

Proyecto Trident

Informe de valoración de Minor Hotels Europe & Americas, S.A. de acuerdo con los requisitos del Real Decreto 1066/2007

Privado y confidencial

09 de diciembre de 2024



Reliance Restricted

MHG Continental Holding (Singapore) Pte. Ltd.

80 Robinson Road, #02-00,
Singapore, 068898

Minor Hotels Europe & Americas S.A.

Santa Engracia 120, 7º
Madrid, 28003 (*)

**Ernst & Young Servicios Corporativos,
S.L.**
Torre Azca
Calle Raimundo Fernández Villaverde, 65
28003 Madrid
Spain

Cecilia De La Hoz Arespachaga
Socia

T: +34 915 72 77 10
M: +34 653 97 45 00
E: Cecilia.DeLaHozArespachaga@es.ey.com

Alfredo Salcedo Rivas, CFA
Socio

T: +34 915 72 72 18
M: +34 630 98 92 05
E: alfredo.salcedorivas@es.ey.com

Informe de valoración de Minor Hotels Europe & Americas S.A.

09 de diciembre de 2024

Estimados Señores:

Tenemos el placer de remitirles nuestro informe de valoración ("Informe") del 100% de las acciones de Minor Hotels Europe & Americas S.A. ("Minor Hotels Europe & Americas", "Minor Hotels", "MHEA", la "Compañía" o el "Grupo MHEA") a 30 de septiembre de 2024 ("Fecha de Valoración"), preparado de acuerdo con los términos y condiciones del contrato de servicios firmado entre Ernst & Young Servicios Corporativos, S.L. ("EY") y MHG Continental Holding (Singapore) Pte. Ltd. ("MHG" o el "Cliente"), sociedad perteneciente al grupo encabezado por Minor International Public Company Limited ("MINT").

En el contexto de una potencial oferta pública de exclusión de negociación sobre las acciones de MHEA (la "Oferta de Exclusión"), el propósito del presente Informe es estimar el rango de valor del 100% de las acciones de MHEA para la determinación por parte del potencial oferente de un precio de exclusión conforme a lo previsto en el artículo 10.6 del Real Decreto 1066/2007 ("RD 1066/2007"), de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. El Informe sería puesto a disposición de los accionistas de MHEA y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores ("CNMV") en el contexto, en su caso, de la Oferta de Exclusión.

Queremos agradecerles la oportunidad que se nos ha brindado de proporcionar este asesoramiento.

Les saluda atentamente,

Cecilia de la Hoz Arespachaga
Socia

Alfredo Salcedo Rivas, CFA
Socio

Consideraciones

La Dirección de la Compañía nos ha proporcionado su plan de negocio para los años 2024, 2025, 2026, 2027 y 2028 (el “Plan de Negocio”) que ha sido aprobado por el Consejo de Administración. EY ha analizado la razonabilidad del plan de negocio teniendo en cuenta su coherencia con la trayectoria histórica de la Compañía y con los crecimientos esperados por el sector. EY considera que las proyecciones del plan de negocio en su conjunto son razonables para la estimación del flujo libre de caja de la Compañía, si bien ha realizado una estimación alternativa del capital circulante que se detalla en el presente Informe.

El Plan de Negocio consta de un Escenario Base (el “Escenario Base”), que ha sido el punto de partida de nuestra valoración, así como un Escenario de Expansión (el “Escenario de Expansión”), en el que la Dirección plantea un potencial crecimiento basado en oportunidades tanto de crecimiento orgánico como inorgánico, todas ellas sin identificar a la fecha del presente Informe. Adicionalmente, EY ha incluido dicho Escenario de Expansión en el análisis de valor realizado, obteniendo como resultado que la incorporación de los flujos de caja del Escenario de Expansión conduce a un valor que se encuentra dentro del rango de nuestra conclusión.

A los efectos del trabajo realizado por EY, la Compañía nos ha manifestado que:

- ▶ No existe acontecimiento, circunstancia u otra información relevante que no se nos haya sido entregada o comunicada como parte de la información facilitada, y que pudiera afectar a la realización de nuestro trabajo, haciendo que el contenido del mismo sea inexacto, engañoso o inadecuado.
- ▶ La información comunicada verbalmente o por escrito por la Dirección de la Compañía es veraz y completa en todos sus aspectos significativos. En el caso de estar referida ésta a futuro, la misma representa la mejor estimación sobre la evolución futura del negocio, desde el conocimiento y experiencia de la Compañía, teniendo en cuenta la situación y expectativas a nivel económico, financiero, contractual, comercial y legal.
- ▶ La Dirección nos ha confirmado que a Fecha de Valoración MHEA no tiene definido un nivel de apalancamiento financiero objetivo. En los últimos años, la Compañía se ha centrado en la reducción de la deuda, como demuestran las cifras históricas en el período comprendido entre 2021 y 2024.
- ▶ Son conscientes de que EY, en el desarrollo de sus servicios profesionales, no ha llevado a cabo, y no se le ha solicitado que llevase a cabo, la auditoría de la información utilizada para la prestación de dichos servicios profesionales, no asumiendo, ni EY, ni sus socios, ni sus empleados, responsabilidad alguna acerca de la veracidad y exactitud de los datos y de la información utilizada, la cual nos ha sido proporcionada en una gran parte por la Dirección de la Compañía.

Consideraciones

Para la prestación de sus servicios profesionales, EY se ha basado en información y en datos financieros y de negocio tanto públicos como no públicos, proporcionados por la Dirección de la Compañía y otras fuentes públicas relevantes. Asimismo, EY ha mantenido conversaciones con la Dirección de la Compañía. Dicha información ha sido suficiente para la elaboración del presente Informe.

Nuestros análisis de valor tienen vigencia a la fecha de este Informe. Los cambios en las condiciones de mercado pueden dar como resultado valores sustancialmente diferentes a los indicados a la fecha del Informe. No asumimos responsabilidad alguna por los cambios en las condiciones de mercado que ocurran con posterioridad a la fecha del Informe y no tenemos obligación de actualizar el Informe, nuestros análisis, conclusiones u otros documentos relacionados con nuestros servicios después de la fecha del Informe, por ningún motivo.

La valoración está basada en estimaciones futuras de flujos de caja, ingresos estimados y otras variables que por su naturaleza están sujetas a incertidumbre, y podrían no materializarse como está previsto en el Informe.

Este documento no constituye una recomendación al Cliente ni a la Compañía ni a ningún otro tercero que pudiera disponer de este Informe en el futuro, sobre la Oferta de Exclusión, ni el rango de precio estimado y no evalúa ninguna de las posibles opciones que estos pudieran tomar en relación con la correspondiente oferta pública de exclusión. Este documento debe ser leído y considerado en su totalidad, teniendo en cuenta el propósito del Informe y el contexto de la oferta de exclusión, y en ningún caso deben interpretarse o extraerse partes del mismo de forma independiente o aislada. El presente Informe no deberá ser utilizado con otra finalidad que la mencionada anteriormente. Además, no debe ser desglosado, referido o comentado con cualquier otra parte sin un consentimiento previo por escrito. Con ocasión de la convocatoria de la Junta de Accionistas, a la que se someta la exclusión se adjuntará el Informe al folleto de la Oferta de Exclusión para su puesta a disposición de los accionistas de MHEA y siguiendo lo establecido legalmente.

La estimación de nuestros honorarios se ha realizado con base en el equipo necesario y la experiencia de sus profesionales, la naturaleza del servicio y el tiempo necesario para la realización del mismo. Los honorarios de EY para este trabajo son independientes del precio de la Oferta de Exclusión y de la aceptación por parte de los inversores de la Oferta de Exclusión.

Puede haber diferencias entre las sumas totales de los gráficos y las tablas mostrados en el Informe debido al redondeo de decimales.

Table of contents

1	Objetivo y procedimientos	6	7	Anexos	86
2	Resumen ejecutivo	8			
3	Minor Hotels Europe & Americas	11			
4	Mercado	22			
5	Valoración	26			
6	Conclusión	84			

1

Objetivo y procedimientos

Objetivo y procedimientos

7

Objetivo y procedimientos

Objetivo

El propósito de nuestro encargo es proporcionar el valor o un rango de valor de las acciones de Minor Hotels Europe & Americas con el fin de justificar el precio de la Oferta de Exclusión conforme a lo previsto en el artículo 10.6 del RD 1066/2007.

Para llevar a cabo el Informe de Valoración como experto independiente de Minor Hotels Europe & Americas, EY ha tenido en cuenta los métodos de valoración establecidos en el RD 1066/2007. Adicionalmente a los mencionados en el RD 1066/2007 se han considerado los siguientes métodos de valoración comúnmente aceptados por la comunidad financiera internacional, en concreto el Descuento de Flujos de Caja (“DCF” o “Enfoque de Ingresos”) así como la valoración por múltiplos de compañías cotizadas y transacciones precedentes (“Múltiplos” o “Enfoque de Mercado”). EY considera que no procede la aplicación de ningún otro método de valoración para obtener el rango de valor de las acciones de MHEA.

Fecha de Valoración

- ▶ La Fecha de Valoración de nuestro análisis es el 30 de septiembre de 2024. El análisis de valoración se ha realizado a partir de la información proporcionada por la Compañía, incluyendo los estados financieros consolidados no auditados de Minor Hotels Europe & Americas a 30 de septiembre de 2024.
- ▶ MHEA nos ha confirmado que no existe ningún evento o circunstancia posterior a 30 de septiembre de 2024 que pueda tener un impacto en la conclusión de EY. Asimismo, EY ha analizado la evolución del mercado y del entorno macroeconómico desde la Fecha de Valoración hasta la fecha de emisión del presente Informe, concluyendo que no hay cambios significativos que nos pudieran llevar a una modificación material de nuestra opinión de valor.
- ▶ Por todo lo anterior, nuestra conclusión de valor del 100% de las acciones (“Equity Value”) de MHEA es válida a la fecha del presente Informe.
- ▶ Cualquier cambio material o información nueva sobre el entorno económico, el mercado o las operaciones de la Compañía después de la fecha de este Informe de Valoración podrían significar un cambio en nuestras conclusiones de valor.

Procedimientos

- ▶ Análisis de la información facilitada por la Compañía, en concreto en torno a: (1) estados financieros históricos de la Compañía junto con ciertos desgloses adicionales solicitados para ciertas partidas; (2) el negocio de Minor Hotels Europe & Americas; y (3) estimaciones de evolución futura del negocio.
- ▶ Análisis de la situación del sector, así como los entornos económicos y competitivos en los que opera la Compañía.
- ▶ Análisis de las Proyecciones Financieras de MHEA hasta 2028 contenidas en su Plan de Negocio, tanto de su Escenario Base como de su Escenario de Expansión (para más información respecto al Escenario de Expansión ver Anexo XV). El objeto de dichas proyecciones es exclusivamente su utilización como input en la valoración de la Compañía, por lo que EY no asume responsabilidad sobre su ejecución y cumplimiento.
- ▶ Aplicación de las metodologías de valoración a las que se refiere el artículo 10.5 del Real Decreto (para más detalle, ver sección 5 “Metodologías de valoración” del presente Informe. Para la aplicación de las metodologías de común aceptación la premisa de valor utilizada ha sido la de *equitable value* (“*Equitable Value*”). *Equitable Value* se define, de acuerdo con el IVSC, como: “*The estimated price for the transfer of an asset or liability between identified knowledgeable and willing parties that reflects the respective interests of those parties*”.
- ▶ En nuestro trabajo no se ha analizado el potencial impacto del cambio climático en la condición de los activos hoteleros de la Compañía durante el plan de negocio considerado.
- ▶ Reuniones y conferencias telefónicas con el Cliente y la Compañía.

2

Resumen ejecutivo

Resumen ejecutivo

9

Resumen ejecutivo

Contexto de nuestro trabajo

El trabajo realizado por EY ha consistido en la obtención de un rango de valor del 100% de las acciones de MHEA a 30 de septiembre de 2024, en el contexto de una potencial oferta de exclusión. EY ha considerado las siguientes metodologías de valoración, de acuerdo con lo previsto en el RD 1066/2007, ver página 27 para más detalle:

1 Descuento Flujos de Caja (DCF)

Atendiendo a la Compañía y el sector en el que opera y teniendo en cuenta el propósito de la valoración, el contexto y objetivo de nuestro trabajo, consideramos que la metodología que mejor recoge los factores intrínsecos de la Compañía es el Descuento de Flujos de Caja. Por este motivo, **EY ha utilizado dicha metodología como referencia de valor**. Para más información, ver sección 5, parte 1.

2 Múltiplos de compañías cotizadas comparables

Análisis del modelo de negocio de la compañía valorada en relación con empresas cotizadas comparables. **Esta metodología ha sido descartada** debido a la dispersión de los resultados y la falta de comparabilidad del mix de modelo de negocio de las compañías cotizadas comparables con la Compañía. Para más información, ver sección 5, parte 2.

3 Múltiplos de transacciones comparables

Análisis del precio pagado en operaciones de compraventa sobre compañías comparables. **Esta metodología ha sido descartada** debido a la dispersión de los resultados, la falta de comparabilidad en los diferentes modelos de negocio, y la falta de trazabilidad de la información reportada relativa a las transacciones. Para más información, ver sección 5, parte 3.

4 Valor teórico contable

Cálculo de acuerdo con las últimas cuentas anuales consolidadas e individuales auditadas a 31.12.2023 y los últimos Estados Financieros intermedios disponibles a 30.09.2024. EY considera que este método no refleja el valor de mercado de una empresa, por lo que **se ha excluido de nuestra conclusión de valor**. Para más información, ver página 75.

5 Cotización media ponderada

Durante el semestre anterior al anuncio de la oferta. Debido al escaso capital flotante, y el volumen medio de acciones negociado, **EY ha descartado esta metodología de su conclusión de valor**. Para más información, ver páginas 77 a 79.

6 Valor liquidativo

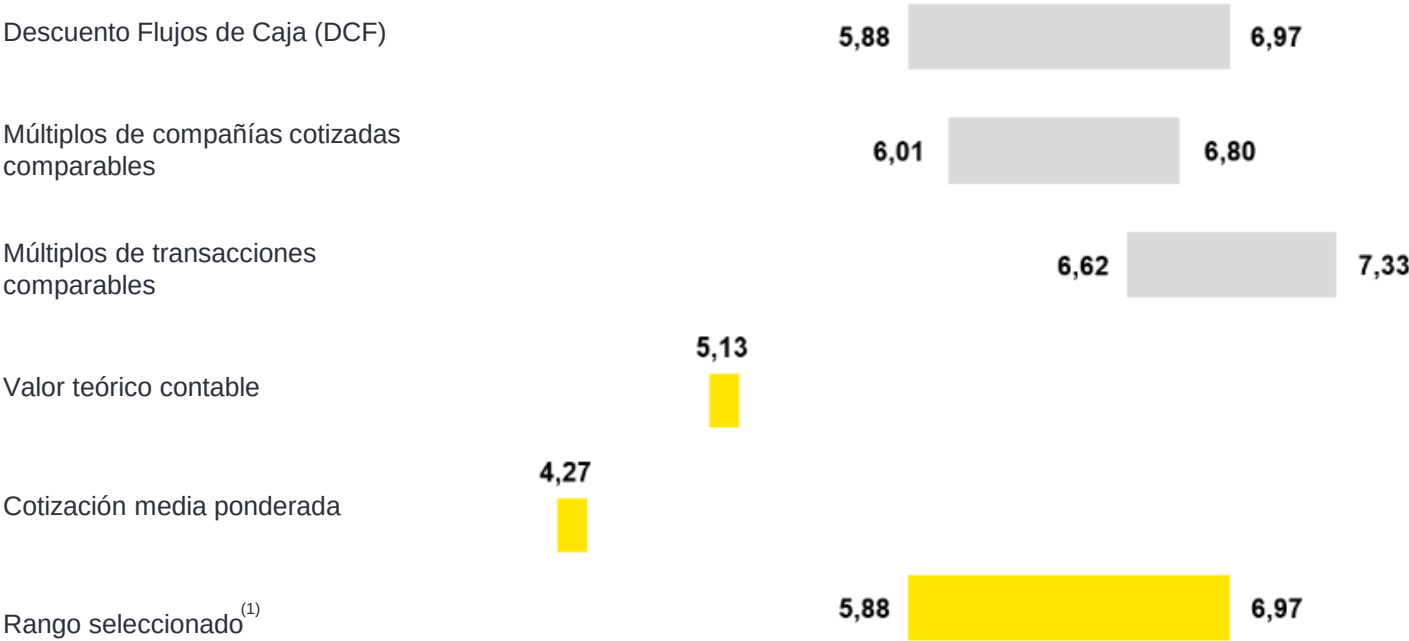
Valor liquidativo del grupo en caso de disolución. Al ser una empresa en funcionamiento, el valor liquidativo concluye en un precio por acción menor al resto de metodologías y, por lo tanto, **EY lo ha excluido de su conclusión de valor**. Para más información, ver página 81.

7 Valor de contraprestación anterior

No se ha formulado ninguna oferta pública de adquisición en el año anterior a la convocatoria de la oferta, por lo que **no aplica dicha referencia de valor**. Para más información, ver página 83.

Resumen ejecutivo

Resultados de nuestro trabajo (€ por acción)



Conclusión

EY considera el DCF como metodología de valoración principal. El rango de valor concluido se encuentra entre 5,88 y 6,97 euros por acción para las acciones de MHEA.

3

Minor Hotels Europe & Americas

Minor Hotels Europe & Americas	12	Principales magnitudes financieras	19
Presentación de la Compañía		Balance de Situación Consolidado (3/3)	
Minor Hotels Europe & Americas	13	Principales magnitudes financieras	20
Presencia geográfica		Pérdidas y Ganancias Consolidado (1/2)	
Minor Hotels Europe & Americas	14	Principales magnitudes financieras	21
Principales Hitos		Pérdidas y Ganancias Consolidado (2/2)	
Minor Hotels Europe & Americas	15		
Métricas relevantes			
Minor Hotels Europe & Americas	16		
Marcas			
Principales magnitudes financieras	17		
Balance de Situación Consolidado (1/3)			
Principales magnitudes financieras	18		
Balance de Situación Consolidado (2/3)			

Minor Hotels Europe & Americas

Presentación de la Compañía

Breve descripción de la Compañía

Minor Hotels Europe & Americas y sociedades dependientes, anteriormente denominado NH Hotel Group S.A., es un operador internacional hotelero que se dedica a la explotación de hoteles, tanto por cuenta propia, en régimen de propiedad o alquiler, como por cuenta de terceros en régimen de gestión, ofreciendo una amplia gama de funciones mediante los servicios de su central corporativa y oficinas regionales.

El primer hotel del grupo fue el Ciudad de Pamplona Hotel, inaugurado en 1978. A 31 de diciembre de 2023 el grupo operaba 350 hoteles que comprenden 55.626 habitaciones, diversificados principalmente en Europa y Latinoamérica (para mayor detalle sobre la presencia geográfica, ver siguiente página).

La Compañía tiene sus acciones admitidas a cotización en el Mercado Continuo.

Evolución accionarial de la Compañía

Actualmente, el principal accionista de MHEA es Minor International Group, el cual posee un 95,9% del capital social. A 30 de septiembre de 2024, el capital social de la Compañía estaba compuesto por 435.745.670 acciones representadas mediante anotaciones en cuenta, entre las cuales se encuentran 93.997 acciones en autocartera a la misma fecha.

La participación actual de Minor International Group en MHEA es el resultado de:

- 1 La formulación de una Oferta Pública de Adquisición, cuyo anuncio fue publicado con fecha 11 de junio de 2018, sobre el 100% de las acciones que formaban parte del capital social de MHEA, alcanzando como consecuencia de la misma, un 94,1% de participación.
- 2 La recompra de acciones llevada a cabo por MHG en 2023, elevando su participación un 1,8% y alcanzando el 95,9% que mantiene a Fecha de Valoración.

