello que son los que han tenido un mayor desarrollo académico y profesional. Entre las tipologías de ingresos más frecuentes se encuentran: el **método de ahorro de royalties**, el **método de exceso de rendimiento en periodos múltiples (MERM)**, el de **los flujos de caja incrementales** y el de las **opciones reales**.

El método del royalty, especialmente utilizado para valorar marcas y patentes, ha sido implantado de diversas maneras por consultoras como Brand finance, Intangible Business, Whihtwell, y AUS Consultants o Consor, todas ellas expuestas en Salinas (2006). Determina el flujo correspondiente a la marca tomando como referencia lo que un tercero pagaría por su uso. Consiste (Aaker 1991; Salinas 2007), en primer lugar, en estimar las ventas de las compañías bajo un horizonte de vida. En segundo lugar, determinar el royalty que correspondería a esa proyección de ventas, posteriormente, éste se multiplicaría por las ventas

¹ EVA (Economic Value Aded) es un índice financiero que fue acuñado por la firma Stern&Stewart y que se define como el valor en exceso que un negocio aporta después de detracer del resultado que genera el coste que supone financiar los activos que están afectos a dicho negocio.

proyectadas hallando el flujo de caja correspondiente a la marca. En tercer lugar, es preciso determinar una tasa de descuento adecuada, que incorpore el riesgo asociado al activo a valorar, y por último, bastaría con actualizar los flujos de caja y hallar el sumatorio de los valores actualizados, cuyo resultado correspondería al valor de la marca.

Para determinar el royalty se toman como referencia los pagos habidos por la cesión de otras marcas similares, pero las comparativas carecen de los métodos estadísticos necesarios para afirmar que realmente ese es el royalty que le correspondería a una marca en concreto (Rubio et al 201

Por su parte, en el método de los **Flujos de Caja Incrementales** el objetivo es la medición del incremento (tales como primas de precio o ahorro de costes derivados de la posesión del activo intangible), académicos como Damodaran (2012), Reilly (1999) o, en el caso español, Fernández (2013) han desarrollado esta metodología. Consultoras como Interbrand, técnica expuesta en Motameni (1998) y en Ratnatunga y Ewing (2008), o BBO (2001) (2002), a través de Brand Equity (Salinas 2006), también lo han hecho en diversas modalidades.

Damodaran (2006) indica que el valor de la marca puede ser calculado como la diferencia entre el múltiplo de una empresa poseedora de marca frente a otra/ otras que vendan ese mismo producto sin marca. Un múltiplo es un ratio que incorpora en el numerador el valor de la estructura económica de la compañía, EV, (capitalización bursátil más deuda financiera neta), y en el denominador el valor de una magnitud económica como pueden ser las ventas (ecuación 1).

$$\{(EV_b/Ventas_b) - (EV_a/Ventas_a)\} * Ventas \quad (1)$$

EV = Valor de la firma, (b) con el beneficio de la marca, (a) un producto genérico.

El problema de esta metodología radica, por un lado, en la dificultad en encontrar un comparable o una media de comparables que vendan el mismo producto sin marca. Lo normal es que otras empresas posean también marcas, aunque éstas tengan un menor potencial de ventas y de generación de beneficio, por lo que supone más bien una comparación frente a otros competidores del mercado. Por otro lado, no analiza las capacidades futuras, ni la estructura completa de generación de valor en el seno de la empresa, así como la existencia de otros intangibles subsidiarios además de la marca.

En otras propuestas, tanto la metodología del royalty como la del flujo de caja incremental se han mezclado con componentes del mercado y del consumidor. En este sentido, Aaker (1996) sugiere una medida denominada “*The Brand Equity Ten*”, basada en aspectos como la lealtad, la calidad y el liderazgo, la diferenciación frente a otros productos, la conciencia que despierta la marca en la mente del consumidor y el comportamiento del mercado frente a ella. Kapferer

(1992, 2012) propone un prisma exagonal que define la identidad de la marca, reflejando aspectos internos: psicología de la marca, personalidad, cultura, y otros externos: relaciones, reflejo e imagen propia. Burmann et al (2009) define fortaleza interna de la marca, identidad de marca, a través de la actitud que los empleados tienen hacia ella. Análogamente la Fortaleza externa, o imagen de marca, representa atributos para clientes, comunicación y comportamiento de compra.

Algunos modelos tratan de resumir todos estos aspectos cualitativos a través de la denominada fortaleza de la marca, una escala de 0 a 100 que posiciona a la marca frente a sus competidores. En ocasiones, como en el caso de la consultora inglesa Interbrand (Ratatinga and Michael 2008), este resultado es utilizado posteriormente como un múltiplo sobre el beneficio de la marca, calculado a partir del método incremental (Fernández 2002) para determinar su valor. En otras ocasiones, la fortaleza de la marca es utilizada para identificar un royalty implícito, como en las propuestas de Financial Word o Intangible Business Ltd (Salinas 2006).

El problema que presentan estas propuestas es que no cuentan con una base matemática y estadística que justifique ni su uso, ni su cuantificación, por lo que tanto el tratamiento de las mismas como la modelización del valor del intangible cuentan con grandes dosis de subjetividad (Aaker 1991, Fernández 2002, Nomen 2005).

Llegados a este punto es necesario indicar que en el ámbito académico, técnicas tales como clúster, análisis discriminante, análisis multinomial o regresión múltiple han sido ampliamente utilizadas. Son ejemplos destacables los de análisis conjoint^[2] como Kamakura y Russell, (1993) o Swait et al, (1993), o los de técnicas de regresión logit como Park y Srinivasan (1994) o el de Jourdan (2001). Pese a que estos trabajos no constituyen una medida global y cuantitativa de la marca demuestran de manera clara y contundente que ésta es un factor diferenciador que genera e incrementa la utilidad y la lealtad del consumidor, lo que en sectores como el hotelero resulta de crucial importancia, pues permite imputar al bien o servicio mayores precios y por lo tanto obtener mejores beneficios (Aaker 1996, 2012).

En esta línea diversos autores han buscado explícitamente la relación entre la marca y los resultados empresariales (Park and Srinivasan, 1994), entre precios y altas calidades de marcas (Sivakumar et al, 1997, Cerviño et al 2004), otros en términos de competitividad (Fernández, 2011), y finalmente entre marcas relevantes y valor de los accionistas (Doile et al, 2001, Cerviño et al 2004). En todos ellos se encuentra una clara relación entre la marca y las variables

² Básicamente, se trata de una técnica estadística que permite medir el valor relativo de cada atributo de un producto, con lo cual se puede determinar qué combinación de estos atributos maximiza la probabilidad de elección por parte del consumidor.

económicas claves de una compañía como precios, cuota de mercado y mayores beneficios. En el sector hotelero son remarcables los trabajos basados en encuestas y valoraciones positivas de los clientes sobre los atributos de la marca en base a los criterios de Aaker y su correspondiente incremento de los beneficios del hotel (Prasad & Dev, 2000; Kim & Kim 2005; Kayaman et al 2007), o directamente entre calidad percibida, marca y precios de hoteles (Oh, H, 2000).

Es por ello que otros autores como Rappaport's (1986) concluyen que el modelo de flujo de caja descontado (DCF) es ampliamente aceptado en valoración de marcas, porque la influencia de la marca en el comportamiento empresarial es, primero, las marcas fuertes implican mayores flujos de caja actuales. Segundo, la fortaleza de la marca asegura también la consecución de flujos de caja futuros. Finalmente, la marca influye en el cálculo de la tasa de descuento, de este modo marcas más fuertes implican tasas de descuento menores para actualizar los flujos inducidos por la marca. Brand Valuation Forum (2006) o Burmann et al (2009) establecen por comparación con otras metodologías que el DCF es más efectivo porque tiene en cuenta todos los “value drivers” que condicionan el éxito de un negocio y Ganchev (2000) llega a la misma conclusión para el negocio hotelero.

La base del **método de exceso de rendimiento en periodos múltiples (MERM)** son precisamente los flujos de caja operativos de la empresa, y a éstos se les deducen los gastos derivados del uso de los activos contributivos (tangibles e intangibles) para determinar el flujo de caja derivado del exceso de rendimiento que es el que le corresponde al intangible a valorar. Autores tales como Smith (1997) o Gu and Lev (2001) basan sus propuestas en esta técnica.