Cifras clave



€2.163,4m

Ingresos⁽¹⁾



435,7m

Número de acciones^(1,2)



€326,7m

EBITDA reportado⁽¹⁾



15,3%

Margen EBITDA⁽¹⁾



30

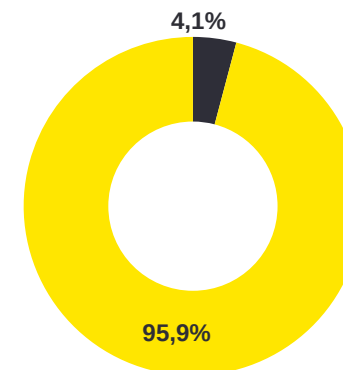
Países⁽¹⁾



BB- / Ba3

Rating Fitch/Moody's⁽³⁾

Estructura accionarial a 30 de septiembre de 2024 (%)



■ Accionistas minoritarios y autocartera ■ Minor International Group

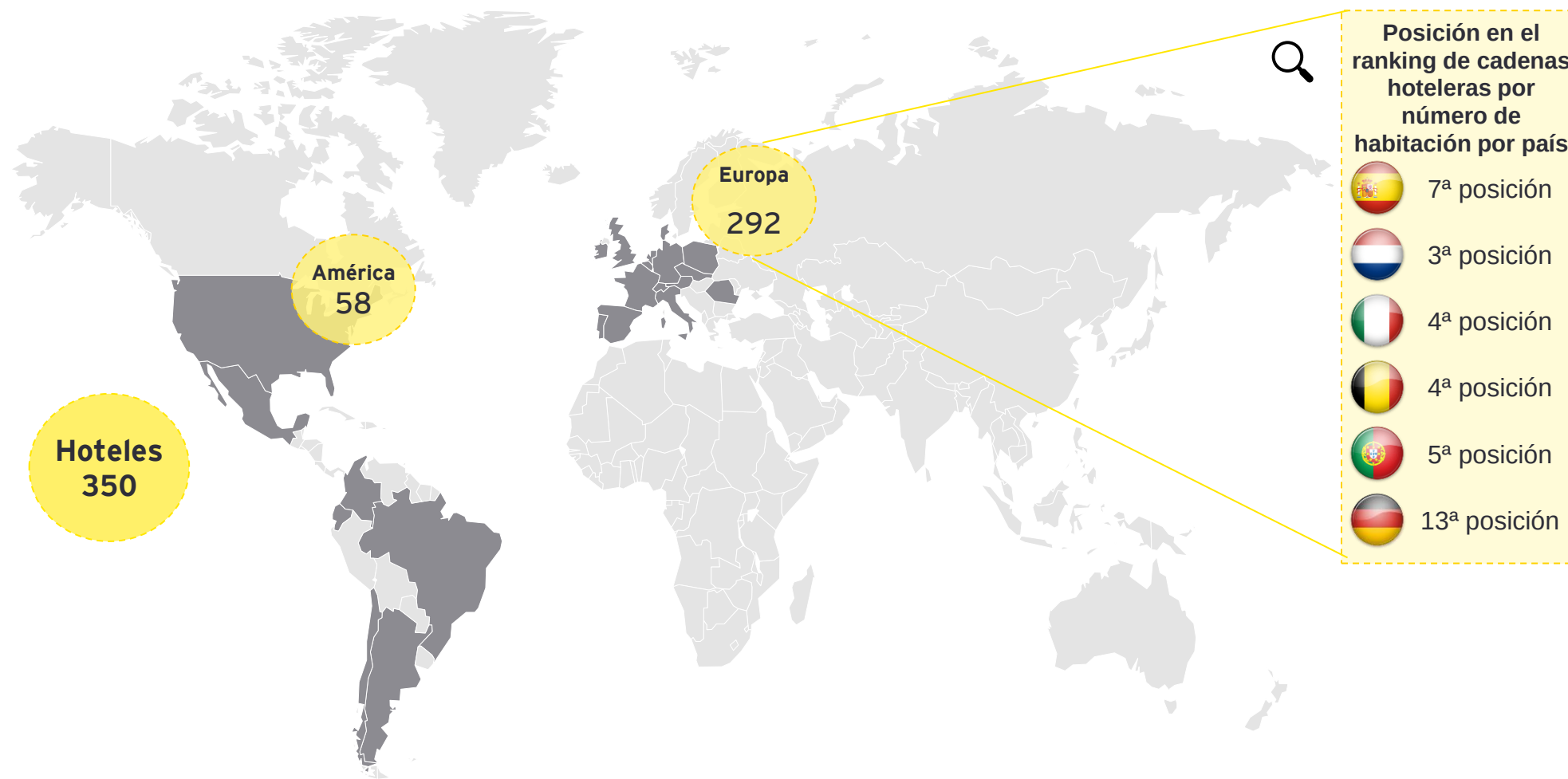
Notas: (1) Información a 31 de diciembre de 2023; (2) Excluyendo las acciones de autocartera; (3) Información a 30 de septiembre de 2024

Fuente: Presentación a Inversores, 31 de diciembre de 2023, Memoria Consolidada Minor Hotels Europe & Americas 2022, e información interna facilitada por la Compañías

Minor Hotels Europe & Americas

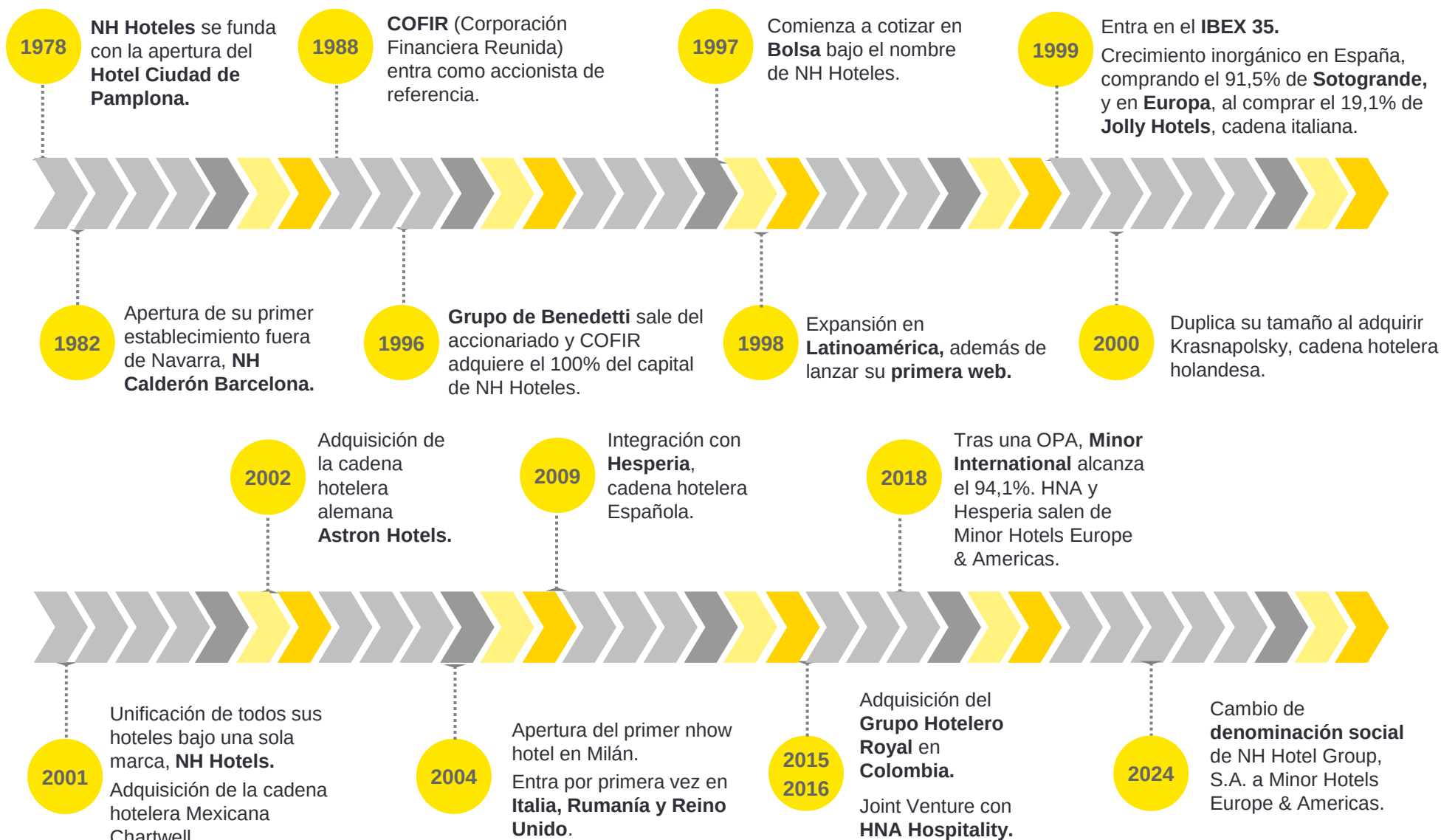
Presencia geográfica

A 31 de diciembre de 2023, el Grupo tiene presencia en 30 países, con 350 hoteles y 55.626 habitaciones:



Minor Hotels Europe & Americas

Principales Hitos

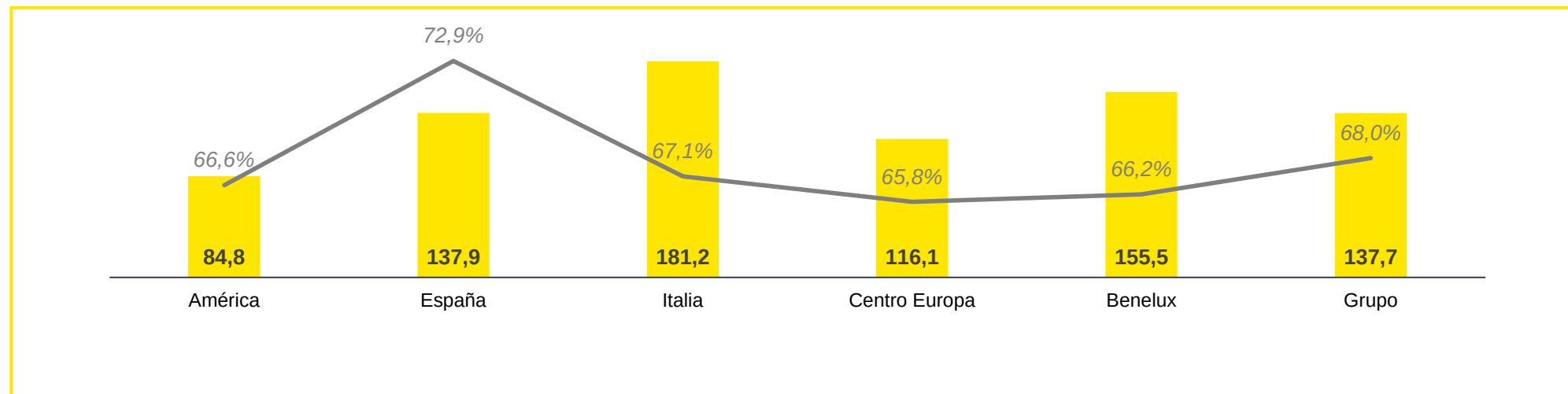


Fuente: Página web de la Compañía, y bases de datos especializadas.

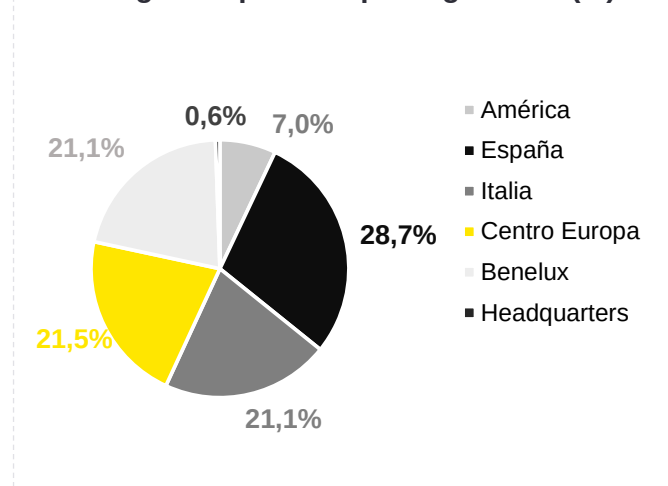
Minor Hotels Europe & Americas

Métricas relevantes

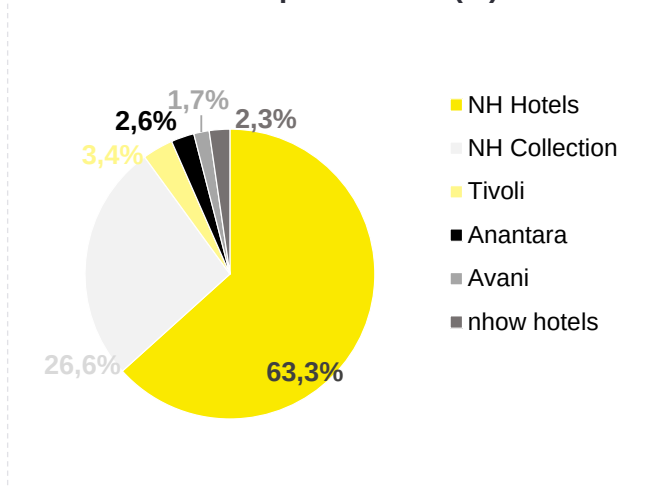
Tarifa Media Diaria⁽¹⁾ (€) **Ocupación (%) a 31 de diciembre 2023**



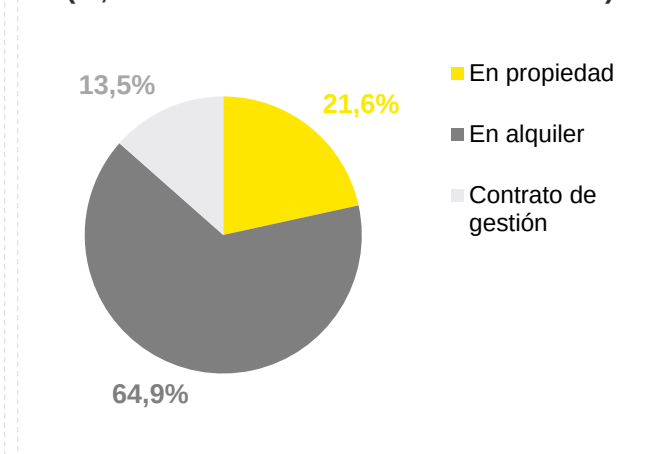
Desglose operativo por ingresos⁽¹⁾ (%)



Hoteles por marca⁽¹⁾ (%)



Habitaciones por tipo de operativa⁽¹⁾ (%)
(%; sobre el total de 55.626 habitaciones)



Notas: (1) Información a 31 de diciembre de 2023.
Fuente: Presentación a Inversores diciembre 2023.

Minor Hotels Europe & Americas

Marcas

Las marcas bajo las que opera Minor Hotels Europe & Americas son las siguientes:

NH Hoteles	NH Hoteles ofrece hoteles urbanos de 3 y 4 estrellas, destacados por ofrecer 3 pilares fundamentales a sus clientes: relación calidad precio, ubicación y trato diferencial. A 31 de diciembre de 2023, NH representa el 60% del total de las habitaciones del Grupo.
NH Collection	Perteneciente al segmento premium, los hoteles NH Collection se encuentran ubicados en edificios emblemáticos, auténticos y diferenciales, en las principales capitales europeas y latinoamericanas. A 31 de diciembre de 2023, NH Collection opera el 27% del total de las habitaciones del Grupo.
nhow Hoteles	Se trata de una marca enfocada a hoteles y resorts con un diseño no convencional inspirado en la ciudad en la que se encuentra. A 31 de diciembre de 2023, nhow gestiona el 4% del total de las habitaciones del Grupo.
Anantara	Anantara es una marca destinada a hoteles y resorts de lujo. A 31 de diciembre de 2023, la marca representa el 3% del total de las habitaciones del Grupo.
Tivoli	Fundada en 1933 en Portugal, Tivoli es una cadena que cuenta con hoteles de lujo con un estilo tanto contemporáneo como patrimonial de lujo. A 31 de diciembre de 2023, Tivoli opera el 5% del total de las habitaciones del Grupo.
Avani	A 31 de diciembre de 2023, Avani es la marca con menos habitaciones, con un total de 645 habitaciones, que representa un 1% del portfolio.

Fuente: Presentación a inversores a diciembre de 2023 y página web de la Compañía.

Principales magnitudes financieras

Balance de Situación Consolidado (1/3)

Millones de €		2019A	2022A	2023A	Sep 2024A
Inmovilizado material	1	1,713.1	1,478.5	1,589.8	1,806.8
Activos por derecho de uso	2	1,701.5	1,583.6	1,635.4	1,658.9
Inversiones inmobiliarias		3.0	2.3	2.1	2.0
Fondo de comercio	3	106.6	89.5	85.7	151.0
Activos intangibles		83.8	-	-	-
Otros activos intangibles	4	-	120.3	136.0	133.9
Activos por impuestos diferidos	5	220.0	258.3	224.6	230.8
Inversiones contabilizadas aplicando el método de la participación		7.5	41.9	43.7	41.5
Activos financieros a valor razonable con cambios en resultados		-	-	1.3	1.3
Otros activos financieros valorados a coste amortizado		37.4	36.8	33.0	30.1
Total activos no corrientes		3,872.9	3,611.3	3,751.6	4,056.4
Activos no corrientes mantenidos para la venta ⁽²⁾		47.8	-	-	24.2
Existencias		11.1	12.6	15.3	16.6
Otros activos corrientes		5.8	6.6	9.5	11.4
Deudores comerciales	6	106.5	105.9	186.4	221.8
Otros deudores no comerciales		27.0	24.4	20.6	22.7
Administraciones Públicas deudoras		29.0	44.3	-	-
Cuentas por cobrar con entidades relacionadas		2.5	2.4	3.2	2.9
Efectivo y equivalentes al efectivo		289.3	301.8	216.0	157.1
Total activos corrientes		519.0	498.0	451.0	456.7
Total activos		4,391.9	4,109.3	4,202.6	4,513.1

Notas: (1) Se ha excluido del análisis los ejercicios 2020A y 2021A debido a la falta de comparabilidad a consecuencia de la COVID19.
(2) Para mayor detalle, ver Anexo VII.
Fuente: Cuentas Anuales Consolidadas de Minor Hotels Europe & Americas

Magnitudes financieras a 30 de septiembre de 2024 – Activo⁽¹⁾

Con fecha 19 de septiembre de 2024, MHEA adquirió a MHG la compañía Pojuca, S.A, titular de un portfolio, en propiedad, arrendamiento o en régimen de gestión hotelera, de cuatro hoteles en Brasil, por 212 millones de €. Las variaciones más relevantes en los Estados Financieros entre diciembre de 2023 y septiembre de 2024 provienen de la incorporación de Pojuca, S.A.

- 1 El principal componente de inmovilizado material son los terrenos y construcciones asociados a los hoteles, que representaron un 75% del total inmovilizado material a cierre del año 2023. Su criterio de contabilización es valor de coste. Las principales variaciones del inmovilizado material respecto del año anterior corresponden con la renovación de los hoteles propios y nuevas aperturas de hoteles, además de la compra de los hoteles Anantara VilaMoura, Algarve Resort, Tivoli Lagos Algarve Resort, NH Marina Portimão Resort, NH Sintra, y The Residence at Victoria Golf Club en Portugal y el NH Savona Darsena en Italia. No se espera en el período de proyección una rotación relevante de activos, si bien la Compañía tiene previsto el reposicionamiento o rebranding de algunos hoteles
- 2 Los importes registrados como **activos por derecho de uso** corresponden con inmuebles de los que Minor Hotels Europe & Americas es arrendatario para su explotación. Este activo se encuentra reconocido contablemente desde la entrada en vigor de la NIIF 16 en 2019.
- 3 El **fondo de comercio** surge por la adquisición de NH Hoteles Deutschland, GmbH y NH Hoteles Austria, GmbH en el 2002, Grupo Royal en el 2015 y Boscolo Hotels en el 2020. Esta partida disminuyó en el periodo 2023A por deterioros en NH Hoteles Deutschland, GmbH y NH Hoteles Austria, GmbH.
- 4 **Otros activos intangibles** está formado por: (i) derechos de usufructo; (ii) concesiones, patentes y marcas; (iii) aplicaciones informáticas y (iv) otros derechos.
- 5 Los **activos por impuesto diferido** incluyen: (i) créditos fiscales; (ii) activos fiscales por deterioro de activos; (iii) impuestos anticipados relacionados con el personal; (iv) otros impuestos anticipados y (v) impuestos diferidos derivados de NIIF 16.
- 6 La partida **deudores comerciales** hace referencia a clientes por prestación de servicios.

Principales magnitudes financieras

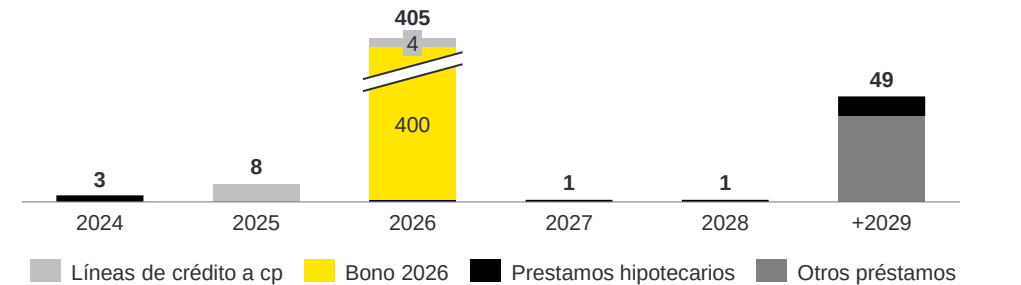
Balance de Situación Consolidado (2/3)

Millones de €	2019A	2022A	2023A	Sep 2024A
Capital social	784.4	871.5	871.5	871.5
Prima de emisión	-	776.5	776.5	776.5
Reservas de la Sociedad Dominante	777.1	107.6	109.8	113.8
Reservas de las empresas consolidadas por el método de la participación	(373.1)	(872.0)	(777.9)	(693.9)
Diferencias de conversión	(58.4)	(136.0)	(150.7)	(138.7)
Acciones y participaciones en patrimonio propias	(1.6)	(0.3)	(0.4)	-
Beneficio / (Pérdida) consolidado del periodo	90.0	100.3	128.1	145.8
Patrimonio neto atribuible a accionistas de la Sociedad Dominante	1,218.3	847.6	956.9	1,074.9
Participaciones no dominantes	57.2	53.2	52.8	59.4
Patrimonio Neto	1,275.5	900.7	1,009.7	1,134.3
Obligaciones y otros valores negociables	345.7	396.4	397.8	398.9
Deudas con entidades de crédito	106.7	135.8	63.3	56.5
Pasivos por arrendamiento	1,814.4	1,642.0	1,698.2	1,738.9
Pasivos por impuesto diferidos	180.1	192.0	176.3	242.8
Otros pasivos financieros	1.2	4.6	-	-
Otros pasivos no corrientes	7.6	18.0	23.5	19.9
Provisiones a largo plazo	48.2	42.0	43.9	43.0
Total pasivos no corrientes	2,503.9	2,430.9	2,403.1	2,500.0

Magnitudes financieras a 30 de septiembre de 2024 – Pasivo⁽¹⁾

- El **capital social** de la Compañía a cierre de septiembre de 2024 está representado por 435.745.670 acciones de 2 euros de valor nominal cada una. Todas estas acciones tienen los mismos derechos políticos y económicos y se encuentran admitidas a cotización en el Mercado. La Compañía cuenta con 93.997 acciones propias a 30 de septiembre.
- El importe registrado en **participaciones no dominantes** incluye: (i) resultado global del ejercicio y (ii) dividendos satisfechos a minoritarios, en concreto a los minoritarios de las sociedades NH Las Palmas S.A y NH Marín S.A.
- El saldo de las cuentas **obligaciones y otros valores negociables y deudas con entidades de crédito**, tanto a largo como a corto plazo, incluyen: (i) obligaciones senior garantizadas; (ii) intereses; (iii) gastos de formalización; (iv) líneas de crédito; (v) préstamos subordinados, hipotecarios y sin garantía real y (vi) líneas de crédito, entre otros.
- A continuación, se muestran los vencimientos de la deuda del Grupo a 30 de septiembre de 2024:

Perfil Vencimiento Deuda a 30 de septiembre de 2024 (millones de €)



Rating al 30 de septiembre de 2024

	MHEA	Bono 2026	Perspectiva
Fitch Ratings	BB-	BB+	Estable
Moody's	Ba3	Ba2	Estable

Notas: (1) Se ha excluido del análisis los ejercicios 2020A y 2021A debido a la falta de comparabilidad a consecuencia de la COVID19.
Fuente: Cuentas Anuales Consolidadas de Minor Hotels Europe & Americas

Principales magnitudes financieras

Balance de Situación Consolidado (3/3)

Millones de €		2019A	2022A	2023A	Sep 2024A
Obligaciones y otros valores negociables		345.7	396.4	397.8	398.9
Deudas con entidades de crédito		106.7	135.8	63.3	56.5
Pasivos por arrendamiento	10	1,814.4	1,642.0	1,698.2	1,738.9
Pasivos por impuesto diferidos	11	180.1	192.0	176.3	242.8
Otros pasivos financieros		1.2	4.6	-	-
Otros pasivos no corrientes	12	7.6	18.0	23.5	19.9
Provisiones a largo plazo	13	48.2	42.0	43.9	43.0
Total pasivos no corrientes		2,503.9	2,430.9	2,403.1	2,500.0
Pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta		2.6	-	-	0.0
Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar	14	257.5	307.4	406.9	484.0
Cuentas a pagar con entidades relacionadas	15	1.1	2.0	1.0	4.2
Administraciones Públicas acreedoras		40.9	52.5	28.3	30.5
Deudas con entidades de crédito		3.1	71.9	15.4	9.3
Pasivos por arrendamiento		253.0	253.6	260.6	267.3
Obligaciones y otros valores negociables		0.1	6.6	6.5	2.5
Otros pasivos financieros		0.3	0.1	-	-
Otros pasivos corrientes	16	49.0	76.2	65.1	77.6
Provisiones a corto plazo	13	5.0	7.3	6.0	3.6
Total pasivos corrientes		612.5	777.7	789.8	878.8
Total pasivos y patrimonio neto		4,391.9	4,109.3	4,202.6	4,513.1

Magnitudes financieras a 30 de septiembre de 2024 – Pasivo⁽¹⁾

- 10 Los **pasivos por arrendamiento** surgen como resultado de la aplicación de la NIIF16. Se valoran inicialmente sobre una base de valor actual neto que incluyen tanto los pagos fijos como variables, importes por conceptos de garantía del valor residual y opción de compra si aplica; se utilizan los plazos del contrato y un tipo de interés incremental. Los pagos por arrendamiento se asignan entre principal y coste financiero.
- 11 **Pasivos por impuesto diferidos** incluyen principalmente la revalorización de los activos.
- 12 **Otros pasivos no corrientes** incluyen: (i) subvenciones de capital; (ii) pasivo por adquisición de inversión, y (iii) el aplazamiento de diversos compromisos con administraciones públicas.
- 13 **Provisiones** incluye, en el largo plazo, la provisión para pensiones y obligaciones similares, provisión para incentivos a largo plazo para el personal y otras reclamaciones que el Grupo considera probable que ocurran. A corto plazo, son aquellas provisiones para incentivos a corto plazo y otras provisiones corrientes.
- 14 **Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar**, incluye: (i) cuentas a pagar derivadas de la actividad comercial típica del Grupo; (ii) anticipos de clientes, principalmente depósitos de clientes derivados de la actividad hotelera del Grupo y (iii) Administraciones Públicas acreedoras.
- 15 **Cuentas a pagar con entidades relacionadas** incluyen el saldo neto pendiente de pago con el Grupo Minor.
- 16 **Otros pasivos corrientes** hacen referencia principalmente a las remuneraciones pendientes de pago (devengo de salarios fijos y variables no liquidados, así como provisiones por vacaciones no disfrutadas) y acreedores varios.

Notas: (1) Se ha excluido del análisis los ejercicios 2020A y 2021A debido a la falta de comparabilidad a consecuencia de la COVID19.
Fuente: Cuentas Anuales Consolidadas de Minor Hotels Europe & Americas

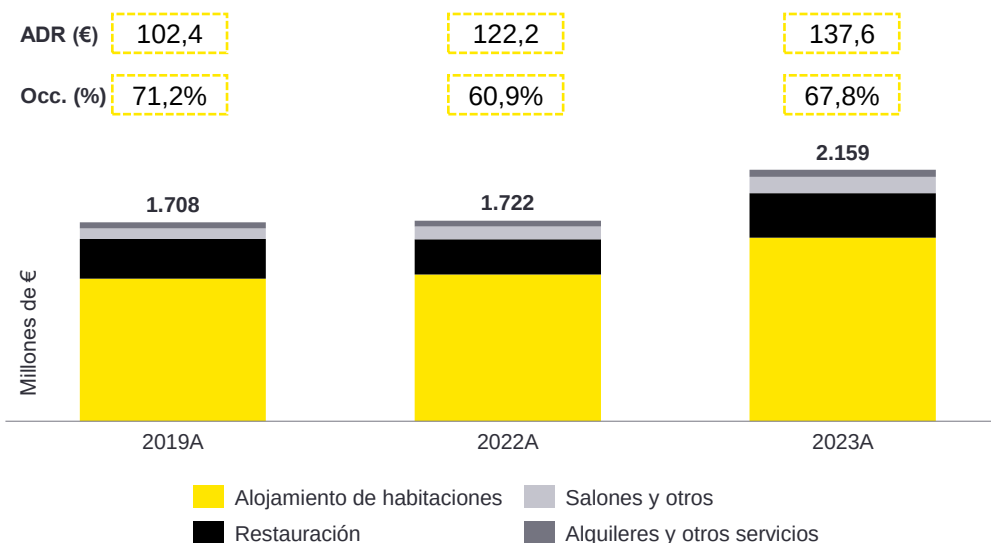
Principales magnitudes financieras

Pérdidas y Ganancias Consolidado (1/2)

Millones de €	2019A	2022A	2023A	Sep 2024A
Importe neto de la cifra de negocios	1.708,1	1.722,4	2.159,0	1.780,7
Otros ingresos de explotación	9,4	38,0	5,2	1,3
Resultado neto de la enajenación de activos no corrientes	(1)	2,8	(0)	9,3
Aprovisionamientos	(77)	(71)	(91)	(69)
Gastos de personal	(449)	(441)	(531)	(458)
Amortización derechos de uso	(181)	(174)	(186)	(143)
Amortización por inmovilizado material y otros activos intangible	(116)	(103)	(106)	(84)
Beneficios / (Pérdidas) netas por deterioro de activos	4,9	6,8	,8	-
Otros gastos de explotación	(624)	(719)	(915)	(737)
Resultado de operaciones financieras y otras	8,5	-	-	-
Resultado de entidades valoradas por el método de la participación	,0	(0)	,8	,7
Ingresos financieros	4,2	6,5	12,5	9,0
Variación de valor razonable en instrumentos financieros	,3	-	-	-
Gastos financieros por arrendamiento	(90)	(81)	(86)	(68)
Otros gastos financieros	(46)	(60)	(59)	(45)
Otros resultados financieros	-	26,4	(1)	,1
Resultado por exposición a hiperinflación (NIC 29)	(0)	4,4	,3	1,2
Diferencias netas de cambio (Ingresos/Gastos)	(2)	(2)	(0)	(4)
Deterioro de inversiones financieros	(19)	-	-	-
Beneficios / (Pérdidas) antes de impuestos de las actividades continuadas	131,3	155,6	203,2	196,5
Impuestos sobre Sociedades	(39)	(53)	(70)	(48)
Resultado del ejercicio procedentes de operaciones interrumpidas netos de impuestos	,1	-	-	-
Beneficio / (Pérdida) del periodo	92,8	102,5	132,8	148,5

Magnitudes financieras 31 de Diciembre de 2023⁽¹⁾

- 1 Tras el fuerte impacto de la pandemia por COVID19 en el sector en el que opera el grupo, los **ingresos** de 2023 han superado ampliamente los niveles pre-COVID19:
- Como consecuencia de la situación económica actual, el ADR ha aumentado, produciendo un incremento del c.25% en los ingresos de 2023 respecto a 2019. La ocupación se encuentra en un periodo de recuperación y está cerca de alcanzar los niveles previos a la pandemia.



- 2 **Otros ingresos de explotación** el aumento en esta cifra durante el año 2022, se produce por las ayudas recibidas por las subvenciones recibidas por parte de los gobiernos italiano y alemán.
- 3 **Gastos de personal** incluye: (i) sueldos, salarios y asimilados; (ii) cargas sociales; (iii) indemnizaciones; (iv) aportaciones a planes de pensiones y similares; y (v) otros gastos sociales.

Notas: (1) Se ha excluido del análisis los ejercicios 2020A y 2021A debido a la falta de comparabilidad a consecuencia de la COVID19.
Fuente: Cuentas Anuales Consolidadas de Minor Hotels Europe & Americas.

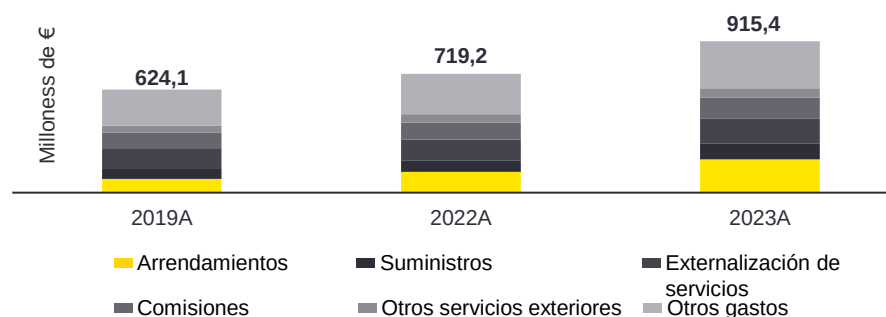
Principales magnitudes financieras

Pérdidas y Ganancias Consolidado (2/2)

Millones de €	2019A	2022A	2023A	Sep 2024A
Importe neto de la cifra de negocios	1.708,1	1.722,4	2.159,0	1.780,7
Otros ingresos de explotación	9,4	38,0	5,2	1,3
Resultado neto de la enajenación de activos no corrientes	(1)	2,8	(0)	9,3
Aprovisionamientos	(77)	(71)	(91)	(69)
Gastos de personal	(449)	(441)	(531)	(458)
Amortización derechos de uso	(181)	(174)	(186)	(143)
Amortización por inmovilizado material y otros activos intangible	(116)	(103)	(106)	(84)
Beneficios / (Pérdidas) netas por deterioro de activos	4,9	6,8	,8	-
Otros gastos de explotación	(624)	(719)	(915)	(737)
Resultado de operaciones financieras y otras	8,5	-	-	-
Resultado de entidades valoradas por el método de la participación	,0	(0)	,8	,7
Ingresos financieros	4,2	6,5	12,5	9,0
Variación de valor razonable en instrumentos financieros	,3	-	-	-
Gastos financieros por arrendamiento	(90)	(81)	(86)	(68)
Otros gastos financieros	(46)	(60)	(59)	(45)
Otros resultados financieros	-	26,4	(1)	,1
Resultado por exposición a hiperinflación (NIC 29)	(0)	4,4	,3	1,2
Diferencias netas de cambio (Ingresos/Gastos)	(2)	(2)	(0)	(4)
Deterioro de inversiones financieros	(19)	-	-	-
Beneficios / (Pérdidas) antes de impuestos de las actividades continuadas	131,3	155,6	203,2	196,5
Impuestos sobre Sociedades	(39)	(53)	(70)	(48)
Resultado del ejercicio procedentes de operaciones interrumpidas netos de impuestos	,1	-	-	-
Beneficio / (Pérdida) del periodo	92,8	102,5	132,8	148,5

Magnitudes financieras 31 de Diciembre de 2023⁽¹⁾

4 Otros gastos de explotación incluye las siguientes partidas: (i) arrendamientos; (ii) externalización de servicios; (iii) comisiones y rappels a clientes; (iv) suministros; (v) mantenimiento y limpieza; (vi) lavandería y gastos relacionados; (vii) gastos asociados con tecnologías de la información; (viii) marketing y merchandising; (ix) asesorías; (x) impuestos, seguros y tasas y (xi) otros servicios externos.



5 Los ingresos financieros incluyen aquellos ingresos por intereses de préstamos valorados a coste amortizado, la remuneración de los depósitos a corto plazo y otros ingresos financieros.

6 Gastos financieros por arrendamientos y otros gastos financieros, incluyen: (i) gastos financieros por los instrumentos de deuda descritos en la página 17; (ii) gastos financieros por intereses de deuda; (iii) gastos financieros por medios de pagos; (iv) efecto financiero por actualización de provisiones y otros pasivos financieros; y (v) amortización gastos de formalización de deudas.

7 El resultado del grupo para el FY23A ha mejorado en un 30% con respecto al FY22A, superando niveles pre-COVID19 y el año 2022.