Sus desarrollos se ajustan a la valoración por DCF y solventa en parte, como a lo largo del artículo se mostrará, los problemas presentados en las otras metodologías de ingresos. Pese a ello y ser muy utilizado en la práctica (Brand Economics 2002; Price Waterhouse 2008; Ernst&Young 2008; Grand Northom 2008) no ha sido analizado metodológicamente desde un punto de vista académico. De hecho, Fernández (2002, 2013) hace un análisis crítico sobre los diferentes métodos existentes para valorar marcas y se refiere a él como el método de *Houlihan Valuation Advisors*’ y concluye de manera cuasi-textual que “*la metodología remplace el flujo de caja atribuible a un producto genérico por los retornos requeridos de los activos necesarios*” y se añade si puede alguien explicar esto.

Finalmente, en el de las **opciones reales**, el objetivo metodológico no es tanto aislar el flujo de caja del intangible sino introducir en él el impacto secuencial de la capacidad de decisión por parte del equipo directivo (abandonar, retrasar, o disminuir son algunas de las posibles decisiones) ante expectativas cambiantes de un entorno sujeto a grandes dosis de incertidumbre (Myers, 1977; Kulatilaka, 1998), por ello podría combinarse con cualquiera de los métodos de ingresos expuestos. La AICPA (2011) lo recomienda para la valoración de patentes o gastos de investigación y desarrollo, dado que se cuentan con una protección legal que

otorga a la empresa gran capacidad de decisión (Schwartz, 2001; Rubio y Lamothe 2010). No obstante, también se puede utilizar esta metodología para valorar la generación de marcas bajo entornos competitivos introduciendo el factor competencia de diversos modos (Kulatilaka and Perotti, 1998; Smit and Trigeorgis 2006).

A través de los siguientes epígrafes se expone y analiza la adecuación de la metodología MERM unida a la metodología WARA en el contexto de DCF-WACC expuesto en el marco teórico.

3. EL MODELO

3.1. Nacimiento y evolución del MERM.

Esta metodología de valoración tiene su origen en 1920, publicación del Tesoro Americano (ARM 34), para estimar el valor que las destilerías perdieron durante la prohibición de venta (ley seca) en Estados Unidos. En 1968 fue transformada en la regla de ingresos 68-609 (Pratt, 2000). Posteriormente, académicos como Smith (1997) y Gu and Lev (2001) se inspiran en esta metodología como base de sus propuestas.

En líneas generales implica determinar un retorno para los activos intangibles, en función del valor razonable de mercado y, posteriormente, multiplicar este porcentaje sobre el valor del activo tangible para obtener su beneficio atribuible. Esta cantidad es restada de las ganancias normalizadas, y el resultado, o exceso de beneficio, es la parte correspondiente al activo intangible. El último paso es dividir el exceso de beneficio por una apropiada tasa de capitalización, y el resultado es el valor del activo intangible.

La tasa de capitalización a utilizar es una cuestión controvertida; en principio la inversa del tipo de capitalización es el número de años en que el comprador espera recuperar lo pagado por el activo, si es 0.20, significa que se espera recuperar en cinco años a través de los flujos de caja que genere. En general la regla 68-609 recomienda entre un 8 o 10 por ciento para los activos tangibles, cuando no hay referentes de la industria, y de un 15 a un 20 por ciento para los activos intangibles, dependiendo del riesgo incorporado en el negocio o empresa a valorar.

Smith (1997) y posteriormente Parr and Smith (2005) proponen una manera de determinar la tasa de descuento de los intangibles desde el modelo WACC-CAPM. El WACC es la tasa de descuento media requerida por la estructura financiera de la empresa. De este modo $WACC = K_e E / EV + K_d D / EV$, donde K_e ³ es la tasa

³ En un mercado eficiente la tasa de retorno del capital es definida a través del CAPM (Sharpe 1964) que define la tasa de retorno de las acciones, K_e , como una función lineal positiva de la tasa libre de riesgo, (R_f), la prima de riesgo del mercado, $(E(R_m) - R_f)$, y la beta del título con el mercado β_i .

requerida por el capital propio o accionistas, E , es el valor de Mercado del capital propio, K_d , es el retorno de la deuda financiera, D , representa la cantidad de deuda financiera, y finalmente EV es el valor de mercado de la compañía. Smith sugiere que la tasa media del retorno de los activos (WARA) es igual al WACC, de este modo en la estructura económica de la empresa diferentes activos coexisten: activos monetarios o corrientes (working capital) y activos no corrientes, tanto tangibles como intangibles. La tasa requerida por los activos sería:

$$WACC = W_M * K_M + W_T * K_T + W_I * K_I \quad (2)$$

Donde:

WACC = coste medio ponderado de capital antes de impuestos; W_M = peso de los activos corrientes; K_M = coste de los activos corrientes; W_T = peso de los activos tangibles; K_T = coste de los activos tangibles; W_I = peso de los activos intangibles; K_I = tasa requerida por los activos intangibles

Despejando K_I de (1):

$$K_I = (WACC - W_M * K_M - W_T * K_T) / W_I \quad (3)$$

El modelo de Smith (1997) y el de Gu and Lev (2001) introducen la metodología dinámica y temporal del descuento de flujos de caja (DCF) frente a la regla 68-609 que es un método estático, y, posteriormente, las guías de la AICPA, aunque sólo suponen unas líneas genéricas, y su aplicación difiere por parte de las grandes casas de análisis, diferencian entre el retorno del activo exigido al beneficio empresarial, conocido como carga contributiva del activo (CAC) y la rentabilidad exigida por la estructura financiera a dicho activo o K_i . El uso y contraste de ambas asegura un mayor control sobre generación de valor de cada activo al incorporar el riesgo de cada uno de ellos al proceso valorativo como se mostrará en el siguiente epígrafe.

3.2. Una propuesta integrada de MERM and WARA como una herramienta para valorar la marca

El punto de partida de esta propuesta es el descuento de flujos de caja: DCF-WACC-CAPM. El DCF captura los generadores de valor de la compañía al proyectar las principales variables económicas y financieras. Todos los futuros cash-flows (FCF) son estimados y descontados a la tasa de retorno requerida por la estructura financiera (WACC). Una vez el valor presente de los flujos de caja es

$$K_e = E(R_i) = R_f + (E(R_m) - R_f) \beta_{i,m}$$

obtenido, la suma de ellos determina el valor de la estructura económica, denominado valor de empresa (VE)^[4].

$$VE = \sum_{n=1}^j (FCF_n / (1 + WACC)^n) + (FCF_{n+1} / (k - g)) / (1 + WACC)^n \quad (4)$$

FCF en la ecuación (4) es el beneficio antes de intereses y después de impuestos, menos las necesidades futuras o variaciones de activos corrientes o “working capital” (WC), e inversiones en activos no corrientes o gastos de capital “capital expenditures” (CAPEX). La expresión (5) representa este concepto.

$$FCF = (EBIT) \times (1 - t) + \text{Depreciación} - \text{Variación de WC \& CAPEX} \quad (5)$$

El objetivo de la propuesta es aislar el FCF y el WACC de cada activo que conforma la estructura económica de la empresa, para ello se introduce el concepto de CACs, cargas contributivas de los activos, “contributory asset charges”, en base a cómo el activo aporta valor a la unidad generadora de efectivo a la que pertenece (UGE) en diferentes periodos. Tal y como se indica en Rubio (2008) y AICPA (2011), dichos CACs se pueden calcular como un ratio, formado, en el numerador por el valor razonable o actual, que hemos determinado previamente para cada activo, ($V_a A$) y en el denominador el sumatorio de los ingresos proyectados de la UGE. En la expresión (6) ($V_a A$) está multiplicado por (1-t), incluyendo así la deducción fiscal de los activos reconocidos en dicha compra-venta que estuvieran sujetos a amortización.

$$CAC = V_a A * (1 - t) / \sum_{t=1}^n I_t \quad (6)$$

En cada periodo, para cada uno de los activos cuyas cargas se imputan, se determinará el flujo descontado del activo (FD_{it}) a partir de la expresión (7):

$$CAC_t * \text{Ingreso}_t = FD_{it} = FCF_{it} / (1 + k_{it})^t \quad (7)$$

Los CACs representan la manera en que el activo se “consume” en la generación de ingresos, luego para su determinación es fundamental conocer su