4

Mercado

Inversión en transacciones inmobiliarias

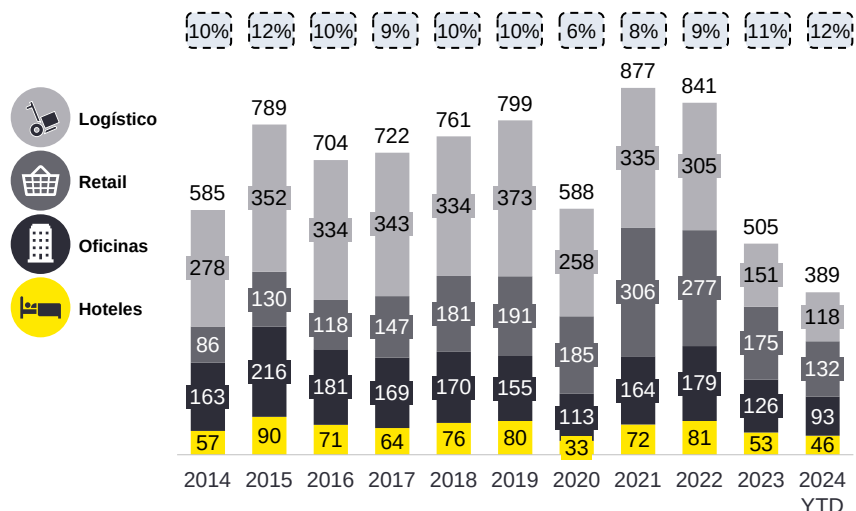
23

Análisis del mercado global hotelero

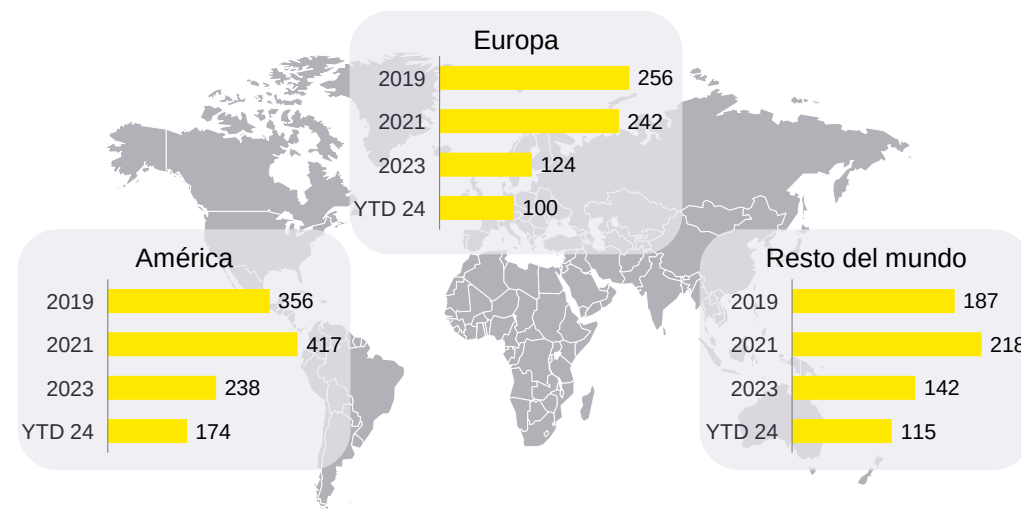
24

Inversión en transacciones inmobiliarias

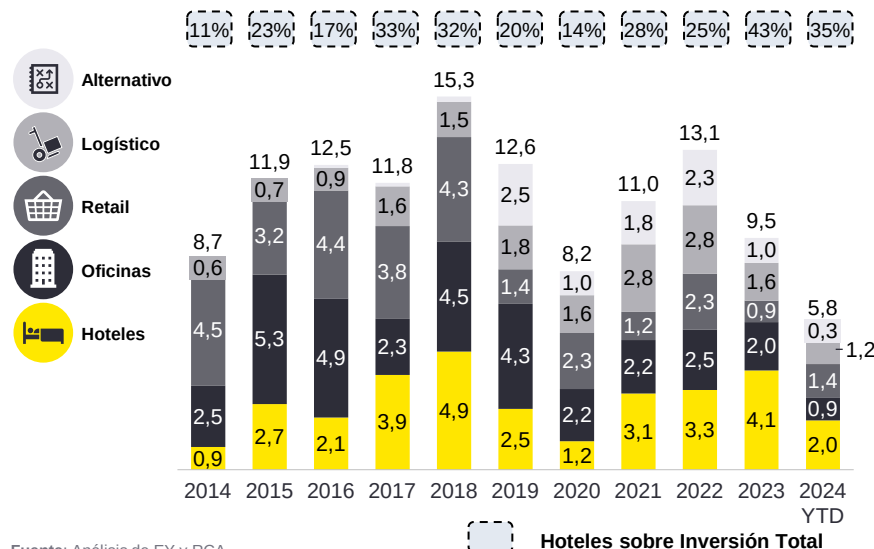
Inversión global por tipo de activo (miles de millones de €)



Inversión global por región (miles de millones de €)



Inversión en España por tipo de activo (miles de millones de €)

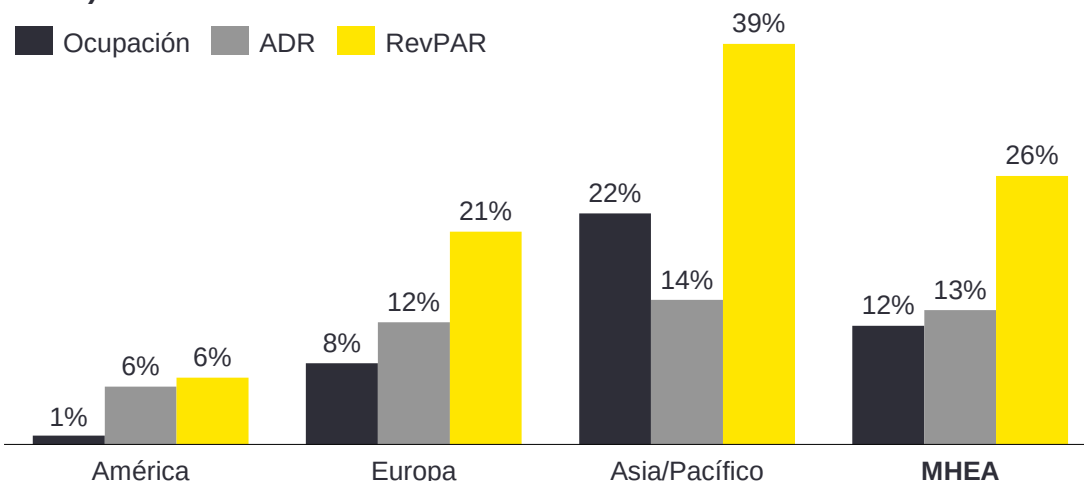


- ▶ Debido a la COVID19, en 2021, hubo una inversión hotelera a nivel mundial de 72,0MM €, muy por debajo de los 80,5MM € de 2019. En 2023 la inversión global inmobiliaria en el sector hotelero ha representado 53,1MM €, por lo que todavía no ha recuperado cifras históricas.
- ▶ En España la inversión hotelera se recuperó en 2021 alcanzando cifras superiores a 2019. En 2023, la cifra de inversión hotelera en España ha sido de 4,1MM €, solo superada por el volumen de 2018 (4,9 MM €).
- ▶ Algunas de las recientes transacciones más representativas del Grupo NH en los años anteriores fueron en 2024 la venta de tres hoteles en Países Bajos por 32,5M€, en 2022 la venta de un hotel en Bruselas y otros dos activos no estratégicos por 68,3M€, en 2021 la venta del hotel NH Calderón en Barcelona por 125M€ y en 2020 la venta de tres hoteles en Benelux por 14,8M€.
- ▶ Por otro lado, desde la entrada del actual accionista mayoritario, las únicas adquisiciones de la compañía han sido la compra del grupo "Boscolo Hotels" en 2020 añadiendo 8 hoteles bajo contrato de alquiler al portfolio, la adquisición en 2023 de cuatro hoteles de Portugal a su accionista mayoritario por c.130M€, y la adquisición de 4 hoteles en Brasil en 2024 por 212M€.
- ▶ A Fecha de Valoración no se esperan futuras adquisiciones de nuevos hoteles. Sí se contempla la venta de un activo hotelero en propiedad en 2025.

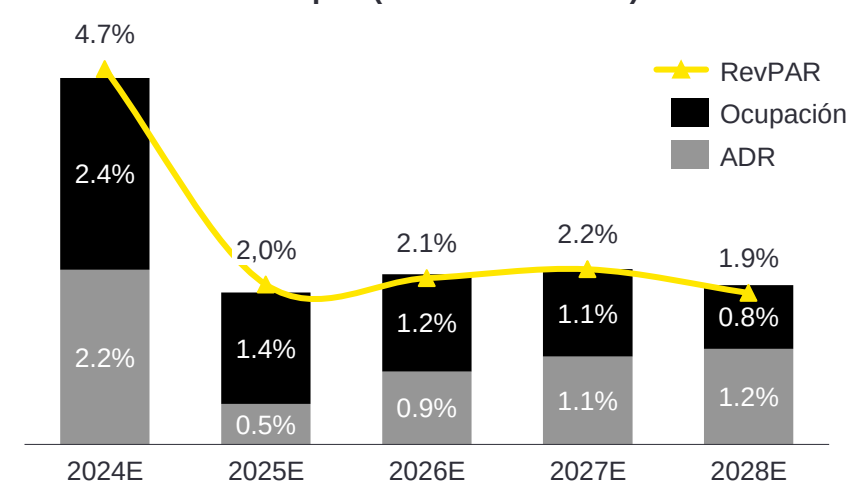
Fuente: Análisis de EY y RCA

Análisis del mercado global hotelero

Evolución de los principales indicadores hoteleros (% variación 2023A vs 2022A)

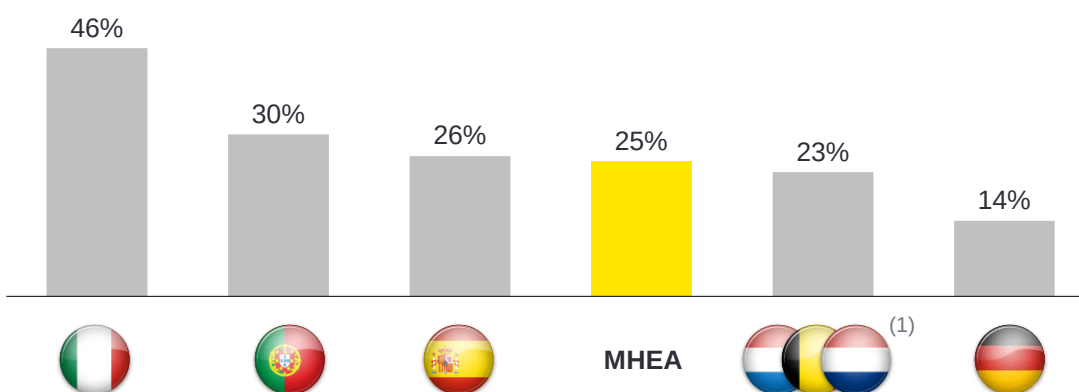


Evolución esperada en los principales indicadores en el mercado hotelero europeo (% variación Y-o-Y)



- La evolución de los principales indicadores hoteleros a escala global muestra una significativa mejoría en 2023 respecto a 2022. Este crecimiento es liderado por APAC, mostrando una subida de Revenue Per Available Room ("RevPAR") del c. 40%. La Compañía crece en línea con el mercado Europeo (crecimientos del 26% y 21% respectivamente) dado el peso mayoritario de su cartera en esta zona geográfica (en el 2022 los ingresos en Europa representaron un 92% sobre el total de ingresos).
- En líneas generales el crecimiento del ADR ha sido penalizado mayoritariamente durante el 2020 y 2021 debido al impacto de la pandemia. Son los países del sur de Europa, donde la Compañía tiene mayor exposición, aquellos que han experimentado las mayores subidas en ADR entre 2019 y 2023. La expectativa media de incremento de RevPAR en el sector hotelero en Europa durante 2024E–2025E se encuentra en el rango del c. 5%, principalmente movidos por los niveles de ocupación. A partir de 2025E en adelante se espera un crecimiento moderado del RevPAR de en torno al 2%.

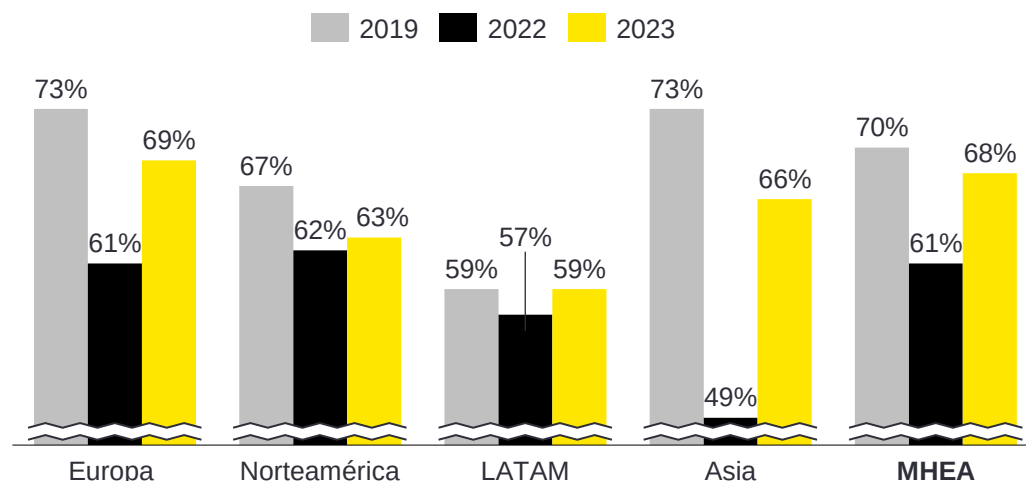
Evolución en el incremento de tarifa (ADR) según geografías con mayor exposición para MHEA (% variación 2023A vs 2019A)



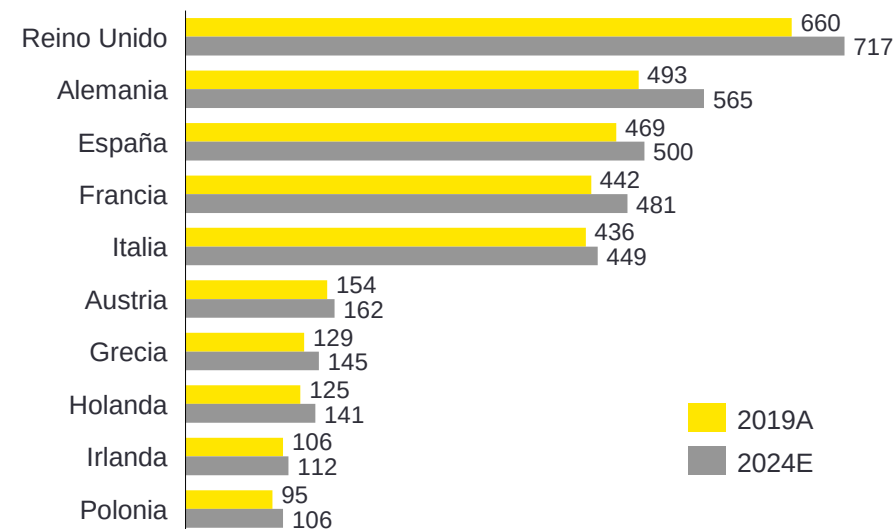
Fuente: UNMTO, información facilitada por la Compañía y STR. Nota: (1) Benelux

Análisis del mercado global hotelero

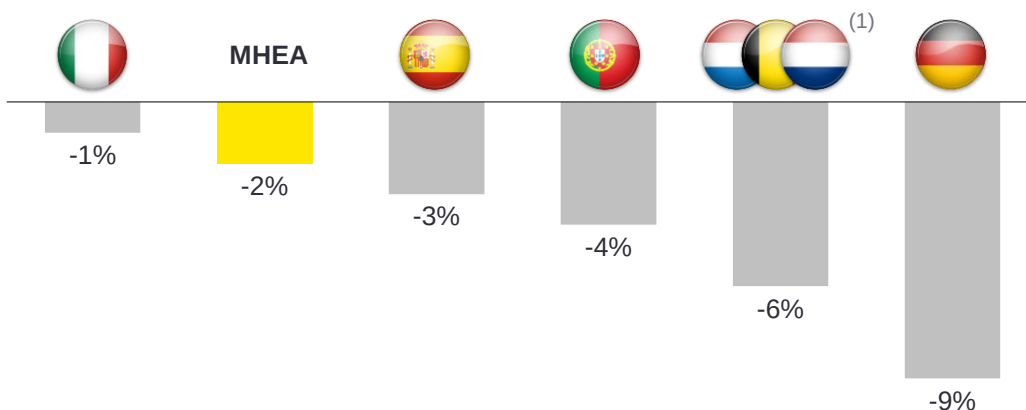
Evolución de la ocupación hotelera media anual (%)



Proyecciones de los principales indicadores de demanda a escala global (millones de pernoctaciones)



Evolución de la ocupación hotelera media anual según geografías con mayor exposición para MHEA (variación 2023A vs 2019A)



- ▶ A Fecha de Valoración la ocupación no ha alcanzado niveles pre-COVID19 en el sector hotelero, exceptuando LATAM. La Compañía presenta crecimientos en línea con el mercado hotelero europeo, debido a su gran exposición a dicho mercado. La Compañía proyecta un crecimiento de ocupación similar al mercado, alcanzando en 2024E una ocupación de 2,5% inferior a las cifras de 2019, llegando a niveles pre-COVID19 en 2026E.
- ▶ La ocupación hotelera en las geografías con mayor exposición para MHEA no ha recuperado en 2023 niveles de 2019. Los países del sur de Europa son los más cercanos a alcanzarlo, con diferencias de entre -1% y -4%, mientras que la ocupación en los del norte de Europa está entre un -6% y -9% por debajo de 2019. La Compañía se encuentra un -2% por debajo de las ocupaciones de 2019, en línea con los países del sur de Europa, a los que tiene mayor exposición.

Fuente: STR; CBRE, información facilitada por la Compañía. Nota: (1) Benelux.

5

Valoración

Metodologías de Valoración	27
1. Método de Descuento de Flujos de Caja	28
2. Enfoque de Mercado	58
Compañías cotizadas comparables	
3. Enfoque de Mercado	67
Transacciones comparables	
4. Valor teórico contable	74
5. Cotización media ponderada	76
6. Valor liquidativo	80
7. Valor de la contraprestación anterior	82

Metodologías de Valoración

Metodologías de Valoración

El artículo 10.5 del RD 1066/2007 establece que el Informe de valoración contendrá una justificación detallada sobre la Oferta de Exclusión y el precio ofrecido basada en los resultados obtenidos a partir de los siguientes métodos:

Valor teórico contable	Cotización media ponderada	Valor liquidativo	Valor contraprestación anterior
Valor teórico contable (“VTC”) de la Sociedad y, en su caso, del grupo consolidado, calculado con base en las últimas cuentas anuales auditadas y, si son de fecha posterior a éstas, sobre la base de los últimos estados financieros.	Cotización media ponderada de los valores durante el semestre inmediatamente anterior al anuncio de la oferta mediante la publicación de un hecho relevante, cualquiera que sea el número de sesiones en que se hubieran negociado.	Valor liquidativo de la Sociedad y, en su caso, del grupo consolidado. Si de la aplicación de este método fueran a resultar valores significativamente inferiores a los obtenidos a partir de los demás métodos, no será preciso su cálculo siempre que en el Informe se haga constar dicha circunstancia.	Valor de contraprestación ofrecida, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el año precedente a la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión de cotización.

Además, el RD 1066/2007 establece que se deben incluir otros métodos de valoración aplicables al caso concreto y aceptados comúnmente por la comunidad financiera internacional, tales como el descuento de flujos de caja, múltiplos de compañías cotizadas y transacciones comparables u otros. En el Informe se justificará la respectiva relevancia de cada uno de los métodos empleados en la valoración.

Descuento Flujos de Caja	Múltiplos de cotizadas comparables	Múltiplos de transacciones comparables
Metodología que se fundamenta en los flujos de caja que espera obtener la empresa de su actividad, calculando los flujos de caja para un determinado número de años más un valor terminal, en caso de aplicar. Esos flujos de caja disponibles son descontados a valor presente para obtener el valor razonable de la empresa.	Consiste en comparar la compañía que se ha de valorar con una que sea razonablemente similar y cotice. En este método, los múltiplos de valoración se derivan de cotizaciones de empresas cotizadas comparables, y son evaluados y ajustados en base a la similitud del modelo de negocio de la empresa valorada en relación con las comparables seleccionadas. Para obtener un indicador del valor razonable se aplican los múltiplos obtenidos a los datos de los estados financieros de la compañía a valorar.	En esta metodología se considera el precio pagado en operaciones de sociedades comparables a la compañía y se aplican los múltiplos implícitos.

1. Método de Descuento de Flujos de Caja

1

Descuento de Flujos de Caja

2

Múltiplos de compañías cotizadas comparables

3

Múltiplos de transacciones comparables

4

Valor teórico contable

5

Cotización media ponderada

6

Valor liquidativo

7

Valor de la contraprestación anterior

1. Método de Descuento de Flujos de Caja

Metodología: Descuento de Flujos de Caja

El enfoque de ingresos indica el valor de una compañía o negocio con base en el valor de los flujos de caja que se espera genere la compañía o negocio en el futuro.

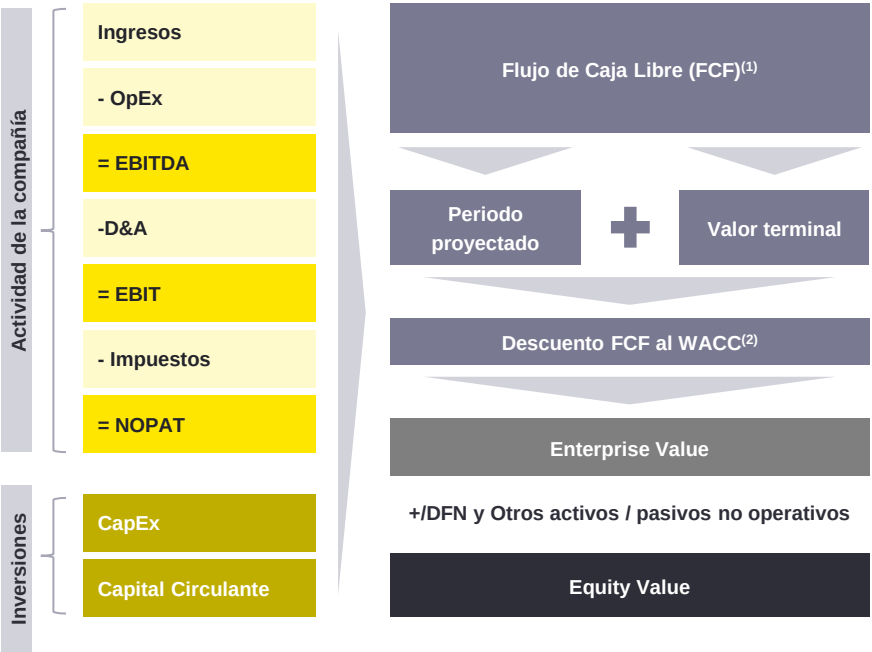
Este enfoque analiza la compañía o el negocio desde un punto de vista dinámico, considerando el negocio como un activo con capacidad de generar flujos de caja futuros.

Bajo el método de Descuento de Flujos de Caja, el flujo de caja libre se calcula para un periodo determinado de años.

El flujo de caja libre se define, a efectos de este análisis, como el flujo de caja que podría ser distribuido a todos los proveedores de financiación (capital propio y deuda).

El flujo de caja libre y el valor terminal (el valor de la compañía o negocio al final del periodo proyectado) son descontados a su valor actual para obtener una indicación del valor de una participación del 100% del capital total invertido o valor de empresa ("EV", por sus siglas en inglés).

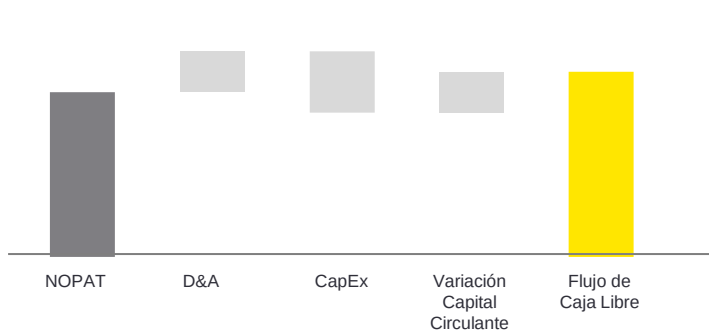
En este contexto, el EV se define como el valor de mercado de los activos y pasivos operativos.



Nota (1): Ilustración del cálculo del WACC (para más información ver Anexo II)

$$\begin{aligned} \text{WACC} &= \text{Coste del Equity} \times \left(\frac{\text{Estructura Financiera}}{\text{Estructura Financiera}} \right) + \text{Coste de la Deuda} \times \left(\frac{\text{Estructura Financiera}}{\text{Estructura Financiera}} \right) \\ \text{Coste del Equity} &= \text{Tipo libre de riesgo (Rf)} + \text{Beta} \times \text{Prima Riesgo Mercado} \\ \text{Coste de la Deuda} &= \text{Coste de la Deuda} \times \left(1 - \text{Tipo impositivo} \right) \end{aligned}$$

Nota (2): Ilustración de la obtención del flujo de caja



1. Método de Descuento de Flujos de Caja

1.1 Entendimiento del negocio operativo

Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidada

Miles de euros	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	TACC 23-28
KPIs							
Ocupación (%)	68%	69%	70%	71%	71%	71%	0,9%
ADR (€)	137,6	145,5	148,2	153,7	157,8	161,4	3,2%
RevPAR (€)	93,2	99,9	103,9	108,8	111,7	114,4	4,2%
Ingresos Habitaciones	1.610.644	1.754.775	1.848.689	1.896.327	1.919.136	1.950.082	3,9%
Otros Ingr. Hoteleros	536.805	582.851	633.873	659.903	669.658	682.573	4,9%
Ingr. Hoteleros	2.147.449	2.337.626	2.482.563	2.556.231	2.588.794	2.632.655	4,2%
Ingresos No Hoteleros	36.140	37.223	43.082	49.590	56.293	60.250	10,8%
Total Ingresos	2.183.589	2.374.849	2.525.644	2.605.820	2.645.088	2.692.905	4,3%
Sueldos y Salarios externalizados	(173.526)	(185.426)	(177.666)	(182.463)	(184.580)	(186.732)	1,5%
Sueldos, Salarios y otros gastos	(516.333)	(593.544)	(627.987)	(643.332)	(654.576)	(668.724)	5,3%
Personal	(689.859)	(778.970)	(805.653)	(825.795)	(839.156)	(855.456)	4,4%
Compras	(116.087)	(119.286)	(125.797)	(130.007)	(131.673)	(133.760)	2,9%
Suministros	(96.026)	(92.784)	(89.212)	(89.729)	(90.593)	(91.747)	(0,9%)
Resto Opex	(455.542)	(504.851)	(544.421)	(559.348)	(569.182)	(581.397)	5,0%
Otro Opex	(667.656)	(716.922)	(759.430)	(779.084)	(791.447)	(806.904)	3,9%
GOP	826.075	878.958	960.561	1.000.941	1.014.484	1.030.545	4,5%
IBI	(20.514)	(21.135)	(21.224)	(21.418)	(22.102)	(22.784)	2,1%
Alquileres	(470.724)	(477.552)	(494.043)	(507.818)	(515.531)	(521.174)	2,1%
Alquileres e IBI	(491.238)	(498.687)	(515.268)	(529.235)	(537.632)	(543.958)	2,1%
EBITDA	334.837	380.271	445.293	471.706	476.852	486.587	7,8%
CapEx	(105.455)	(122.432)	(115.893)	(119.450)	(130.937)	(119.988)	2,6%
CapEx CS&HQ	(17.763)	(29.716)	(33.841)	(27.635)	(28.047)	(28.468)	9,9%
Total CapEx	(123.218)	(152.148)	(149.733)	(147.085)	(158.984)	(148.456)	3,8%

Proyecciones del Escenario Base

El Plan de Negocio de la Compañía abarca un periodo comprendido desde el 30 de septiembre de 2024 hasta el 31 de diciembre de 2028. Los valores de 2024E incluyen datos actuales del 1 de enero de 2024 al 30 de septiembre de 2024.

La proyección de ingresos contenida en el Escenario Base parte de una fuerte recuperación de la actividad turística y de negocios corporativos en 2022 y 2023 para todas las geografías donde opera la Compañía. Además, la Compañía tiene una exposición relevante al sur de Europa, mercado hotelero que ha presentado un fuerte crecimiento desde 2019.

La situación extraordinaria acontecida a raíz del COVID19 ha puesto de manifiesto la vulnerabilidad a eventos globales de la operativa del sector, incrementando la percepción de riesgo de los inversores. No obstante, las proyecciones del Escenario Base consideran que un hecho de estas características no se volverá a repetir en ningún momento del periodo que cubre el Plan de Negocio.

Entendimiento del negocio operativo de la Compañía

El negocio principal de la Compañía es la explotación hotelera a escala global. Dentro de su estructura operativa se pueden diferenciar 3 modelos de negocio:

- Explotación de hoteles en propiedad: Se trata de inmuebles que pertenecen a la Compañía y que a su vez explota, recibiendo el 100% de los resultados por su explotación. En este modelo operativo el operador y el propietario son el mismo.
- Explotación de hoteles bajo contratos de alquiler: Es la estructura operativa más extendida de la Compañía, en términos de ingresos. En este modelo operativo la Compañía explota hoteles que son propiedad de un tercero. El propietario exige una renta periódica y predecible en forma de tramo fijo o mínimo garantizado y, en algunos casos, un tramo variable en función de los ingresos o *Gross Operating Profit* ("GOP"). En esta estructura operativa la Compañía percibe el resultado tras pagar la renta exigible por el propietario. En condiciones de mercado favorables, la rentabilidad para un operador en alquiler suele ser menor que la de un hotel en propiedad, y mayor que con un contrato de gestión (sujeto a los niveles de renta y tasas de esfuerzo), si bien la obligación de abonar una renta exigible conlleva asumir menor riesgo que la propiedad, pero mayor riesgo que la gestión, especialmente, en condiciones de mercado desfavorables.

1. Método de Descuento de Flujos de Caja

1.2 Entendimiento del negocio operativo y KPIs

Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidada

Miles de euros	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	TACC 23-28
KPIs							
Ocupación (%)	168%	69%	70%	71%	71%	71%	0,9%
ADR (€)	137,6	145,5	148,2	153,7	157,8	161,4	3,2%
RevPAR (€)	93,2	99,9	103,9	108,8	111,7	114,4	4,2%
Ingresos Habitaciones	1.610.644	1.754.775	1.848.689	1.896.327	1.919.136	1.950.082	3,9%
Otros Ingr. Hoteleros	536.805	582.851	633.873	659.903	669.658	682.573	4,9%
Ingr. Hoteleros	2.147.449	2.337.626	2.482.563	2.556.231	2.588.794	2.632.655	4,2%
Ingresos No Hoteleros	36.140	37.223	43.082	49.590	56.293	60.250	10,8%
Total Ingresos	2.183.589	2.374.849	2.525.644	2.605.820	2.645.088	2.692.905	4,3%
Sueldos y Salarios externalizados	(173.526)	(185.426)	(177.666)	(182.463)	(184.580)	(186.732)	1,5%
Sueldos, Salarios y otros gastos	(516.333)	(593.544)	(627.987)	(643.332)	(654.576)	(668.724)	5,3%
Personal	(689.859)	(778.970)	(805.653)	(825.795)	(839.156)	(855.456)	4,4%
Compras	(116.087)	(119.286)	(125.797)	(130.007)	(131.673)	(133.760)	2,9%
Suministros	(96.026)	(92.784)	(89.212)	(89.729)	(90.593)	(91.747)	(0,9%)
Resto Opex	(455.542)	(504.851)	(544.421)	(559.348)	(569.182)	(581.397)	5,0%
Otro Opex	(667.656)	(716.922)	(759.430)	(779.084)	(791.447)	(806.904)	3,9%
GOP	826.075	878.958	960.561	1.000.941	1.014.484	1.030.545	4,5%
IBI	(20.514)	(21.135)	(21.224)	(21.418)	(22.102)	(22.784)	2,1%
Alquileres	(470.724)	(477.552)	(494.043)	(507.818)	(515.531)	(521.174)	2,1%
Alquileres e IBI	(491.238)	(498.687)	(515.268)	(529.235)	(537.632)	(543.958)	2,1%
EBITDA	334.837	380.271	445.293	471.706	476.852	486.587	7,8%
CapEx	(105.455)	(122.432)	(115.893)	(119.450)	(130.937)	(119.988)	2,6%
CapEx CS&HQ	(17.763)	(29.716)	(33.841)	(27.635)	(28.047)	(28.468)	9,9%
Total CapEx	(123.218)	(152.148)	(149.733)	(147.085)	(158.984)	(148.456)	3,8%

Proyecciones del Escenario Base

Entendimiento del negocio operativo de la Compañía

► Explotación de hoteles bajo contrato de gestión y franquicia: En esta estructura operativa la Compañía percibe unos honorarios de gestión por la explotación de hoteles que son propiedad de un tercero. Estos honorarios van ligados mayoritariamente a las capacidades del operador en optimizar gastos y captar la demanda, ya que los honorarios de gestión son un porcentaje de ingresos y de GOP (si fuese positivo).

Al contrario que en la estructura de alquiler, en los contratos de gestión el propietario del inmueble es quien asume mayor riesgo operativo. Por otro lado, la rentabilidad para el operador suele ser más reducida (c. de 3-5% de los ingresos) al no tenerle que garantizar al propietario un tramo de renta como ocurre en la explotación de los hoteles bajo contrato de alquiler. Por ello, se trata de un modelo operativo al que se le asocia menos riesgo (*Asset light*) para el operador que un contrato de alquiler, si bien su contribución al EBITDA es más reducida por lo general. Es un modelo muy común entre los operadores anglosajones.

Por otro lado, existen contratos de franquicia, permitiendo que el propietario del hotel pueda usar la marca y canales de venta del operador a cambio de unos honorarios por la comercialización, habitualmente más reducidos que los honorarios de un contrato de gestión.

1 KPIs: Los principales indicadores del negocio hotelero (Ocupación, ADR y RevPAR), hacen referencia a los ingresos por habitaciones de los hoteles que opera la Compañía (más detalle incluido en el Anexo XIII). El mercado de Asia/Pacífico es el que más ha crecido en 2023A vs 2022A (ver Página 23).

► Ocupación: Es el número de habitaciones ocupadas entre el número de habitaciones disponibles a lo largo del periodo operativo de un hotel. La ocupación media de los hoteles operados por la Compañía alcanza 68% en 2023, c.3 p.p. por debajo de 2019 (pre-COVID19) pero mostrando signos de recuperación. La Compañía prioriza recuperar los niveles de ocupación y proyecta en 2026 alcanzar las cifras de 2019 (71%). En 2024 se proyecta un ligero aumento de la ocupación (+1 p.p. vs 2023).

Consultar el Anexo XI para ver la cuenta de pérdidas y ganancias histórica y las proyecciones consolidadas.
Fuente: Análisis de EY e Información proporcionada por la Compañía

1. Método de Descuento de Flujos de Caja

1.3 KPIs (Ocupación, ADR, RevPAR)

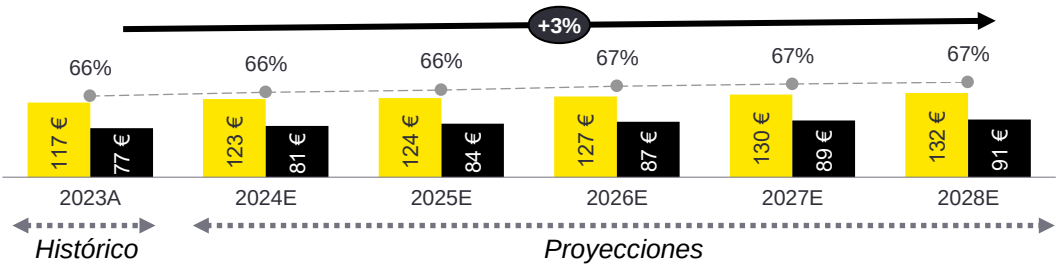
Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidada

Miles de euros	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	TACC 23-28
KPIs							
Ocupación (%)	68%	69%	70%	71%	71%	71%	0,9%
ADR (€)	137,6	145,5	148,2	153,7	157,8	161,4	3,2%
RevPAR (€)	93,2	99,9	103,9	108,8	111,7	114,4	4,2%
Ingresos Habitaciones	1.610.644	1.754.775	1.848.689	1.896.327	1.919.136	1.950.082	3,9%
Otros Ingr. Hoteleros	536.805	582.851	633.873	659.903	669.658	682.573	4,9%
Ingr. Hoteleros	2.147.449	2.337.626	2.482.563	2.556.231	2.588.794	2.632.655	4,2%
Ingresos No Hoteleros	36.140	37.223	43.082	49.590	56.293	60.250	10,8%
Total Ingresos	2.183.589	2.374.849	2.525.644	2.605.820	2.645.088	2.692.905	4,3%
Sueldos y Salarios externalizados	(173.526)	(185.426)	(177.666)	(182.463)	(184.580)	(186.732)	1,5%
Sueldos, Salarios y otros gastos	(516.333)	(593.544)	(627.987)	(643.332)	(654.576)	(668.724)	5,3%
Personal	(689.859)	(778.970)	(805.653)	(825.795)	(839.156)	(855.456)	4,4%
Compras	(116.087)	(119.286)	(125.797)	(130.007)	(131.673)	(133.760)	2,9%
Suministros	(96.026)	(92.784)	(89.212)	(89.729)	(90.593)	(91.747)	(0,9%)
Resto Opex	(455.542)	(504.851)	(544.421)	(559.348)	(569.182)	(581.397)	5,0%
Otro Opex	(667.656)	(716.922)	(759.430)	(779.084)	(791.447)	(806.904)	3,9%
GOP	826.075	878.958	960.561	1.000.941	1.014.484	1.030.545	4,5%
IBI	(20.514)	(21.135)	(21.224)	(21.418)	(22.102)	(22.784)	2,1%
Alquileres	(470.724)	(477.552)	(494.043)	(507.818)	(515.531)	(521.174)	2,1%
Alquileres e IBI	(491.238)	(498.687)	(515.268)	(529.235)	(537.632)	(543.958)	2,1%
EBITDA	334.837	380.271	445.293	471.706	476.852	486.587	7,8%
CapEx	(105.455)	(122.432)	(115.893)	(119.450)	(130.937)	(119.988)	2,6%
CapEx CS&HQ	(17.763)	(29.716)	(33.841)	(27.635)	(28.047)	(28.468)	9,9%
Total CapEx	(123.218)	(152.148)	(149.733)	(147.085)	(158.984)	(148.456)	3,8%

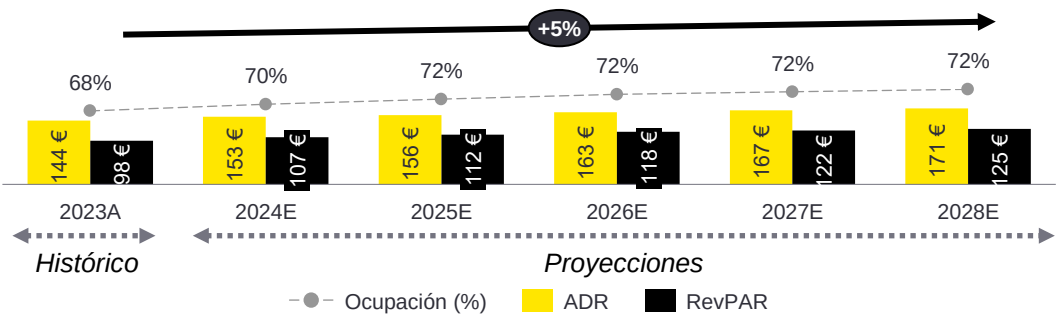
Proyecciones del Escenario Base

- 2 ADR: La tarifa media diaria o ingreso medio por habitación ocupada (*Average Daily Rate*), ha incrementado un 25% en 2023 respecto a 2019. La Compañía proyecta un incremento adicional para el 2024 del 5,8% (respecto 2023), mostrando un ADR superior a niveles históricos a la vez que una ocupación estabilizada a partir de 2026 (71%) también alcanzando niveles de 2019. Se considera el 2025 como un año de estabilización post COVID19, tras la fuerte recuperación de la actividad por motivos endógenos y exógenos como consecuencia del ahorro acumulado a escala global de 2020 y 2021, la eliminación de restricciones de viaje, el contexto inflacionario de 2022-2024, entre otros. Desde 2023 a 2028 se proyecta un crecimiento 3,5% (TACC 23-28).
- 3 RevPAR: El ingreso medio por habitación disponible (*Revenue per available room*) es el resultado de multiplicar la Ocupación por el ADR. En 2023, el RevPAR ha incrementado un 28% respecto a 2019. Entre 2023 y 2028 se proyecta un TACC del 4,2%.