⁴ Para su cálculo se ha añadido a los valores proyectados de FCF el valor residual (VR) a partir de la fórmula de perpetuidad propuesta por Modigliani & Miller (1958), aplicando el criterio comúnmente aceptado de empresa en funcionamiento, de manera que

$$VE = \frac{FCL}{WACC - g}$$

vida útil. Ello es de especial importancia para el caso de los inmovilizados materiales, puesto que los CACs deben asegurar la recuperación del valor del bien durante su vida útil. En algunos casos la vida del activo puede coincidir con la proyectada para la UGE, y otros no. De este modo, el sumatorio de los flujos de caja descontados representa el valor razonable del activo en cuestión, como se muestra en la ecuación (8):

$$V_a A * (1 - t) = \sum_{t=1}^n F_{it} / (1 + K_{it})^t \quad (8)$$

Sin embargo, en el caso de los activos corrientes, fondo de maniobra o working capital, éstos deben permanecer siempre en la empresa para asegurar el ciclo a corto plazo, o ciclo de explotación, y evidentemente, tampoco están sujetos a una depreciación sistemática, por lo que los CACs deben incluir una vida indefinida. Es por ello que en algunas guías de aplicación de esta metodología (Grand Northom 2008) se recomienda considerar el retorno sobre el capital de trabajo en el cálculo de la carga de estos activos, y ello incluiría las necesidades tanto presentes como futuras. Sin embargo, en el modelo propuesto, en base a que las necesidades de capital circulante pueden variar con los diferentes ciclos proyectados, los autores consideran más exacto contemplar, por un lado las necesidades futuras “*variation of WC*” en función de cálculos realizados previamente sobre periodos medios de cobro, pago y existencias ¹⁵ y, por otro lado, el fondo de maniobra actual, que es el que tiene la empresa en el momento de la valoración o, en su caso, adquisición.

Una vez calculados y deducidos periódicamente los CACs de los activos que forman parte de la estructura económica, así como las necesidades o variaciones futuras de ellos, se tendrá que determinar cada tasa de descuento K_{ij} en función de cómo el mercado retribuye cada una de estas inversiones. De este modo en el caso de edificios y activos inmobiliarios es necesario conocer cuál es la renta media que se paga por ellos en el mercado (ejemplo 4%). Por su parte, la tasa de descuento correspondiente a la parte intangible se determina a través de la metodología WARA de la ecuación (5). Con todo ello se podrá delimitar el flujo de cada activo F_{it} , a partir de (7), y, posteriormente, a partir de la siguiente expresión (9) se determinará el flujo del intangible líder a valorar $E(F_{IL})$

⁵ Es habitual en consultoría, una vez proyectada la cuenta de resultados, en base a ella y a los periodos medios del ciclo de explotación de la empresa realizar los cálculos de las necesidades de fondo de maniobra. Para ello se utilizan las siguientes fórmulas analíticas:

Existencias = Coste de las ventas / ((365/periodo medio existencias));

Cientes = Ventas / (365/periodo medio de cobro365);

Proveedores = Compras / (365 /periodo medio de pago)

$$E(F_{i,j}) = E(\text{EBITDA} * (1-t)) - E(\text{necesidad de WC \& CAPEX}) - E(F_{Tj}) - E(F_{Mj}) - E(F_{Ij}) \quad (9)$$

Como se puede apreciar, la expresión (9) es igual a la expresión (5) deduciendo los flujos de los activos actuales que se están adquiriendo, clasificados en activos tangibles, F_{Tj} , activos corrientes, F_{Mj} , y otros activos intangibles valorados a coste F_{Ij} . Ahora bien, es importante destacar que en (9) se parte del EBITDA (beneficio antes de amortizaciones y depreciaciones, intereses e impuestos) porque ya se ha tenido en cuenta el efecto fiscal de los activos reconocidos en el cálculo de los CACs, y por ello no es necesario partir del EBIT como en (5)⁶. Por otro lado, el valor esperado de cada magnitud $E(\text{EBITDA})$ implica la utilización de escenarios con probabilidades asignadas, puesto que el punto de partida de las proyecciones debería ser combinar diferentes cuotas de mercado en función de un análisis cualitativo, realizado previamente, sobre el posicionamiento de la empresa en el mercado frente a otros competidores y sobre su fortaleza (Völckner and Sattler, 2006; Burmann et al 2009).

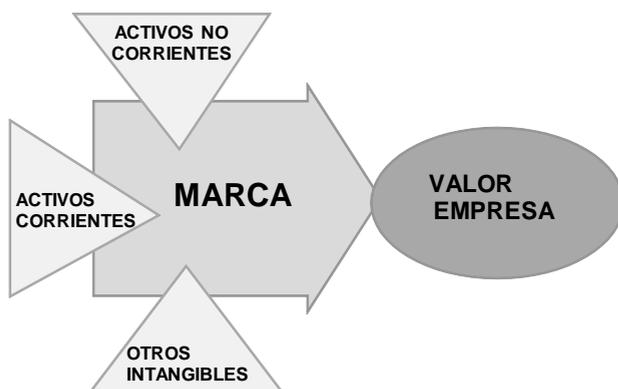
En la expresión (9) también se deducen otros activos intangibles subsidiarios como el capital estructural: patentes, aplicaciones informáticas, o derechos de transaso. Otro intangible a minorar es el “*wok force*” o fuerza de trabajo. Este activo, como ya hemos mencionado al comienzo del artículo, fundamenta su gran importancia en que el capital humano en una compañía, permite y apoya el ciclo económico empresarial. Suele valorarse a coste, en función de una serie de elementos claves (Stewart, 1997; Subramaniam & Youndt, 2005; Hsu & Wang, 2012): (i) conocimiento, educación y entrenamiento; (ii) experiencia y habilidades; (iii) desempeño y compromiso y, en función de ello, la fuerza de trabajo tendrá un coste mayor o menor.

Sin embargo, una vez valorado y deducido, en el contexto de las combinaciones de negocios formará parte del fondo de comercio, puesto que como ya hemos apuntado antes este activo no cumple los requisitos de control establecidos por la NIC 38 para ser definitivamente activado.

Tal y como se representa en la figura 1, en esta metodología cada activo subsidiario de la estructura económica, tanto sea tangible como intangible, va a permitir que el activo intangible líder, máximo generador de valor, funcione óptimamente.

Figura 1.

⁶ En la expresión (4) al EBIT se le suma la amortización, y de este modo se tiene en cuenta su deducibilidad fiscal.



Elaboración propia.

4. APLICACIÓN Y RESULTADOS A MELIA HOTELS INTERNATIONAL

Fundada en 1956 en Palma de Mallorca (España), Meliá Hotels International es una de las compañías hoteleras más grandes del mundo, además de líder absoluto del mercado español. En la actualidad dispone de más de 302 hoteles con 77.894 habitaciones distribuidas en 35 países de 4 continentes (45% de su planta hotelera estaba localizada en España, el 29% en Latinoamérica, el 22% en el resto de Europa y el 4% en Asia). El crecimiento que ha tenido a lo largo de estos años le ha permitido convertirse en la cadena con más capitalización de su sector de la Bolsa española, con un valor de más de 1.217 millones de euros. Se posiciona como la tercera cadena hotelera de Europa y la décima a nivel mundial. El grupo se dedica a actividades turísticas en general y más en concreto a la gestión y explotación de hoteles de su propiedad (25,19%), alquiler (19,80%), en régimen de “management” (49,25%) o franquicia (5,77%), así como a operaciones de club vacacional y otras operaciones inmobiliarias.

La marca de Meliá Hotels, antigua Sol Meliá, ha sido reconocida a través de diferentes encuestas como una de las más prestigiosas y de mayor trayectoria internacional de las marcas más relevantes españolas. Según Cerviño (2008) en el Foro de Marcas Renombradas Españolas FMRE (2007) aparece en el número 12 y según este mismo autor Interbrand (2007) la sitúa en el puesto 18. En 2013 este mismo foro, FMRE (2013), la coloca como la primera en su sector^[7] y en el puesto número 17 del mercado hotelero internacional.

⁷ Según datos del FMRE, uno de los sectores de actividad más asociados con la competitividad de España son el Turismo (82%). Este mismo foro señala que en 2011

Para determinar el valor del grupo se han tenido en cuenta las diferentes áreas geográficas en que la firma divide sus establecimientos (Annual financial inform MHI, 2014), cuyas ponderaciones en el negocio hotelero del grupo son: España mediterráneo 15.52%, España urbanos 15.44%, Europa, Africa, Asia 20.75%, América 20.75% y hoteles en gestión y otros 17.89%, en función de tres escenarios: optimista, normal y pesimista. Todo ello en función de opiniones de analistas y expertos: Hosteltur (2015), Exceltur (2015) y Organización Mundial del Turismo (OMT) (2015), así como de las previsiones de la propia compañía. Las tasas de crecimiento proyectadas de los ingresos procedentes de su actividad hotelera, así como márgenes operativos se presentan en la tabla (1).

Tabla 1. Proyecciones de crecimiento de ingresos, gastos y beneficios.

ESCENARIOS	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
Escenario optimista (% medio)	4,00%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%
Hoteles España mediterráneo	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Hoteles España urbanos	2,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Hoteles Europa, Africa y Asia+ Premium EU	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Hoteles América	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Hoteles en Gestión y otros	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Gastos Operativos. % sobre ingresos	76,00%	76,00%	76,00%	76,00%	76,00%
EBIT Margen. % sobre ingresos	12,56%	12,96%	13,36%	13,73%	14,09%
BN Margen. % sobre ingresos	4,98%	5,70%	6,35%	6,96%	7,52%
Escenario normal (% medio)	3,80%	4,20%	4,20%	4,20%	4,20%
Hoteles España mediterráneo	4,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Hoteles España urbanos	2,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Hoteles Europa, Africa y Asia+ Premium EU	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Hoteles América	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Hoteles en Gestión y otros	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Gastos Operativos. % sobre ingresos	77,00%	77,00%	77,00%	77,00%	77,00%
EBIT Margen. % sobre ingresos	10,83%	11,17%	11,50%	11,81%	12,02%
BN Margen. % sobre ingresos	2,93%	3,62%	4,26%	4,85%	5,33%
Escenario pesimista (% medio)	2,60%	3,00%	3,20%	3,40%	3,40%
Hoteles España mediterráneo	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Hoteles España urbanos	1,00%	2,00%	2,00%	3,00%	3,00%
Hoteles Europa, Africa y Asia+ Premium EU	3,00%	3,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Hoteles América	2,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Hoteles en Gestión y otros	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Gastos Operativos. % sobre ingresos	77,00%	77,00%	77,00%	77,00%	77,00%
EBIT Margen. % sobre ingresos	10,77%	10,95%	11,17%	11,41%	11,53%
BN Margen. % sobre ingresos	2,68%	3,22%	3,76%	4,28%	4,69%

Fuente: elaboración propia en base a MHI (2014), Hosteltur (2015), Exceltur (2015) y (OMT) (2015).

España ocupa el cuarto puesto a nivel mundial a nivel de recepción de pasajeros y el segundo por ingresos del sector.

Una vez proyectada la cuenta de resultados, estimadas las necesidades de WC y de CAPEX y obtenido el flujo de caja libre de la firma, según la expresión (5), se ha determinado el valor de la cadena hotelera descontando los flujos obtenidos a una tasa de 8,92%, según el modelo WACC. Los valores resultantes y contrastados con la capitalización bursátil, que en la fecha de valoración ascendía a 2.388.636 (mil eur) (199.053 miles de títulos con un valor de cotización de 12,2) se muestran en la tabla (2):

Tabla 2. Valor de Meliá Hotels Internacional (mil um).

	Valor actual FC	Valor Residual	Valor Empresa	Deuda Neta	Valor Equity	Precio/acción
ESC. OPTIMISTA	982.650,08	2.681.393,10	3.664.043,18	1.067.715,00	2.596.328,18	13,04
ESC. NORMAL	891.160,52	2.407.949,06	3.299.109,58	1.067.715,00	2.231.394,58	11,21
ESC. PESIMISTA	867.205,21	2.290.851,73	3.158.056,94	1.067.715,00	2.090.341,94	10,50

Fuente: elaboración propia

Posteriormente, se ha procedido a calcular y minorar las cargas contributivas de los activos que conforman la estructura económica de la cadena según las expresiones (6), (7) y (8). En la tabla (3) se ilustra el proceso para el escenario normal. Los CACs, ecuación (6), se han calculado teniendo en cuenta la vida útil de los diferentes activos no corrientes. Para las partidas de vehículos, ordenadores y mobiliario se ha tenido en cuenta una vida útil de cinco años, mientras que para otros activos, como los edificios, se ha tenido en cuenta una vida útil de 50 años, en función de estándares contables y fiscales.

Tabla 3. Imputación de los CACs de los diferentes activos.

Activo	CACs	FD ₁	FD ₂	FD ₃	FD ₄	FD ₅	FD _R	V _a A _i	V _a A _i +T	
Terrenos, construcciones y obras en cu	50	3,52%	54.915	57.350	59.889	62.537	65.312	962.444	1.262.448	1.803.497
Inst. técnicas	10	0,61%	9.565	9.989	10.431	10.892	11.376	33.527	85.779	122.542
Maquinaria	10	0,12%	1.882	1.965	2.052	2.143	2.238	6.596	16.877	24.110
Mobiliario	5	0,76%	11.831	12.356	12.903	13.473	14.071		64.635	92.335
Utillaje	5	0,01%	140	146	152	159	166		762	1.089
Vehículos	5	0,00%	33	35	36	38	39		181	259
Equipos de informacion	5	0,04%	605	632	660	689	720		3.308	4.725
Otro inmovilizado	10	0,08%	1.290	1.348	1.407	1.469	1.535	4.523	11.572	16.531
Otros activos nc	5	1,84%	28.702	29.975	31.302	32.686	34.136		156.800	224.000
Activos por impuestos diferidos	5	1,23%	19.139	19.988	20.873	21.796	22.763		104.559	149.370
Working Capital	50	0,28%	4.421	4.617	4.822	5.035	5.258	77.487	101.641	101.641
Capital estructural	50	0,19%	2.913	3.043	3.177	3.318	3.465	51.060	66.975	95.679
Total activos imputados (mil um)									1.875.537	2.635.778

Fuente: elaboración propia

Por su parte, para el cálculo del numerador de la expresión (6), $V_a A_i$, se han utilizado los valores contables proporcionados en los informes financieros (MHI, financial report 2012, 2013, 2014), menos para el valor de los inmuebles, para el que se ha realizado una estimación teniendo en cuenta el número de hoteles en propiedad, las zonas geográficas y los metros cuadrados medios de las habitaciones y zonas comunes, lo que ha arrojado un valor de mercado de 1.803.497 (mil eur) frente al valor contable de 1.293.543 (mil eur), incluyendo las obras en curso.

Una vez se han calculado los flujos descontados de cada tipología de activos: tangibles, monetarios e intangibles subsidiarios (FD_{Ti} , FD_{Mi} , FD_{Ii}) y sin descontar (F_{Ti} , F_{Mi} , F_{Ii}) respectivamente según (7) se procede al cálculo de flujo correspondiente a la marca según la ecuación (9), tal como se indica en la tabla (4) para el escenario normal. Como en la expresión (6) se había minorado, para cada activo, la deducibilidad fiscal de la amortización, para llegar al valor total de cada uno de ellos, ver tablas 3 y 4, es preciso multiplicar el resultado de la expresión (8) por $(1+tg)$ obteniendo $(V_a A_i + T)$.

Ni la marca, ni el fondo de comercio que hubiera surgido van a incluir dicho efecto, puesto que no son amortizables. De hecho cualquier activo de vida indefinida, como la marca y el fondo de comercio, está sujeto a test de deterioro (NIC36 p7d) que se realizará anualmente en base a las proyecciones y flujos de los activos obtenidos en la tabla 4.

Tabla 4. El MERM y el valor de la marca. Escenario normal.