Evolución de los principales KPIs de hoteles en propiedad



Evolución de los principales KPIs de hoteles bajo contrato de alquiler



Consultar el Anexo XI para ver la cuenta de pérdidas y ganancias histórica y las proyecciones consolidadas.
Fuente: Análisis de EY e Información proporcionada por la Compañía

1. Método de Descuento de Flujos de Caja

1.3 KPIs (Ocupación, ADR, RevPAR)

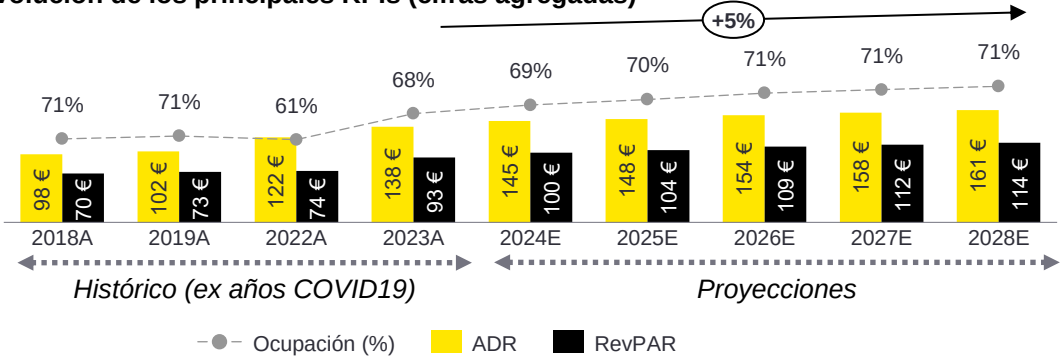
Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidada

Miles de euros	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	TACC 23-28
KPIs							
Ocupación (%)	68%	69%	70%	71%	71%	71%	0,9%
ADR (€)	137,6	145,5	148,2	153,7	157,8	161,4	3,2%
RevPAR (€)	93,2	99,9	103,9	108,8	111,7	114,4	4,2%
Ingresos Habitaciones	1.610.644	1.754.775	1.848.689	1.896.327	1.919.136	1.950.082	3,9%
Otros Ingr. Hoteleros	536.805	582.851	633.873	659.903	669.658	682.573	4,9%
Ingr. Hoteleros	2.147.449	2.337.626	2.482.563	2.556.231	2.588.794	2.632.655	4,2%
Ingresos No Hoteleros	36.140	37.223	43.082	49.590	56.293	60.250	10,8%
Total Ingresos	2.183.589	2.374.849	2.525.644	2.605.820	2.645.088	2.692.905	4,3%
Sueldos y Salarios externalizados	(173.526)	(185.426)	(177.666)	(182.463)	(184.580)	(186.732)	1,5%
Sueldos, Salarios y otros gastos	(516.333)	(593.544)	(627.987)	(643.332)	(654.576)	(668.724)	5,3%
Personal	(689.859)	(778.970)	(805.653)	(825.795)	(839.156)	(855.456)	4,4%
Compras	(116.087)	(119.286)	(125.797)	(130.007)	(131.673)	(133.760)	2,9%
Suministros	(96.026)	(92.784)	(89.212)	(89.729)	(90.593)	(91.747)	(0,9)%
Resto Opex	(455.542)	(504.851)	(544.421)	(559.348)	(569.182)	(581.397)	5,0%
Otro Opex	(667.656)	(716.922)	(759.430)	(779.084)	(791.447)	(806.904)	3,9%
GOP	826.075	878.958	960.561	1.000.941	1.014.484	1.030.545	4,5%
IBI	(20.514)	(21.135)	(21.224)	(21.418)	(22.102)	(22.784)	2,1%
Alquileres	(470.724)	(477.552)	(494.043)	(507.818)	(515.531)	(521.174)	2,1%
Alquileres e IBI	(491.238)	(498.687)	(515.268)	(529.235)	(537.632)	(543.958)	2,1%
EBITDA	334.837	380.271	445.293	471.706	476.852	486.587	7,8%
CapEx	(105.455)	(122.432)	(115.893)	(119.450)	(130.937)	(119.988)	2,6%
CapEx CS&HQ	(17.763)	(29.716)	(33.841)	(27.635)	(28.047)	(28.468)	9,9%
Total CapEx	(123.218)	(152.148)	(149.733)	(147.085)	(158.984)	(148.456)	3,8%

Proyecciones del Escenario Base

- 3 Tras la fuerte recuperación de la actividad de la Compañía en 2023, el Escenario Base proyecta una normalización en el crecimiento del RevPAR en el periodo 2023-2028 del 4,7% TACC, superando significativamente niveles pre-COVID19 (72,9€ en 2018 vs 114,4€ 2028). Esto es debido a:
- El alto crecimiento de ADRs post-COVID19 (+25% '23 vs '19), en línea con el mercado hotelero. En las proyecciones, se estima una relajación en el incremento de ADRs tal y como se prevé en el mercado, con una TACC 25-28 del 2,9% (ver Página 24).
 - Las ocupaciones, aun habiendo mejorado con la apertura de las restricciones de movilidad que afectaron a la Compañía en el primer trimestre de 2022, se han resentido y siguen sin llegar a niveles pre-COVID19 (-2 pp '23 vs '19), en línea con el mercado hotelero del sur de Europa, el cual ha tenido la mejor recuperación de todos los europeos (ver Página 25).
 - Mejora de la segmentación comercial, impulsando canales de venta directo.
 - Aumento del reconocimiento, impulsando la expansión de determinadas marcas más premium (Anantara y Tivoli) del portfolio y cambios de marca dentro de la cartera actual. En el caso de los hoteles con la marca Anantara son mayoritariamente bajo gestión cuyos resultados no están incluidos en las cifras de KPIs agregadas, pero sí están incluidos en los ingresos no hoteleros.
 - Implantación de una estrategia de CapEx que mejore la rentabilidad de ciertos activos de la cartera actual.

Evolución de los principales KPIs (cifras agregadas)



1. Método de Descuento de Flujos de Caja

1.4 Ingresos Hoteleros

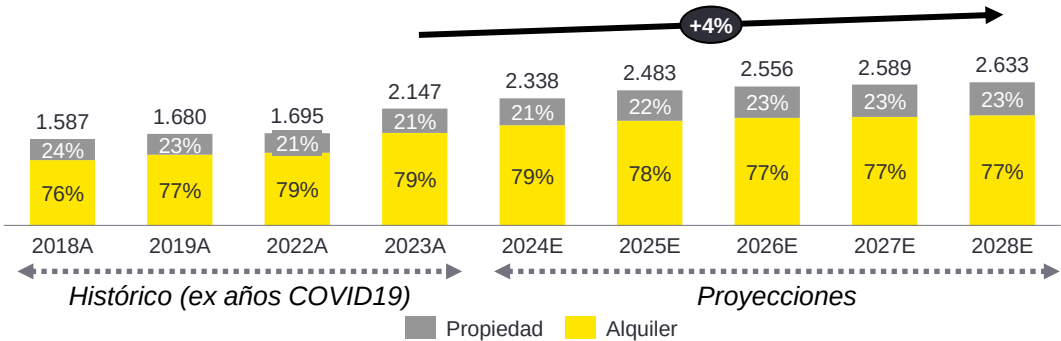
Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidada

Miles de euros	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	TACC 23-28
KPIs							
Ocupación (%)	68%	69%	70%	71%	71%	71%	0,9%
ADR (€)	137,6	145,5	148,2	153,7	157,8	161,4	3,2%
RevPAR (€)	93,2	99,9	103,9	108,8	111,7	114,4	4,2%
Ingresos Habitaciones	1.610.644	1.754.775	1.848.689	1.896.327	1.919.136	1.950.082	3,9%
Otros Ingr. Hoteleros	536.805	582.851	633.873	659.903	669.658	682.573	4,9%
Ingr. Hoteleros	2.147.449	2.337.626	2.482.563	2.556.231	2.588.794	2.632.655	4,2%
Ingresos No Hoteleros	36.140	37.223	43.082	49.590	56.293	60.250	10,8%
Total Ingresos	2.183.589	2.374.849	2.525.644	2.605.820	2.645.088	2.692.905	4,3%
Sueldos y Salarios externalizados	(173.526)	(185.426)	(177.666)	(182.463)	(184.580)	(186.732)	1,5%
Sueldos, Salarios y otros gastos	(516.333)	(593.544)	(627.987)	(643.332)	(654.576)	(668.724)	5,3%
Personal	(689.859)	(778.970)	(805.653)	(825.795)	(839.156)	(855.456)	4,4%
Compras	(116.087)	(119.286)	(125.797)	(130.007)	(131.673)	(133.760)	2,9%
Suministros	(96.026)	(92.784)	(89.212)	(89.729)	(90.593)	(91.747)	(0,9)%
Resto Opex	(455.542)	(504.851)	(544.421)	(559.348)	(569.182)	(581.397)	5,0%
Otro Opex	(667.656)	(716.922)	(759.430)	(779.084)	(791.447)	(806.904)	3,9%
GOP	826.075	878.958	960.561	1.000.941	1.014.484	1.030.545	4,5%
IBI	(20.514)	(21.135)	(21.224)	(21.418)	(22.102)	(22.784)	2,1%
Alquileres	(470.724)	(477.552)	(494.043)	(507.818)	(515.531)	(521.174)	2,1%
Alquileres e IBI	(491.238)	(498.687)	(515.268)	(529.235)	(537.632)	(543.958)	2,1%
EBITDA	334.837	380.271	445.293	471.706	476.852	486.587	7,8%
CapEx	(105.455)	(122.432)	(115.893)	(119.450)	(130.937)	(119.988)	2,6%
CapEx CS&HQ	(17.763)	(29.716)	(33.841)	(27.635)	(28.047)	(28.468)	9,9%
Total CapEx	(123.218)	(152.148)	(149.733)	(147.085)	(158.984)	(148.456)	3,8%

Proyecciones del Escenario Base

- 4 **Ingresos hoteleros:** Estos ingresos vienen principalmente ligados a dos de las tres estructuras operativas que explota la Compañía (hoteles en propiedad y en alquiler) y están compuestos por:
- **Ingresos de habitaciones:** Representan los ingresos obtenidos de la explotación de las habitaciones de hoteles en propiedad o bajo régimen de alquiler. Estos ingresos están directamente ligados a las cifras de KPIs proyectadas, como resultado de multiplicar el ADR individual por hotel por las habitaciones ocupadas en cada año correspondiente de proyección. También, incluyen algunos ingresos de Servicios Centrales (HO), que representan un porcentaje residual (inferior al 1% del total de ingresos por habitaciones) en el total de ingresos por habitaciones. El resultado de agregar todos estos ingresos por habitación de los hoteles individuales es “Ingresos Habitaciones”.
 - **Otros ingresos hoteleros:** Los otros ingresos hoteleros están ligados a la explotación de los puntos de alimentación y bebidas (restaurantes, bares, entre otros) y otros ingresos asociados a estos hoteles (alquileres de salas de reuniones, convenciones, eventos, entre otros). Estos ingresos se proyectan considerando los niveles históricos y los ingresos por habitaciones proyectados, ya que están ligados, principalmente, al nivel de ocupación de los hoteles.
 - Los hoteles en alquiler (c. 77% de los ingresos hoteleros) mantienen un peso similar durante todo el periodo proyectado, aumentando ligeramente con respecto al histórico. Los 4 hoteles adquiridos en Q4 2023 impulsan los ingresos hoteleros a partir de 2024.

Evolución ingresos hoteleros por tipología (millones de €)



Consultar el Anexo XI para ver la cuenta de pérdidas y ganancias histórica y las proyecciones consolidadas.
Fuente: Análisis de EY e Información proporcionada por la Compañía

1. Método de Descuento de Flujos de Caja

1.5 Ingresos No Hoteleros

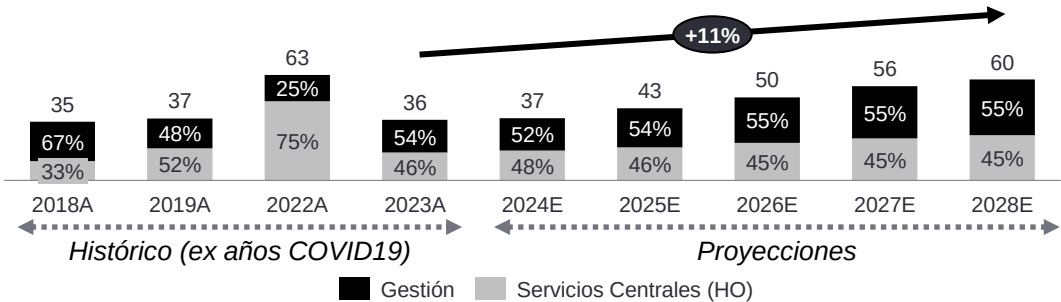
Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidada

Miles de euros	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	TACC 23-28
KPIs							
Ocupación (%)	68%	69%	70%	71%	71%	71%	0,9%
ADR (€)	137,6	145,5	148,2	153,7	157,8	161,4	3,2%
RevPAR (€)	93,2	99,9	103,9	108,8	111,7	114,4	4,2%
Ingresos Habitaciones	1.610.644	1.754.775	1.848.689	1.896.327	1.919.136	1.950.082	3,9%
Otros Ingr. Hoteleros	536.805	582.851	633.873	659.903	669.658	682.573	4,9%
Ingr. Hoteleros	2.147.449	2.337.626	2.482.563	2.556.231	2.588.794	2.632.655	4,2%
Ingresos No Hoteleros	36.140	37.223	43.082	49.590	56.293	60.250	10,8%
Total Ingresos	2.183.589	2.374.849	2.525.644	2.605.820	2.645.088	2.692.905	4,3%
Sueldos y Salarios externalizados	(173.526)	(185.426)	(177.666)	(182.463)	(184.580)	(186.732)	1,5%
Sueldos, Salarios y otros gastos	(516.333)	(593.544)	(627.987)	(643.332)	(654.576)	(668.724)	5,3%
Personal	(689.859)	(778.970)	(805.653)	(825.795)	(839.156)	(855.456)	4,4%
Compras	(116.087)	(119.286)	(125.797)	(130.007)	(131.673)	(133.760)	2,9%
Suministros	(96.026)	(92.784)	(89.212)	(89.729)	(90.593)	(91.747)	(0,9%)
Resto Opex	(455.542)	(504.851)	(544.421)	(559.348)	(569.182)	(581.397)	5,0%
Otro Opex	(667.656)	(716.922)	(759.430)	(779.084)	(791.447)	(806.904)	3,9%
GOP	826.075	878.958	960.561	1.000.941	1.014.484	1.030.545	4,5%
IBI	(20.514)	(21.135)	(21.224)	(21.418)	(22.102)	(22.784)	2,1%
Alquileres	(470.724)	(477.552)	(494.043)	(507.818)	(515.531)	(521.174)	2,1%
Alquileres e IBI	(491.238)	(498.687)	(515.268)	(529.235)	(537.632)	(543.958)	2,1%
EBITDA	334.837	380.271	445.293	471.706	476.852	486.587	7,8%
CapEx	(105.455)	(122.432)	(115.893)	(119.450)	(130.937)	(119.988)	2,6%
CapEx CS&HQ	(17.763)	(29.716)	(33.841)	(27.635)	(28.047)	(28.468)	9,9%
Total CapEx	(123.218)	(152.148)	(149.733)	(147.085)	(158.984)	(148.456)	3,8%

Proyecciones del Escenario Base

- 5 Ingresos no hoteleros: Estos ingresos contemplan:
- Los honorarios de gestión de aquellos hoteles bajo contrato de gestión, es decir, un porcentaje del total de ingresos y/o GOP de los hoteles individuales bajo contrato de gestión. Por lo general, estos honorarios suelen representar entre un 1% y 3% del total de ingresos generados por el hotel y que se devengan a favor de la Compañía por su explotación.
 - El nivel de honorarios puede variar según el nivel de competencia en determinadas áreas geográficas, la alineación de los intereses tanto de los propietarios como del gestor, en este caso la Compañía, y demás factores externos del contexto macroeconómico o del sector en particular. Las proyecciones de estos ingresos reflejan las condiciones de los contratos de gestión actuales y los contratos firmados para aperturas de nuevos hoteles en gestión. Estos ingresos de gestión representan un c.55% de los ingresos no hoteleros entre los años 2025 y 2028.
 - Ingresos de Servicios Centrales (HO): Se trata de un departamento transversal a las líneas de negocio y estructuras operativas que tiene como objetivo principal dar soporte a la gestión de la cartera de hoteles y optimizar costes de forma centralizada. Es una estructura común en grandes grupos hoteleros tiene sus propias partidas de ingresos y gastos. Estos ingresos representan un c.45% de los ingresos no hoteleros. Los ingresos de servicios centrales vienen principalmente de subvenciones, descuentos de terceros y capitalización de nóminas. Las cifras de 2022 están impactadas por las subvenciones recibidas por el COVID19.

Evolución de ingresos no Hoteleros por tipología (millones de €)



Consultar el Anexo XI para ver la cuenta de pérdidas y ganancias histórica y las proyecciones consolidadas.
Fuente: Análisis de EY e Información proporcionada por la Compañía

1. Método de Descuento de Flujos de Caja

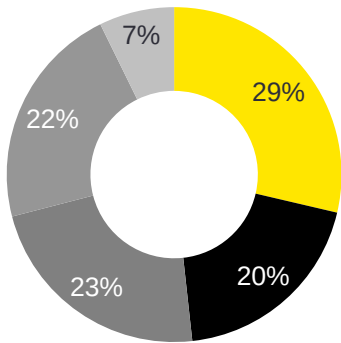
1.6 Total Ingresos

Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidada

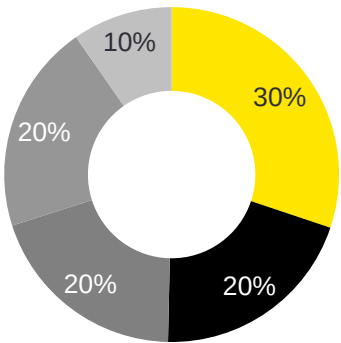
Miles de euros	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	TACC 23-28
KPIs							
Ocupación (%)	68%	69%	70%	71%	71%	71%	0,9%
ADR (€)	137,6	145,5	148,2	153,7	157,8	161,4	3,2%
RevPAR (€)	93,2	99,9	103,9	108,8	111,7	114,4	4,2%
Ingresos Habitaciones	1.610.644	1.754.775	1.848.689	1.896.327	1.919.136	1.950.082	3,9%
Otros Ingr. Hoteleros	536.805	582.851	633.873	659.903	669.658	682.573	4,9%
Ingr. Hoteleros	2.147.449	2.337.626	2.482.563	2.556.231	2.588.794	2.632.655	4,2%
Ingresos No Hoteleros	36.140	37.223	43.082	49.590	56.293	60.250	10,8%
Total Ingresos	2.183.589	2.374.849	2.525.644	2.605.820	2.645.088	2.692.905	4,3%

Ingresos por región, histórico vs normalizado (millones de €)

Total Ingresos (Media Histórica 2018, 2019, 2022, 2023)



Total Ingresos (2028)



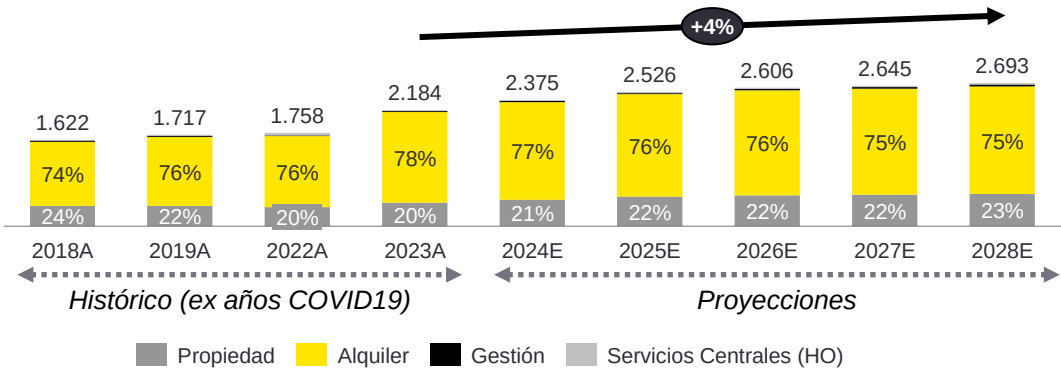
España Centro Europa América*
Italia Benelux

*América incluye los nuevos hoteles en Brasil.
Fuente: Análisis de EY e Información proporcionada por la Compañía

Proyecciones del Escenario Base

- 6 **Total de ingresos:** lo conforman, como hemos descrito antes, tanto ingresos directos de hoteles en propiedad, como bajo contrato de alquiler y servicios centrales (Ingresos Hoteleros) así como ingresos indirectos de hoteles bajo régimen de gestión y servicios centrales (Ingresos no hoteleros).
- El total de ingresos se proyectan homogéneamente distribuidos por regiones en línea con el histórico. España, Centro Europa e Italia suponen c.70% de los ingresos totales de la Compañía. La estrategia de la Compañía es consolidar su presencia en las zonas geográficas donde opera y aportan un conocimiento diferencial, intentando crecer en aquellos destinos estratégicos donde no tiene aún presencia o muy poca (i.e. París, Londres o países nórdicos).