Años	WACC/WAR ^a	1	2	3	4	5 V.residual	V. razonable	Vrazonable+T
EBITDA*(1-tg)+VAR WC and CAPEX		179.863	192.602	202.029	211.903	221.741	3.267.582	
WACC	8,92%	91,8%	84,3%	77,4%	71,0%	65,2%	65,2%	
EBITDA*(1-tg)+VAR WC and CAPEX. Actualizado		165.131	162.343	156.339	150.549	144.634	2.131.338	2.910.335 3.670.576
Terrenos, construcciones y obras en curso. F_{T1}		57.112	62.030	67.367	73.160	79.462	1.170.960	
Factor descuento. K _{T1}	4,00%	96,2%	92,5%	88,9%	85,5%	82,2%	82,2%	
Flujo de caja actualizado. FD _{T1}		54.915	57.350	59.889	62.537	65.312	962.444	1.262.448 1.803.497
Inst. técnicas, maquinaria y utillaje. F_{T2}		12.397	13.853	15.479	17.295	19.327	56.274	
Factor descuento. K _{T2}	7,00%	93,5%	87,3%	81,6%	76,3%	71,3%	71,3%	
Flujo de caja actualizado. FD _{T2}		11.586	12.100	12.636	13.194	13.780	40.123	103.419 147.741
Mobiliario. F_{T3}		13.014	14.951	17.174	19.726	22.662	0	
Factor descuento. K _{T3}	10,00%	90,9%	82,6%	75,1%	68,3%	62,1%	62,1%	
Flujo de caja actualizado. FD _{T3}		11.831	12.356	12.903	13.473	14.071	0	64.635 92.335
Vehículos. F_{T4}		37	42	48	55	64	0	
Factor descuento. K _{T4}	10,00%	90,9%	82,6%	75,1%	68,3%	62,1%	62,1%	
Flujo de caja actualizado. FD _{T4}		33	35	36	38	39	0	181 259
Equipos de informacion. F_{T5}		666	765	879	1.009	1.160	0	
Factor descuento. K _{T5}	10,00%	90,9%	82,6%	75,1%	68,3%	62,1%	62,1%	
Flujo de caja actualizado. FD _{T5}		605	632	660	689	720	0	3.308 4.725
Inversiones inmob+Otros activos no corrientes. F_{T6}		51.097	55.497	60.272	65.455	71.093	5.503	
Factor descuento. K _{T6}	4,00%	96,2%	92,5%	88,9%	85,5%	82,2%	82,2%	
Flujo de caja actualizado. FD _{T6}		49.131	51.310	53.582	55.951	58.434	4.523	272.931 389.901
Working Capital. F_{M1}		4.642	5.091	5.582	6.120	6.711	98.896	
Factor descuento. K _{M1}	5,00%	95,2%	90,7%	86,4%	82,3%	78,4%	78,4%	
Flujo de caja actualizado. FD _{M1}		4.421	4.617	4.822	5.035	5.258	77.487	101.641 101.641
Capital estructural. F_{I1}		3.387	4.112	4.992	6.059	7.357	108.409	
Factor descuento. K _{I1}	16,25%	86,0%	74,0%	63,7%	54,8%	47,1%	47,1%	
Flujo de caja actualizado. FD _{I1}		2.913	3.043	3.177	3.318	3.465	51.060	66.975 95.679
Marca. F_{I2}		34.520	28.245	13.565	-6.733	-34.917	2.114.071	
Factor descuento. K _{I2}	16,25%	86,0%	74,0%	63,7%	54,8%	47,1%	47,1%	
Flujo de caja actualizado. FD _{I2}		29.694	20.900	8.634	-3.687	-16.445	995.702	1.034.798 1.034.798
VALOR RAZONABLE ACTIVO								2.910.335 3.670.576

Fuente: elaboración propia

El sumatorio de los valores actuales de los flujos de la marca descontados a su correspondiente tasa K_{I2} o WARA arroja un valor razonable que asciende a **1.034.798** (miles de euros), como se puede apreciar en la tabla (4), para el

escenario normal. En los apéndices 1 y 2 se pueden analizar los resultados del valor de la marca para el escenario optimista y pesimista, cuyos valores ascienden a **1.399.731** y **893.745** (miles de euros) respectivamente. Si al sumatorio de los nuevos valores reconocidos, 3.670.576, escenario normal, 3.529.523 para el escenario pesimista y 4.035.509 para el escenario optimista, se le resta el valor de la estructura económica determinada en la tabla (2) para cada escenario, el resultado para cada uno de ellos es siempre de 371.466 (mil euros) y representará, en el pasivo del nuevo balance reconocido, el impuesto diferido que surge por la diferencia temporal entre la base imponible contable y fiscal, dada la plusvalía surgida por los nuevos valores reconocidos.

La tasa de descuento utilizada para el activo intangible se determina a partir de la ecuación (3) y los resultados se plasman en la tabla (5) para el escenario normal. En los apéndices 1 y 2 también se incorporan las tablas correspondientes a los WARAs para el resto de escenarios. En la tabla (5) el WARA o tasa de descuento (K_{ij}) utilizada para el fondo de maniobra, 5%, corresponde al descuento bancario que por término medio cobraría una entidad financiera; para el resto de activos, en línea con la regla 68-609, la rentabilidad que el mercado, por término medio, exige por la cesión o alquiler de cada clase de bien (4% para activos inmobiliarios, 7% para instalaciones técnicas, maquinaria y utillaje, y 10% para vehículos y resto de activos).

En la tabla 5 se puede observar como el intangible tiene un peso en el total del balance del 34.7% y remunera a la estructura financiera con una tasa mayor que el resto de los activos, siendo además su WARA de 16.3% superior al WACC o coste medio ponderado de la estructura financiera empresarial, 8.92%, por lo que es obvio que genera un valor añadido superior al resto, si bien el riesgo incorporado frente al resto de elementos también es mayor.

Tabla 5. WARAs de los diferentes activos.

ACTIVO ESCENARIO NORMAL	%	K_{ij}	Valor
Terrenos, construcciones y obras en curso	43,4%	4,0%	1.262.448
Inst. técnicas, maquinaria y utillaje	3,6%	7,0%	103.419
Mobiliario	2,2%	10,0%	64.635
Vehículos	0,0%	10,0%	181
Equipos de información	0,1%	10,0%	3.308
Inversiones inmobiliarias+ Otros activos no orientados	9,4%	4,0%	272.931
Fondo de maniobra	3,5%	5,0%	101.641
Marca y Cap estructural	37,9%	16,3%	1.101.773
TOTAL	100,0%		
	WACC	0,0892	2.910.335

Fuente: elaboración propia

5. CONCLUSIONES

Según la IFRS 3, el valor razonable de un activo intangible debe reflejar las expectativas de los participantes del mercado en la fecha de adquisición acerca de la probabilidad de que los beneficios económicos futuros incorporados al activo fluyan a la entidad. Dada la inexistencia de mercados activos de compra-venta de marcas por áreas de actividad, en especial en el sector hotelero y, ampliamente demostrada la relación entre los resultados empresariales y valor de marca (Park and Srinivasan, 1994; Aaker, 1996; Sivakumar et al, 1997; Doile et al, 2001; Cerviño et al 2004; Fernández 2011), especialmente en el sector hotelero (Prasad & Dev, 2000; Oh, H, 2000 ; Kim & Kim 2005; Kayaman et al 2007), los modelos de flujos de caja resultan los más adecuados para valorarlas (Rappaport's, 1986; NIC 38; Ganchev 2000; Brand Valuation Forum, 2006; Burmann et al 2009).

Frente a otras metodologías, como la del royalty relief o el método del flujo de caja incremental, el MERM, tal y como se ha propuesto, supone ventajas desde el punto de vista de la gestión porque es el único que aísla el flujo correspondiente a la marca una vez se han deducido y justificado las cargas contributivas del resto de activos de la empresa que va a ser objeto de adquisición (CACs). Ello permite un mayor conocimiento del modo en que los diferentes activos participan en la creación de valor, a partir de las principales variables económicas: cuota de mercado, potencial de crecimiento, márgenes y tasas de descuento, todo ello bajo la base de un modelo DCF-WACC (Smith, 2005), puesto que al mismo tiempo, se incorpora el riesgo implícito de cada inversión (WARAs) y del negocio en su conjunto.

Lo descrito es extremadamente útil en las combinaciones de negocios porque, en primer lugar, esta metodología se adecúa a los estándares contables, fiscales y valorativos, pero también porque el objetivo de estos procesos, en numerosas ocasiones, es crear una nueva marca o incrementar el valor de la ya existente (Doyle and Stern, 2006; Cerviño et al., 2014), y ello, dado que debe haber una posterior fase de integración, exige un profundo conocimiento de los diferentes generadores de valor de ambas empresas para no duplicar recursos e inversiones y conseguir una mayor eficiencia.

En la aplicación concreta que se ha llevado a cabo para la cadena Melia Hotels International, se comprueba en línea con otros estudios sobre el sector hotelero (Prasad & Dev, 2000; Kim & Kim 2005) que el valor de la marca tiene gran relevancia. Dependiendo de los escenarios proyectados su valor representa el 37,9%, para el escenario normal, 44,8% para el optimista, y 34,7% para el pesimista. Esta aleatoriedad se produce porque el valor de la marca está ligado a la capacidad de éxito empresarial, de ahí que esté sujeto a un test de deterioro anual; mientras que otros activos, como los inmuebles, representan el 43,4% en el escenario normal y su valor en términos absolutos, lógicamente, es independiente de la marcha de la empresa.

Estas cifras nos dan idea de la importancia de este activo en el seno de MHI como generador de valor. Más aún si contemplamos su WARA o retribución a la estructura financiera, que alcanza un retorno del 16,3% para el escenario normal, maximizando la riqueza de los accionistas frente al resto de activos.