Evolución de Total Ingresos por tipología (millones de €)



- Como podemos observar la Compañía ha mostrado históricamente un peso elevado en los ingresos por hoteles en alquiler de c.76%, que se consolidan en las proyecciones.
- La Dirección de la Compañía nos ha manifestado que su estrategia va a seguir enfocada en crecer en términos de rentabilidad como viene haciendo históricamente (i) mejorando las tasas de esfuerzo de los hoteles en alquiler, (ii) rotando la cartera de activos con incorporaciones puntuales en zonas geográficas ya presentes que les permiten aportar mayor valor añadido, salidas de hoteles no rentables y cambios de marca, y (iii) bajo modelos operativos de gestión, principalmente, y alquiler (siempre que se cumplan los criterios de rentabilidad y tasas de esfuerzo soportables de la Compañía).

1. Método de Descuento de Flujos de Caja

1.7 Aperturas, Cierres y Reformas de Hoteles

Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidada

Miles de euros	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	TACC 23-28
KPIs							
Ocupación (%)	68%	69%	70%	71%	71%	71%	0,9%
ADR (€)	137,6	145,5	148,2	153,7	157,8	161,4	3,2%
RevPAR (€)	93,2	99,9	103,9	108,8	111,7	114,4	4,2%
Ingresos Habitaciones	1.610.644	1.754.775	1.848.689	1.896.327	1.919.136	1.950.082	3,9%
Otros Ingr. Hoteleros	536.805	582.851	633.873	659.903	669.658	682.573	4,9%
Ingr. Hoteleros	2.147.449	2.337.626	2.482.563	2.556.231	2.588.794	2.632.655	4,2%
Ingresos No Hoteleros	36.140	37.223	43.082	49.590	56.293	60.250	10,8%
Total Ingresos	2.183.589	2.374.849	2.525.644	2.605.820	2.645.088	2.692.905	4,3%

Evolución de aperturas, salidas y reformas proyectadas (N.º de hoteles)

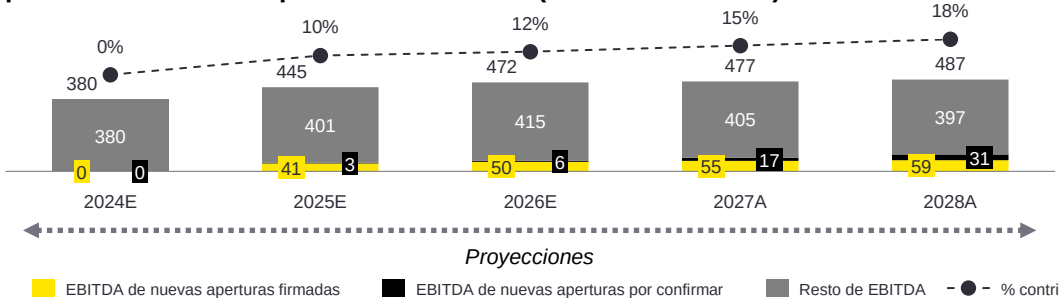
# hoteles	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Propiedad	75	72	72	72	72	72
Alquiler	224	219	214	207	203	200
Gestión	51	52	55	57	61	62
Total Hoteles	350	343	341	336	336	334
Aperturas						
Propiedad	-	-	+1	-	-	-
Alquiler	-	+3	+1	+2	+1	-
Gestión	-	+3	+4	+4	+4	+1
Total Aperturas	-	+6	+6	+6	+5	+1
Cierres						
Propiedad	-	-3	-1	-	-	-
Alquiler	-	-8	-6	-9	-5	-3
Gestión	-	-2	-1	-2	-	-
Total Cierres	-	-13	-8	-11	-5	-3
Reformas						
Propiedad	-	10	5	-	-	-
Alquiler	-	16	10	1	-	-
Gestión	-	-	-	-	-	-
Total Reformas	-	26	15	1	-	-

Fuente: Análisis de EY e Información proporcionada por la Compañía

Proyecciones del Escenario Base

- 6 **Proyección de aperturas y salidas de hoteles:** El incremento de ingresos proyectado también está relacionado con la estrategia de la Compañía en consolidarse en las zonas geográficas donde tiene presencia con aperturas estratégicas, además de optimizar aquellos hoteles ya existentes con cambios de marca.
- **Aperturas de nuevos hoteles:** La Compañía proyecta en su Escenario Base un total de 24 nuevas incorporaciones (vinculantes a fecha de valoración) en localizaciones como Brasil, México, Portugal o Perú. De estas aperturas, 16 son de hoteles bajo gestión. El objetivo de la Compañía es crecer mayoritariamente en gestión, ya que esta tipología de contratos permite reducir la exposición al pago de rentas obligatorias, si bien requiere un esfuerzo mayor para firmarlos dado el contexto competitivo con operadores anglosajones con superior reconocimiento. La contribución a EBITDA de los hoteles con este tipo de contrato es más limitada por lo general (c.3-5% de los ingresos).
- Además, el Escenario Base incluye 7 aperturas en alquiler que reúnen los criterios de rentabilidad y tasas de esfuerzo exigidas por la Compañía. Históricamente, la Compañía ha tenido gran peso de su cartera en hoteles con estos contratos, pero en situaciones de ciclo bajista como la crisis financiera del 2009 o el Covid-19, los operadores en alquiler, como la Compañía, han visto por lo general tensionada su caja e incrementado los hoteles con EBITDA negativo por la obligatoriedad de hacer frentes a estas rentas.
- La Compañía adquirió 1 hotel en propiedad en Brasil en 2024, que comienza su operación en 2025. En 2023 se materializó una compra *one-off* de 4 hoteles a Minor International por motivos estratégicos de la Compañía.

Impacto de las nuevas aperturas en EBITDA (millones de euros)



*En la tabla se muestran el número de hoteles según la fecha estimada de apertura o cierre. Puede haber variaciones con respecto a la fecha en la que se empiezan a generar flujos y que se considere un año operativo completo.

1. Método de Descuento de Flujos de Caja

1.7 Aperturas, Cierres y Reformas de Hoteles

Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidada

Miles de euros	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	TACC 23-28
KPIs							
Ocupación (%)	68%	69%	70%	71%	71%	71%	0,9%
ADR (€)	137,6	145,5	148,2	153,7	157,8	161,4	3,2%
RevPAR (€)	93,2	99,9	103,9	108,8	111,7	114,4	4,2%
Ingresos Habitaciones	1.610.644	1.754.775	1.848.689	1.896.327	1.919.136	1.950.082	3,9%
Otros Ingr. Hoteleros	536.805	582.851	633.873	659.903	669.658	682.573	4,9%
Ingr. Hoteleros	2.147.449	2.337.626	2.482.563	2.556.231	2.588.794	2.632.655	4,2%
Ingresos No Hoteleros	36.140	37.223	43.082	49.590	56.293	60.250	10,8%
Total Ingresos	6 2.183.589	2.374.849	2.525.644	2.605.820	2.645.088	2.692.905	4,3%

Evolución de aperturas, salidas y reformas proyectadas (N.º de hoteles)

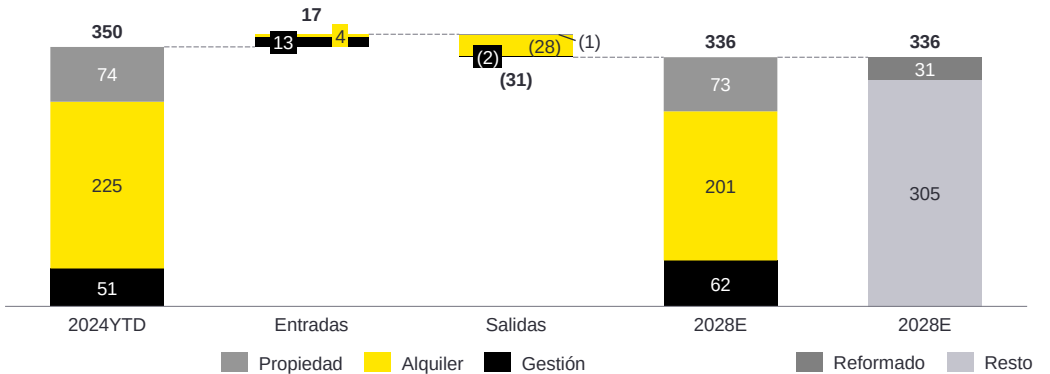
# hoteles	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Propiedad	75	72	72	72	72	72
Alquiler	224	219	214	207	203	200
Gestión	51	52	55	57	61	62
Total Hoteles	350	343	341	336	336	334
Aperturas						
Propiedad	-	-	+1	-	-	-
Alquiler	-	+3	+1	+2	+1	-
Gestión	-	+3	+4	+4	+4	+1
Total Aperturas	-	+6	+6	+6	+5	+1
Cierres						
Propiedad	-	-3	-1	-	-	-
Alquiler	-	-8	-6	-9	-5	-3
Gestión	-	-2	-1	-2	-	-
Total Cierres	-	-13	-8	-11	-5	-3
Reformas						
Propiedad	-	10	5	-	-	-
Alquiler	-	16	10	1	-	-
Gestión	-	-	-	-	-	-
Total Reformas	-	26	15	1	-	-

Fuente: Análisis de EY e Información proporcionada por la Compañía

Proyecciones del Escenario Base

- Salidas (cierres) de hoteles ya existentes: La Compañía proyecta un total de 40 salidas de hoteles, de los cuales la mayoría son hoteles bajo contrato de alquiler (31 hoteles). Los principales motivos de salidas de hoteles son:
1. Fin de contratos de hoteles rentables o no estratégicos con el fin de reducir la canibalización de la propia Compañía en localizaciones donde ya tiene otros hoteles.
 2. Hoteles con contratos en los que el propietario ha confirmado a la Compañía su decisión de rescindirlos.
- La Compañía tiene prevista la venta de 4 activos hoteleros en propiedad no estratégicos, 3 de ellos en Benelux (NH Capelle, NH Sparrenhorst y NH Zoetermeer) vendidos en 2024, y 1 en Alemania (NH München City Süd) previsto para 2025.
- Reforma de hoteles en cartera: En las proyecciones, la Compañía asume un total de 27 hoteles en alquiler y otros 15 en propiedad que se reformarán. Estas reformas se llevan principalmente a cabo debido a la obsolescencia de los hoteles y mejora de categoría o posicionamiento, lo cual implica un periodo de cierre y posterior mejora de la rentabilidad.

Aperturas, salidas y reformas (número de hoteles)



Nota: *En la tabla se muestran el número de hoteles según la fecha estimada de apertura o cierre. Puede haber variaciones con respecto a la fecha en la que se empiezan a generar flujos y que se considere un año operativo completo. (1) Estimación de EY.

1. Método de Descuento de Flujos de Caja

1.8 Gastos de personal

Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidada

Miles de euros	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	TACC 23-28
KPIs							
Ocupación (%)	68%	69%	70%	71%	71%	71%	0,9%
ADR (€)	137,6	145,5	148,2	153,7	157,8	161,4	3,2%
RevPAR (€)	93,2	99,9	103,9	108,8	111,7	114,4	4,2%
Ingresos Habitaciones	1.610.644	1.754.775	1.848.689	1.896.327	1.919.136	1.950.082	3,9%
Otros Ingr. Hoteleros	536.805	582.851	633.873	659.903	669.658	682.573	4,9%
Ingr. Hoteleros	2.147.449	2.337.626	2.482.563	2.556.231	2.588.794	2.632.655	4,2%
Ingresos No Hoteleros	36.140	37.223	43.082	49.590	56.293	60.250	10,8%
Total Ingresos	2.183.589	2.374.849	2.525.644	2.605.820	2.645.088	2.692.905	4,3%
Sueldos y Salarios externalizados	7 (173.526)	(185.426)	(177.666)	(182.463)	(184.580)	(186.732)	1,5%
Sueldos, Salarios y otros gastos	8 (516.333)	(593.544)	(627.987)	(643.332)	(654.576)	(668.724)	5,3%
Personal	(689.859)	(778.970)	(805.653)	(825.795)	(839.156)	(855.456)	4,4%
Compras	(116.087)	(119.286)	(125.797)	(130.007)	(131.673)	(133.760)	2,9%
Suministros	(96.026)	(92.784)	(89.212)	(89.729)	(90.593)	(91.747)	(0,9%)
Resto Opex	(455.542)	(504.851)	(544.421)	(559.348)	(569.182)	(581.397)	5,0%
Otro Opex	(667.656)	(716.922)	(759.430)	(779.084)	(791.447)	(806.904)	3,9%
GOP	826.075	878.958	960.561	1.000.941	1.014.484	1.030.545	4,5%

Asunciones de crecimiento salarios personal por región

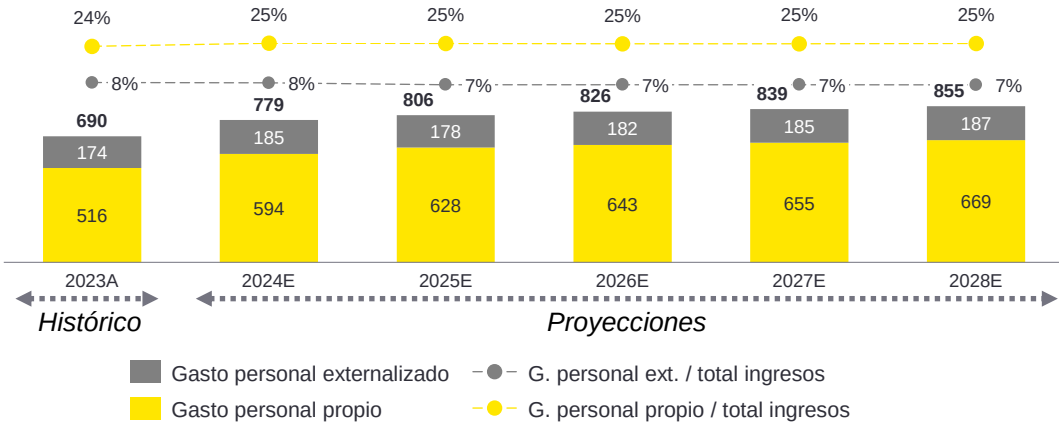
Crecimiento proyectado de salarios (%)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
España	n.a.	2,3%	3,3%	3,4%	2,6%
Italia	n.a.	4,2%	2,6%	2,6%	2,6%
Europa Central	n.a.	3,1%	2,0%	2,0%	2,0%
Benelux	n.a.	4,5%	2,0%	2,0%	2,0%
América	n.a.	7,6%	11,8%	1,6%	2,2%
Media	n.a.	3,6%	3,1%	2,4%	2,3%

Fuente: Análisis de EY e Información proporcionada por la Compañía

Proyecciones del Escenario Base

- 7 **Sueldos y salarios externalizados** engloban al personal externo y subcontratado por la Compañía. Este gasto muestra un aumento en 2023 del 14,7% respecto a 2019, debido al contexto inflacionario. A partir de 2024 se estima un ligero crecimiento para los próximos años del 1,5% anual hasta 2028, impactado por la recuperación total de la actividad y el incremento significativo de la ocupación de los hoteles. Los sueldos y salarios de personal externo y subcontratado dependen de las necesidades del negocio hotelero según su estacionalidad y la influencia del mercado laboral. Por este motivo, se proyecta este gasto en función de los ingresos de habitaciones (c.10%).
- 8 **Sueldos, salarios y otros gastos de personal:** Gasto de personal de los empleados directos de la Compañía en los hoteles que opera, incluyendo directores, personal de recepción y limpieza, mantenimiento, entre otros. En 2023 el coste creció un 22% vs 2019, y las proyecciones presentan un incremento para el 2024 del 14,9% respecto al año 2023. Este fuerte crecimiento está impactado, además de por la inflación, por la reducida oferta actual de trabajadores en el sector de la hostelería y por los convenios salariales colectivos (CLA) acordados, o en negociaciones. A partir de ahí, se proyecta un crecimiento en línea con el IPC.

Gastos de personal y personal externalizado (millones de €)



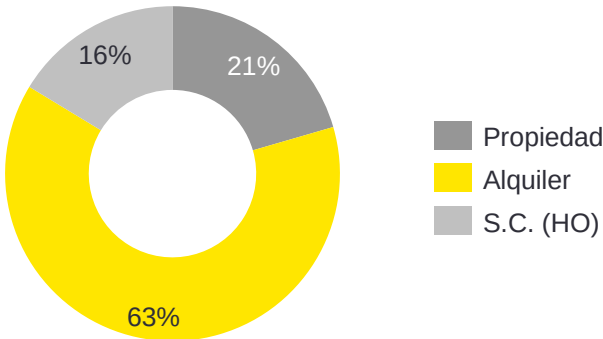
1. Método de Descuento de Flujos de Caja

1.8 Gastos de personal

Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidada

Miles de euros	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	TACC 23-28
KPIs							
Ocupación (%)	68%	69%	70%	71%	71%	71%	0,9%
ADR (€)	137,6	145,5	148,2	153,7	157,8	161,4	3,2%
RevPAR (€)	93,2	99,9	103,9	108,8	111,7	114,4	4,2%
Ingresos Habitaciones	1.610.644	1.754.775	1.848.689	1.896.327	1.919.136	1.950.082	3,9%
Otros Ingr. Hoteleros	536.805	582.851	633.873	659.903	669.658	682.573	4,9%
Ingr. Hoteleros	2.147.449	2.337.626	2.482.563	2.556.231	2.588.794	2.632.655	4,2%
Ingresos No Hoteleros	36.140	37.223	43.082	49.590	56.293	60.250	10,8%
Total Ingresos	2.183.589	2.374.849	2.525.644	2.605.820	2.645.088	2.692.905	4,3%
Sueldos y Salarios externalizados	(173.526)	(185.426)	(177.666)	(182.463)	(184.580)	(186.732)	1,5%
Sueldos, Salarios y otros gastos	(516.333)	(593.544)	(627.987)	(643.332)	(654.576)	(668.724)	5,3%
Personal	8 (689.859)	(778.970)	(805.653)	(825.795)	(839.156)	(855.456)	4,4%

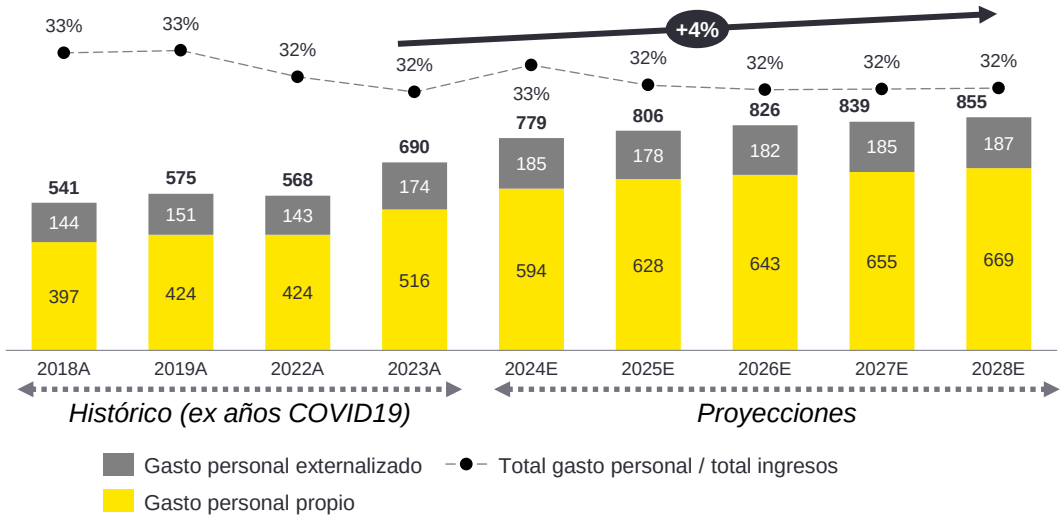
Desglose de gasto agregado de personal por tipologías de contrato de 2024 a 2028



Proyecciones del Escenario Base

- 9 **Total de gastos de personal:** En resumen, los gastos totales de personal interno y externo han experimentado un incremento de 21,5% en 2023, en torno a 690M €, lo que supone unos gastos de personal 20% por encima de niveles de 2019. Posteriormente, presentan un incremento significativo en 2024 (c.13%) hasta los 779M € por (i) la actualización de los salarios a los convenios colectivos, (ii) falta de oferta de trabajadores en el sector hotelero, y (iii) incremento de las ocupaciones en 2024 respecto a 2023. Teniendo en cuenta la evolución de las partidas que lo componen, el total de gastos de personal muestra un TACC (23-28) del 4,4% que es acorde con los incrementos acordados en los convenios salariales colectivos (CLA) e IPC.
- Se ha de considerar que los gastos de personal tanto externo (subcontratado) como contratado pueden variar en función de la ciclicidad del negocio y las necesidades según la demanda en cada región y contexto. Sin embargo, en las proyecciones se considera una optimización de c.1 p.p. del año 2024 al año 2028 del porcentaje del coste del personal sobre total ingresos.