La metodología propuesta también resulta útil desde un punto de vista interno-estratégico: si los gerentes de de MHI quisieran aumentar el valor de la estructura intangible frente a la tangible podrían, por ejemplo, ponderar aún más las inversiones en gestión hotelera y las de cesión de marca frente a las que conllevan inversiones directas en inmuebles. De nuevo, a través del MERM se podrían pre-determinar las repercusiones esperadas de tales políticas en los CAC's y WARAs de los diferentes activos: tangibles, monetarios o corrientes e intangibles subsidiarios ante diferentes escenarios y, finalmente, como todo ello repercutiría en el valor de la marca y de la empresa.

La vinculación que el valor de la marca mantiene con los resultados empresariales y la aleatoriedad que subyace en ellos permitiría, además, el uso de técnicas estocásticas que incorporen el impacto de las decisiones secuenciales de la dirección, como las opciones reales (Kulatilaka and Perotti, 1998). Su implementación combinada con el MERM podría dar respuesta a diferentes problemas estratégicos de creación y gestión de marcas, en especial frente a competidores (Smit and Trigeorgis, 2006).

Tras el análisis y desarrollo concluimos que la utilidad del modelo radica en la mayor capacidad frente a los otros métodos de ingresos para analizar y por tanto gestionar el capital intangible y la marca en el seno de la estructura económico-empresarial. No obstante, la principal crítica que se puede hacer es su falta de perspectiva externa o de mercado. Una manera de enriquecerlo sería incorporando un análisis del posicionamiento de la empresa frente a sus competidores, bien combinándolo con otras metodologías de ingresos, como el método incremental o completándolo a través de indicadores sobre variables cualitativas con base estadística (Aaker 1996; Prasad & Dev, 2000; Kim & Kim 2005; Kayaman et al 2007).

Es evidente, que sólo una perspectiva amplia, desde diferentes ángulos: cuantitativos y cualitativos, puede afianzar las bondades de la metodología propuesta y, con ello, aportar un conocimiento profundo y completo de la capacidad de la marca para generar valor. Todo ello excede el ámbito del presente artículo, pero daría lugar a una propuesta de informe sobre capital intelectual que será objeto de futuras investigaciones.

BIBLIOGRAFÍA

- AAKER, D. A. (1996). "Measuring brand equity across products and markets". *California management review*, 38(3), pp. 103.
- AAKER, D. A., & JOACHIMSTHALER, E. (2012). *Brand leadership*. Simon and Schuster.
- AICPA (2011). *Assets acquired to be used in research and development activities*, American Institute of Certified Public Accountants, New York, USA.
- BARNEY, J. (1991). "Firm resources and sustained competitive advantage". *Journal of management*, 17(1), pp. 99-120.
- BRAND ECONOMICS (2002). Bringing new clarity to brand management and strategy, Disponible en: <http://www.brandecon.com/docs/WhitePaper20pp.pdf>, (accedido 30 de marzo de 2016).
- BRAND VALUATION FORUM; 10 Grundsätze zur monetären Markenbewertung. Disponible en: http://www.markenverband.de//_Rainbow/documents/PM%20Brand%20Valuation%20Forum%2023.11.2006.pdf; 23.11.2006, (accedido 30 de marzo de 2016).
- BROWN, S., LO, K., & LYS, T. (1999). "Use of R² in accounting research: measuring changes in value relevance over the last four decades". *Journal of Accounting and Economics*, 28(2), pp. 83-115.
- BONTIS, N. (2001). "Assessing knowledge assets: a review of the models used to measure intellectual capital". *International journal of management reviews*, 3(1), pp. 41-60.
- BURMANN, C., JOST-BENZ, M., & RILEY, N. (2009). "Towards an identity-based brand equity model". *Journal of Business Research*, 62(3), pp. 390-397.
- CAÑIBANO, L., COVARSÍ, M. G. A., & SÁNCHEZ, M. P. (1999). "La relevancia de los intangibles para la valoración y la gestión de empresas: revisión de la literatura". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, pp. 17-88.
- CAÑIBANO CALVO, L., & GISBERT CLEMENTE, A. (2007). "El proceso de armonización contable internacional, la estrategia europea y la adaptación de la normativa contable en España". *Contaduría-Universidad de Antioquia*, (51), pp. 11-40.
- CERVIÑO, J. (2004). "Las marcas y la creación de valor para los accionistas". *Bolsa de Madrid*, (135), pp. 12-25.
- CERVIÑO, J. (2008). "La globalización de las marcas españolas: estrategia internacional e imagen de marca del Santander". *Universia Business Review*, 1(1).

- CERVIÑO, J., & BAENA, V. (2014). “Nuevas dimensiones y problemáticas en el ámbito de la creación y gestión de marcas”. *Cuadernos de Estudios Empresariales*, 24, pp.11-50.
- CHEN, J., ZHU, Z., & YUAN XIE, H. (2004). “Measuring intellectual capital: a new model and empirical study”. *Journal of Intellectual capital*, 5(1), pp. 195-212.
- CIC (2003). *Modelo de Medición y Gestión del Capital Intelectual*, Modelo Intellectus. CIC-IADE, Madrid.
- DAMODARAN, A. (2006). *Damodaran on valuation*. John Wiley & Sons.
- DONTOH, A., RADHAKRISHNAN, S., & RONEN, J. (2004). “The declining value relevance of accounting information and non-information-based trading: An empirical analysis”. *Contemporary Accounting Research*, 21(4), pp. 795-812.
- DOYLE, P. (2001). “Shareholder-value-based brand strategies”. *The Journal of Brand Management*, 9(1), pp. 20-30.
- DOYLE, P., & STERN, P. (2006). *Marketing management and strategy*. Pearson Education.
- DRUCKER, P. F., & DRUCKER, P. F. (1993). *Managing for the Future*. Routledge.
- EDVINSSON, L., & MALONE, M. S. (1996). *Intellectual Capital: Realizing Your Company's True Value by Finding Its Hidden Brainpower*. HarperCollins, New York.
- ERNS&YOUNG (2008). “Purchase price allocation (PPA) methodologies”. Disponible en: <http://www.ey.com/GL/en/Industries/Telecommunications/Valuation-drivers-in-the-telecommunications-industry---Purchase-price-allocation-PPA-methodologies>, (accedido 30 de marzo de 2016).
- EXCELTUR (2015). “Informe Perspectivas N51. Enero de 2015”. Disponible en: <http://www.exceltur.org/wp-content/uploads/2015/01/Informe-Perspectivas-N51-Balance-2014-y-perspectivas-2015-Definitivo-Web.pdf>, (accedido 30 de marzo de 2016).
- FERNANDEZ, P. (2002). *Valuation methods and shareholder value creation*. Academic Press.
- FERNANDEZ, P. (2013). “Valoración de Marcas e Intangibles (Brand Valuation)”. Disponible en: <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0686.pdf>, (accedido 30 de marzo de 2016).
- FERNÁNDEZ, J. C. (2011). “La globalización de las marcas y la competitividad: tendencias y retos para las empresas españolas”. *Economía industrial*, (379), pp. 93-106.
- FMRE (2013). “Presencia internacional de las empresas turísticas españolas”. Disponible en: <http://atlas.marcasrenombradas.com/analisis/presencia->

- internacional-de-las-empresas-turisticas-espanolas/ , (accedido 30 de marzo de 2016).
- GANCHEV, O. (2000). "Applying value drivers to hotel valuation". *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, 41(5), pp. 78-89.
- GRANT NORTHOM (2008). "*Intangible assets in a business combination*". Disponible en: <http://www.grantthornton.com/mt/files/Intangible%20Assets%20in%20a%20Business%20Combination.pdf>, (accedido 30 de marzo de 2016).
- GU, F., & LEV, B. (2001). *Intangible assets: measurement, drivers, usefulness*. New York. Carper 7 in *Managing Knowledge Assets and Business Value. Creation in Organizations*. Giovanni Schiuma.
- HOSTELTUR (2015). "*Tendencias del turismo 2015*". Disponible en: <http://www.hosteltur.com/edicion-impresa/tendencias-del-turismo-2015>, (accedido 30 de noviembre de 2015).
- HSU, L. C., & WANG, C. H. (2012). "Clarifying the effect of intellectual capital on performance: the mediating role of dynamic capability". *British Journal of Management*, 23(2), pp. 179-205.
- IFRS 3 (2008). "*Business Combinations. International Accounting Standards Board (IASB)*". Disponible en: <http://www.iasplus.com/en/standards/ifrs>, (accedido 30 de noviembre de 2015).
- IFRS 13. (2011). "*Fair value Measurement. International Accounting Standards Board (IASB)*". Disponible en: <http://www.iasplus.com/en/standards/ifrs>, (accedido 25 noviembre de 2015).
- INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COUNCIL. IVS (2010). "*Intangible assets*". Disponible en: http://www.ivsc.org/sites/default/files/ivs_20100610.pdf, (accedido 25 noviembre de 2015).
- JOURDAN, P. (2001). "Le capital marque: proposition d'une mesure individuelle et essai de validation". *Recherche et Applications en Marketing*, 16(4), pp. 3-23.
- KAMAKURA, W. A., & RUSSELL, G. J. (1993). "Measuring brand value with scanner data". *International Journal of Research in Marketing*, 10(1), pp. 9-22.
- KAPFERER, J. N. (1992). *Die Marke, Kapital des Unternehmens*. Landsberg/Lech: Verlag Moderne Industrie.
- KAPFERER, J. N. (2012). *The new strategic brand management: Advanced insights and strategic thinking*. Kogan page publishers.
- KAYAMAN, R., & ARASLI, H. (2007). "Customer based brand equity: evidence from the hotel industry". *Managing Service Quality: An International Journal*, 17(1), pp. 92-109.
- KELLER, K. L. (2001). "*Building customer-based brand equity: A blueprint for creating strong brands*". Disponible en:

- file:///C:/Users/financiera/Downloads/Customer_Basedbrand_Equity_Model.pdf, (accedido 25 noviembre de 2015).
- KIM, H. B., & KIM, W. G. (2005). "The relationship between brand equity and firms' performance in luxury hotels and chain restaurants". *Tourism management*, 26(4), pp. 549-560.
- KPMG. (2008). "Intangible Assets and Goodwill in the context of Business Combinations". Disponible en: <https://www.kpmg.com/PT/pt/IssuesAndInsights/Documents/Intangible-assets-and-goodwill.pdf>, (accedido 25 noviembre de 2015).
- KULATILAKA, N., & PEROTTI, E. C. (1998). "Strategic growth options". *Management Science*, 44(8), pp. 1021-1031.
- LEV, B. (2000). Knowledge and shareholder value. *NYU Stern School of Business*, mimeo.
- LEV, B. (2001), INTANGIBLES: MANAGEMENT, MEASUREMENT AND REPORTING, Bookings Institution Press, 2001.
- MARTÍN-DE-CASTRO, G., DELGADO-VERDE, M., LÓPEZ-SÁEZ, P., & NAVAS-LÓPEZ, J. E. (2011). "Towards 'an intellectual capital-based view of the firm': origins and nature". *Journal of Business Ethics*, 98(4), pp. 649-662.
- MARTÍN-DE CASTRO, G. (2014). "Intellectual capital and the firm: some remaining questions and prospects. *Knowledge Management Research & Practice*", 12(3), pp. 239-245.
- MELIA HOTELS INTERNATIONAL. (2012), (2013), (2014). "Annual financial inform MHI". Disponible en: <http://www.meliahotelsinternational.com/en/shareholders-investors/financial-information/annual-reports>, (accedido 30 de junio de 2016).
- MODIGLIANI, F., & MILLER, M. H. (1958). "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment". *The American economic review*, 48(3), pp. 261-297.
- MOTAMENI, R., & SHAHROKHI, M. (1998). "Brand equity valuation: a global perspective". *Journal of product & brand management*, 7(4), pp. 275-290.
- MYERS, S. C. (1977). "Determinants of corporate borrowing". *Journal of financial economics*, 5(2), pp. 147-175.
- NAHAPIET, J., & GHOSHAL, S. (1998). "Social capital, intellectual capital, and the organizational advantage". *Academy of management review*, 23(2), pp. 242-266.
- NIC 36 (2004). "Impairment of Assets. International Accounting Standards Board (IASB)". Disponible en: <http://www.iasplus.com/en/standards/ias>, (accedido 30 de junio de 2016).
- NIC 38 (2008): "Intangible Assets. International Accounting Standards Board (IASB)". Disponible en: <http://www.iasplus.com/en/standards/ias>, (accedido 30 de junio de 2016).

- NOMEN, E. (2005). *El valor razonable de los activos intangibles: el efecto mariposa de la segunda deslocalización*. Ediciones Deusto.
- OH, H. (2000). "The effect of brand class, brand awareness, and price on customer value and behavioral intentions". *Journal of Hospitality & Tourism Research*, 24(2), pp. 136-162.
- OMT (2015). "Panorama OMT del turismo internacional, edición 2015". Disponible en: <http://mkt.unwto.org/es/publication/panorama-omt-del-turismo-internacional-edicion-2015>, (accedido 30 de mayo de 2016).
- PARK, C. S., & SRINIVASAN, V. (1994). "A survey-based method for measuring and understanding brand equity and its extendibility". *Journal of marketing research*, pp. 271-288.
- PARR, R. L., & SMITH, G. V. (2005). *Intellectual property: valuation, exploitation, and infringement damages*. John Wiley & Sons.
- PRASAD, K., & DEV, C. S. (2000). "Managing hotel brand equity: A customer-centric framework for assessing performance". *The Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, 41(3), pp. 22-4.
- PRATT, S. P. (2000). *The Lawyer's Business Valuation Handbook: Understanding Financial Statements, Appraisal Reports, and Expert Testimony*. American Bar Association.
- RAPPAPORT, A. (1986). *Creating shareholder value: the new standard for business performance*. Free press.
- RATNATUNGA, J., & EWING, M. T. (2009). "An ex-ante approach to brand capability valuation". *Journal of Business Research*, 62(3), pp. 323-331.
- REED, K. K., LUBATKIN, M., & SRINIVASAN, N. (2006). "Proposing and testing an intellectual capital-based view of the firm". *Journal of Management studies*, 43(4), pp. 867-893.
- REILLY, RF AND SCHWEIHS, RP (1999): *Valuing Intangibles Assets*. Irwin Library of Investment and Finance. MacGraw Hill. New York. E.E.U.U.
- RUBIO MARTÍN, G. (2008). "Los nuevos retos de valoración de intangibles en combinaciones de negocios". *Partida Doble*, 198(14).
- RUBIO MARTÍN, G., Rodríguez Paredes, M., & Maroto Acín, J. A. (2013). "La escasa relevancia de la información contable sobre los activos intangibles en la valoración de las empresas innovadoras españolas". *Revista de Métodos Cuantitativos para la Economía y la Empresa*. 16(1), pp. 68-94.
- RUBIO MARTÍN, G., MANUEL, C., PÉREZ-HERNÁNDEZ, F (2016). "Valuing brands under royalty relief methodology according to international accounting and valuation standards". *European Journal of Management and Business Economics*. 26. Disponible en: <http://www.elsevier.es/en-revista-european-journal-of-management-and-487-avance>,(accedido 30 de junio de 2016).
- SÁNCHEZ, R. I., & ESPINOSA, G. L. (2005). "Valoración de los activos intangibles en el mercado de capitales español". *Spanish Journal of Finance*

- and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 34(125), pp. 459-499.
- SHARPE, W. F. (1964). "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk." *Journal of Finance*, 19, pp. 425-442.
- SMIT, H. T., & TRIGEORGIS, L. (2006). "Real options and games: Competition, alliances and other applications of valuation and strategy". *Review of Financial Economics*, 15(2), pp. 95-112.
- SMITH, G. V. (1997). *Trademark valuation*. John Wiley & Sons.
- SIVAKUMAR, K., & RAJ, S. P. (1997). "Quality tier competition: How price change influences brand choice and category choice". *The Journal of Marketing*, pp. 71-84.
- STEWART, TA. (1997). *Intellectual Capital. The New Wealth of Organizations*. Doubleday Currency, New York.
- SUBRAMANIAM, M., & YOUNDT, M. A. (2005). "The influence of intellectual capital on the types of innovative capabilities". *Academy of Management Journal*, 48(3), pp. 450-463.
- SWAIT, J., ERDEM, T., LOUVIERE, J., & DUBELAAR, C. (1993). "The equalization price: A measure of consumer-perceived brand equity". *International Journal of Research in Marketing*, 10(1), pp. 23-45.
- VÖLCKNER, F., & SATTLER, H. (2006). "Drivers of brand extension success". *Journal of Marketing*, 70(2), pp. 18-34.

A1.1. El MERM y el valor de la marca. Escenario optimista.

Años		1	2	3	4	5 V.residual	V. razonable	Vrazonable+T
EBITDA*(1-tg)+VAR WC and CAPEX		197.980	215.238	226.287	237.872	250.189	3.686.802	
WACC	8,92%	91,8%	84,3%	77,4%	71,0%	65,2%	65,2%	
EBITDA*(1-tg)+VAR WC and CAPEX. Actualizado		181.763	181.422	175.112	168.999	163.190	2.404.782	3.275.268
Terrenos, construcciones y obras en curso. F_{T1}		56.441	61.518	67.040	73.046	79.579	1.172.675	
Factor descuento. K _{T1}	4%	96,2%	92,5%	88,9%	85,5%	82,2%	82,2%	
Flujo de caja actualizado. FD _{T1}		54.271	56.877	59.599	62.440	65.408	963.853	1.262.448
Inst. técnicas, maquinaria y utillaje. F_{T2}		12.280	13.771	15.440	17.308	19.400	56.486	
Factor descuento. K _{T2}	7%	93,5%	87,3%	81,6%	76,3%	71,3%	71,3%	
Flujo de caja actualizado. FD _{T2}		11.477	12.028	12.604	13.205	13.832	40.274	103.419
Mobiliario. F_{T3}		12.922	14.897	17.171	19.789	22.802	0	
Factor descuento. K _{T3}	10%	90,9%	82,6%	75,1%	68,3%	62,1%	62,1%	
Flujo de caja actualizado. FD _{T3}		11.748	12.312	12.901	13.516	14.158	0	64.635
Vehículos. F_{T4}		36	42	48	56	64	0	
Factor descuento. K _{T4}	10%	90,9%	82,6%	75,1%	68,3%	62,1%	62,1%	
Flujo de caja actualizado. FD _{T4}		33	35	36	38	40	0	181
Equipos de informacion. F_{T5}		661	762	879	1.013	1.167	0	
Factor descuento. K _{T5}	10%	90,9%	82,6%	75,1%	68,3%	62,1%	62,1%	
Flujo de caja actualizado. FD _{T5}		601	630	660	692	725	0	3.308
Inversiones inmob+Otros activos no corrientes. F_{T6}		50.732	55.296	60.259	65.658	71.529	5.523	
Factor descuento. K _{T6}	4%	96,2%	92,5%	88,9%	85,5%	82,2%	82,2%	
Flujo de caja actualizado. FD _{T6}		48.781	51.124	53.570	56.124	58.792	4.540	272.931
Working Capital. F_{M1}		4.588	5.049	5.555	6.111	6.721	99.041	
Factor descuento. K _{M1}	5%	95,2%	90,7%	86,4%	82,3%	78,4%	78,4%	
Flujo de caja actualizado. FD _{M1}		4.369	4.579	4.798	5.027	5.266	77.601	101.641
Capital estructural. F_{I1}		3.295	3.951	4.737	5.679	6.807	100.313	
Factor descuento. K _{I1}	14%	87,4%	76,4%	66,7%	58,3%	51,0%	51,0%	
Flujo de caja actualizado. FD _{I1}		2.879	3.017	3.162	3.313	3.470	51.134	66.975
Marca. F_{I2}		54.473	53.448	41.625	25.106	2.943	2.486.302	
Factor descuento. K _{I2}	14%	87,4%	76,4%	66,7%	58,3%	51,0%	51,0%	
Flujo de caja actualizado. FD _{I2}		47.605	40.820	27.782	14.644	1.500	1.267.380	1.399.731
VALOR RAZONABLE ACTIVO								3.275.268
								4.035.509

A1.2. WARAs para el escenario optimista.

ACTIVO ESCENARIO OPTIMISTA	%	K _{ij}	Valor
Terrenos, construcciones y obras en curso	38,5%	4,0%	1.262.448
Inst. técnicas, maquinaria y utillaje	3,2%	7,0%	103.419
Mobiliario	2,0%	10,0%	64.635
Vehículos	0,0%	10,0%	181
Equipos de informacion	0,1%	10,0%	3.308
Inversiones inmobiliarias+ Otros activos no ocrrientes	8,3%	4,0%	272.931
Fondo de maniobra	3,1%	5,0%	101.641
Marca y Cap estructural	44,8%	14,4%	1.466.707
TOTAL	100,0%		
	WACC	0,0892	3.275.268

A. 2.1. El MERM y el valor de la marca. Escenario pesimista.

Años		1	2	3	4	5 V.residual	V. razonable	Vrazonable+T
EBITDA*(1-tg)+VAR WC and CAPEX		178.875	188.814	195.221	202.557	209.558	3.088.059	
WACC	8,92%	91,8%	84,3%	77,4%	71,0%	65,2%	65,2%	
EBITDA*(1-tg)+VAR WC and CAPEX. Actualizado		164.223	159.149	151.071	143.909	136.688	2.014.241	2.769.282 3.529.523
Terrenos, construcciones y obras en curso. F_{T1}		59.167	63.443	68.220	73.474	79.129	1.166.051	
Factor descuento. K _{T1}	4%	96,2%	92,5%	88,9%	85,5%	82,2%	82,2%	
Flujo de caja actualizado. FD _{T1}		56.891	58.656	60.647	62.806	65.038	958.409	1.262.448 1.803.497
Inst. técnicas, maquinaria y utillaje. F_{T2}		12.759	14.075	15.572	17.255	19.119	55.673	
Factor descuento. K _{T2}	7%	93,5%	87,3%	81,6%	76,3%	71,3%	71,3%	
Flujo de caja actualizado. FD _{T2}		11.924	12.294	12.711	13.164	13.632	39.694	103.419 147.741
Mobiliario. F_{T3}		13.304	15.088	17.160	19.548	22.267	0	
Factor descuento. K _{T3}	10%	90,9%	82,6%	75,1%	68,3%	62,1%	62,1%	
Flujo de caja actualizado. FD _{T3}		12.094	12.470	12.893	13.352	13.826	0	64.635 92.335
Vehículos. F_{T4}		37	42	48	55	62	0	
Factor descuento. K _{T4}	10%	90,9%	82,6%	75,1%	68,3%	62,1%	62,1%	
Flujo de caja actualizado. FD _{T4}		34	35	36	37	39	0	181 259
Equipos de informacion. F_{T5}		681	772	878	1.000	1.139	0	
Factor descuento. K _{T5}	10%	90,9%	82,6%	75,1%	68,3%	62,1%	62,1%	
Flujo de caja actualizado. FD _{T5}		619	638	660	683	708	0	3.308 4.725
Inversiones inmob+Otros activos no corrientes. F_{T6}		52.243	56.018	60.236	64.875	69.868	5.444	
Factor descuento. K _{T6}	4%	96,2%	92,5%	88,9%	85,5%	82,2%	82,2%	
Flujo de caja actualizado. FD _{T6}		50.233	51.791	53.549	55.455	57.427	4.474	272.931 389.901
Working Capital. F_{M1}		4.809	5.207	5.652	6.146	6.683	98.481	
Factor descuento. K _{M1}	5%	95,2%	90,7%	86,4%	82,3%	78,4%	78,4%	
Flujo de caja actualizado. FD _{M1}		4.580	4.722	4.883	5.057	5.236	77.162	101.641 101.641
Capital estructural. F_{I1}		3.541	4.284	5.197	6.314	7.671	113.046	
Factor descuento. K _{I1}	17%	85,2%	72,6%	61,9%	52,8%	45,0%	45,0%	
Flujo de caja actualizado. FD _{I1}		3.018	3.112	3.217	3.332	3.450	50.845	66.975 95.679
Marca. F_{I2}		29.131	21.242	3.997	-18.905	-50.398	1.964.656	
Factor descuento. K _{I2}	17%	85,2%	72,6%	61,9%	52,8%	45,0%	45,0%	
Flujo de caja actualizado. FD _{I2}		24.829	15.431	2.474	-9.976	-22.668	883.655	893.745 893.745
VALOR RAZONABLE ACTIVO								2.769.282 3.529.523

A 2.2. WARAs para el escenario optimista.

ACTIVO ESCENARIO PESIMISTA	%	K _{ij}	Valor
Terrenos, construcciones y obras en curso	45,6%	4,0%	1.262.448
Inst. técnicas, maquinaria y utillaje	3,7%	7,0%	103.419
Mobiliario	2,3%	10,0%	64.635
Vehículos	0,0%	10,0%	181
Equipos de informacion	0,1%	10,0%	3.308
Inversiones inmobiliarias+ Otros activos no ocrrientes	9,9%	4,0%	272.931
Fondo de maniobra	3,7%	5,0%	101.641
Marca y Cap estructural	34,7%	17,3%	960.720
TOTAL	100,0%		
	WACC	0,0892	2.769.282