Evolución sueldos, salarios y otros gastos de personal (miles de €)



Fuente: Análisis de EY e Información proporcionada por la Compañía

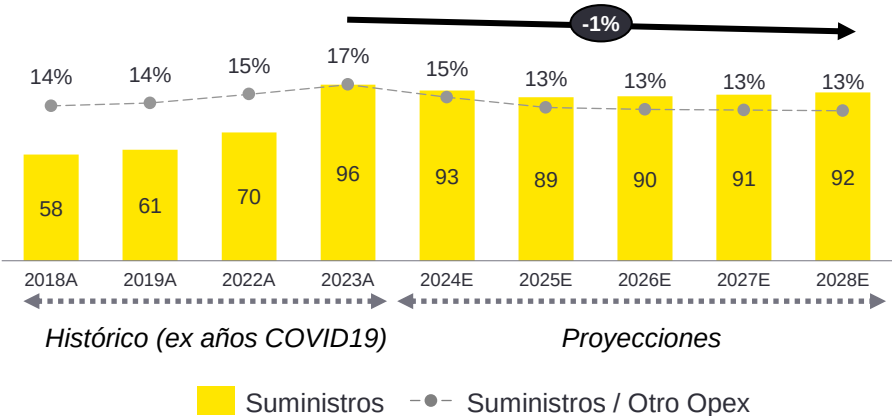
1. Método de Descuento de Flujos de Caja

1.9 Otros gastos Operativos

Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidada

Miles de euros	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	TACC 23-28
Total Ingresos	2.183.589	2.374.849	2.525.644	2.605.820	2.645.088	2.692.905	4,3%
Sueldos y Salarios externalizados	(173.526)	(185.426)	(177.666)	(182.463)	(184.580)	(186.732)	1,5%
Sueldos, Salarios y otros gastos	(516.333)	(593.544)	(627.987)	(643.332)	(654.576)	(668.724)	5,3%
Personal	(689.859)	(778.970)	(805.653)	(825.795)	(839.156)	(855.456)	4,4%
Compras	(116.087)	(119.286)	(125.797)	(130.007)	(131.673)	(133.760)	2,9%
Suministros	(96.026)	(92.784)	(89.212)	(89.729)	(90.593)	(91.747)	(0,9%)
Resto Opex	(455.542)	(504.851)	(544.421)	(559.348)	(569.182)	(581.397)	5,0%
Otro Opex	(667.656)	(716.922)	(759.430)	(779.084)	(791.447)	(806.904)	3,9%

Evolución de costes de suministros (millones de Euros)



- El porcentaje de suministros sobre el total de gastos prevé una estabilización paulatina de los costes energéticos tras un pico del coste energético en 2023, debido a la finalización de los contratos de cobertura que tenía firmados hasta 2022. A partir del 2025 este coste decrecerá hasta niveles relativos pre-COVID19 (c. 3% sobre ingresos).

Fuente: Análisis de EY, Información proporcionada por la Compañía.

Proyecciones del Escenario Base

- 10 Compras:** Estos gastos representan principalmente compra de materia prima y elementos, por ejemplo, comida y bebida, y elementos de limpieza necesarios para la operativa diaria de los hoteles. Estos gastos presentan un incremento en 2023 respecto a 2019 del 18,1% debido, principalmente, a la presión inflacionaria en alimentos y materias primas. Entre 2023 y 2024 se estima un crecimiento del 2,8%, mientras que, en los años siguientes, se proyectan en función del total de ingresos y finalmente se normalizan al IPC. La proporción de este gasto sobre ingresos se mantiene en línea con históricos pre-COVID19 (2018 y 2019).
 - También se puede observar que las compras se mantienen constantes en relación con otros ingresos hoteleros, que incluye principalmente ingresos de alimentos y bebidas. Este gasto representa un c.20% sobre otros ingresos de hoteles durante toda la proyección.
- 11 Suministros:** El coste de suministros muestra un crecimiento del 57% en el año 2023 (96M €) respecto a 2019 como resultado del alza y persistencia de los precios de la energía, a pesar de una estrategia de coberturas acertada por parte de la Compañía que permitió limitar el incremento en el 2022.
 - La Compañía está llevando actualmente a cabo un plan de reducción de suministros para intentar mitigar parcialmente este incremento. Para el 2024 en adelante se esperan crecimientos del c.-1% anuales dada la previsión de bajada de los costes energéticos. Se estima una relajación en el incremento del gasto energético, proyectando un coste total de 92M € en 2028. No obstante, los niveles de precio de la energía se mantendrán por encima a los previos a la pandemia (siendo el coste de energía 61M € en 2019).

Variaciones interanuales estimadas de costes energéticos

Crecimiento proyectado del coste de la energía (%)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
España	24%	2%	2%	2%	2%
Italia	-21%	-8%	2%	2%	2%
Europa Central	-10%	-3%	2%	2%	2%
Benelux	-4%	-1%	2%	2%	2%
América	10%	2%	1%	2%	2%
Media	-6%	-2%	2%	2%	2%

Fuente: Información proporcionada por la Compañía.

1. Método de Descuento de Flujos de Caja

1.9 Otros gastos Operativos

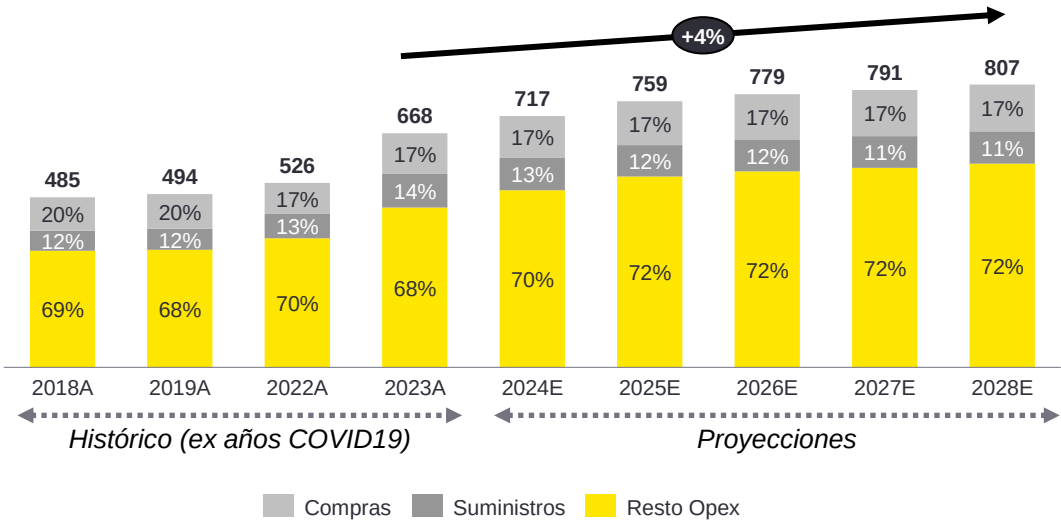
Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidada

Miles de euros	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	TACC 23-28
KPIs							
Ocupación (%)	68%	69%	70%	71%	71%	71%	0,9%
ADR (€)	137,6	145,5	148,2	153,7	157,8	161,4	3,2%
RevPAR (€)	93,2	99,9	103,9	108,8	111,7	114,4	4,2%
Ingresos Habitaciones	1.610.644	1.754.775	1.848.689	1.896.327	1.919.136	1.950.082	3,9%
Otros Ingr. Hoteleros	536.805	582.851	633.873	659.903	669.658	682.573	4,9%
Ingr. Hoteleros	2.147.449	2.337.626	2.482.563	2.556.231	2.588.794	2.632.655	4,2%
Ingresos No Hoteleros	36.140	37.223	43.082	49.590	56.293	60.250	10,8%
Total Ingresos	2.183.589	2.374.849	2.525.644	2.605.820	2.645.088	2.692.905	4,3%
Sueldos y Salarios externalizados	(173.526)	(185.426)	(177.666)	(182.463)	(184.580)	(186.732)	1,5%
Sueldos, Salarios y otros gastos	(516.333)	(593.544)	(627.987)	(643.332)	(654.576)	(668.724)	5,3%
Personal	(689.859)	(778.970)	(805.653)	(825.795)	(839.156)	(855.456)	4,4%
Compras	(116.087)	(119.286)	(125.797)	(130.007)	(131.673)	(133.760)	2,9%
Suministros	(96.026)	(92.784)	(89.212)	(89.729)	(90.593)	(91.747)	(0,9%)
Resto Opex	(455.542)	(504.851)	(544.421)	(559.348)	(569.182)	(581.397)	5,0%
Otro Opex	(667.656)	(716.922)	(759.430)	(779.084)	(791.447)	(806.904)	3,9%
GOP	826.075	878.958	960.561	1.000.941	1.014.484	1.030.545	4,5%
IBI	(20.514)	(21.135)	(21.224)	(21.418)	(22.102)	(22.784)	2,1%
Alquileres	(470.724)	(477.552)	(494.043)	(507.818)	(515.531)	(521.174)	2,1%
Alquileres e IBI	(491.238)	(498.687)	(515.268)	(529.235)	(537.632)	(543.958)	2,1%
EBITDA	334.837	380.271	445.293	471.706	476.852	486.587	7,8%
CapEx	(105.455)	(122.432)	(115.893)	(119.450)	(130.937)	(119.988)	2,6%
CapEx CS&HQ	(17.763)	(29.716)	(33.841)	(27.635)	(28.047)	(28.468)	9,9%
Total CapEx	(123.218)	(152.148)	(149.733)	(147.085)	(158.984)	(148.456)	3,8%

Proyecciones del Escenario Base

- 12 Resto de Opex:** Este gasto presenta otros costes estructurales asociados a la operativa hotelera, por ejemplo, el gasto de marketing y ventas (Sales & Marketing), gasto en servicios información y tecnología (IT), servicios de gestión de ingresos y mantenimiento. Estos gastos se proyectan, parcialmente, por hotel representando un porcentaje sobre ingresos hoteleros, como, por ejemplo, el gasto de marketing y ventas, que representa entre un 1,0% y un 1,5% de los ingresos hoteleros. Hay que tener en cuenta que parte de estos gastos están sujetos a los contratos de gestión y alquiler de la Compañía con los propietarios. Las proyecciones están en línea con valores históricos pre-COVID19 (2018-2019).
- También se incluyen gastos de servicios centrales (HO) como, por ejemplo, recursos humanos, gasto de gestión de compras, servicios administrativos, e-commerce, comunicaciones, reservas, gastos legales y otros gastos estratégicos. Están proyectados en línea con la proporción histórica y la evolución de los ingresos totales.
- El plan de negocio proyecta para esta partida un crecimiento del 5,0% (TACC 23-28).

Evolución de gastos operativos (Otro Opex, millones de euros)



Fuente: Análisis de EY e Información proporcionada por la Compañía

1. Método de Descuento de Flujos de Caja

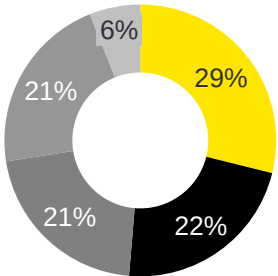
1.10 GOP (Gross Operating Profit)

Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidada

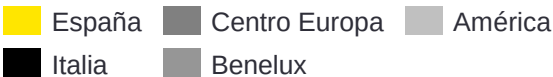
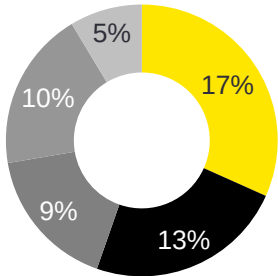
Miles de euros	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	TACC 23-28
KPIs							
Ocupación (%)	68%	69%	70%	71%	71%	71%	0,9%
ADR (€)	137,6	145,5	148,2	153,7	157,8	161,4	3,2%
RevPAR (€)	93,2	99,9	103,9	108,8	111,7	114,4	4,2%
Ingresos Habitaciones	1.610.644	1.754.775	1.848.689	1.896.327	1.919.136	1.950.082	3,9%
Otros Ingr. Hoteleros	536.805	582.851	633.873	659.903	669.658	682.573	4,9%
Ingr. Hoteleros	2.147.449	2.337.626	2.482.563	2.556.231	2.588.794	2.632.655	4,2%
Ingresos No Hoteleros	36.140	37.223	43.082	49.590	56.293	60.250	10,8%
Total Ingresos	2.183.589	2.374.849	2.525.644	2.605.820	2.645.088	2.692.905	4,3%
Personal	(689.859)	(778.970)	(805.653)	(825.795)	(839.156)	(855.456)	4,4%
Otro Opex	(667.656)	(716.922)	(759.430)	(779.084)	(791.447)	(806.904)	3,9%
GOP	826.075	878.958	960.561	1.000.941	1.014.484	1.030.545	4,5%

GOP por región (millones de Euros)*

GOP (Media Histórica, 2018 - 2023)



GOP (2028)

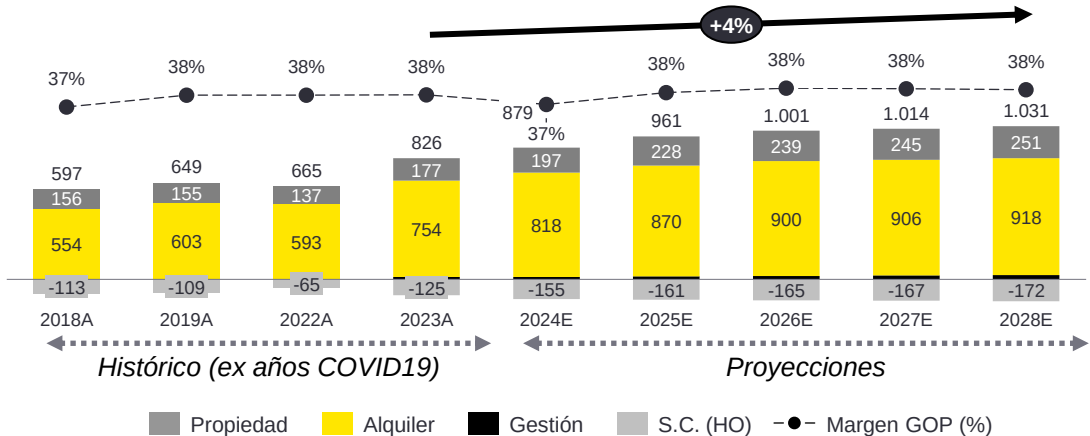


*No se tiene en cuenta el GOP por Servicios Centrales (HO, Head Office). América incluye los nuevos hoteles en Brasil.
Fuente: Análisis de EY e Información proporcionada por la Compañía

Proyecciones del Escenario Base

- 13 El **GOP** o Beneficio Operativo (*Gross operating profit*) proyecta una mejora de 2023 a 2024 del 6,4%. De 2023 en adelante se proyecta un crecimiento del 4,5% (TACC 23-28) hasta alcanzar 1.031M € en 2028, +59% respecto a 2019 (649M €).
- La mejora de márgenes operativos surge principalmente por (i) la continuidad de la estrategia de crecimiento en rentabilidad de los hoteles en cartera, (ii) implementación de CapEx de reposicionamiento, (iii) cierres de hoteles no estratégicos y (iv) la contención de costes operativos dentro del escenario macro existente a Fecha de Valoración.
 - En cuanto al margen del GOP, en 2023 se sitúa en 38% manteniendo una cifra similar al resultado de 2022, alcanzado un valor normalizado, que se mantiene hasta 2028. Ambas cifras de crecimiento de GOP e incremento del margen sobre ingresos están en línea con el mercado dadas las perspectivas de la paulatina recuperación del sector urbano, así como el demostrado por la Compañía en 2018 y 2019.

Evolución de GOP por modelo operativo (millones de €)



- La mayor parte del beneficio que genera la Compañía viene de hoteles bajo contrato de alquiler (c.90%). La partida de Servicios Centrales (S.C.) engloba los costes de estructura de la Compañía teniendo un impacto negativo sobre el beneficio. Esta partida es el resultado neto entre los ingresos y gastos de Servicios Centrales o "Head Office".

1. Método de Descuento de Flujos de Caja

1.11 Gasto de alquileres e IBI

Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidada

Miles de euros	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	TACC 23-28
KPIs							
Ocupación (%)	68%	69%	70%	71%	71%	71%	0,9%
ADR (€)	137,6	145,5	148,2	153,7	157,8	161,4	3,2%
RevPAR (€)	93,2	99,9	103,9	108,8	111,7	114,4	4,2%
Ingresos Habitaciones	1.610.644	1.754.775	1.848.689	1.896.327	1.919.136	1.950.082	3,9%
Otros Ingr. Hoteleros	536.805	582.851	633.873	659.903	669.658	682.573	4,9%
Ingr. Hoteleros	2.147.449	2.337.626	2.482.563	2.556.231	2.588.794	2.632.655	4,2%
Ingresos No Hoteleros	36.140	37.223	43.082	49.590	56.293	60.250	10,8%
Total Ingresos	2.183.589	2.374.849	2.525.644	2.605.820	2.645.088	2.692.905	4,3%
GOP	826.075	878.958	960.561	1.000.941	1.014.484	1.030.545	4,5%
IBI	(20.514)	(21.135)	(21.224)	(21.418)	(22.102)	(22.784)	2,1%
Alquileres	(470.724)	(477.552)	(494.043)	(507.818)	(515.531)	(521.174)	2,1%
Alquileres e IBI	(491.238)	(498.687)	(515.268)	(529.235)	(537.632)	(543.958)	2,1%

Tabla de cobertura de la renta de alquileres totales por origen (2024)

BU	Cobertura renta	Nº Hoteles	Renta Fija (m€)	%	EBITDA (m€) ⁽³⁾
España	2,1x	64	108,0	27%	97,9
Italia	2,6x	39	76,1	19%	108,9
Centro Europa	1,4x	60	134,2	33%	47,1
Benelux	1,8x	26	77,8	19%	51,8
América	1,9x	8	7,1	2%	5,2
Total ^{(1) (2)}	1,9x	197	403,1	100%	310,9

(1): No incluye aquellos hoteles cuyos contratos son 100% variable o tienen contrato a perpetuidad (12 hoteles).
(2): Para alcanzar los 380,3M € de EBITDA de 2024 proyectados por la compañía hay que añadir a 310,9M € el EBITDA de hoteles con en alquiler con rentas 100% variables o perpetuas, hoteles en gestión, hoteles en propiedad y CS (HQ) (este valor es negativo).
(3): El EBITDA se refiere exclusivamente a hoteles en alquiler. La tabla no contempla contratos de alquiler no hoteleros (i.e. Restaurante Casino Madrid o Spa del Eurobuilding).

Fuente: Análisis de EY e Información proporcionada por la Compañía

Proyecciones del Escenario Base

- 14 IBI:** Impuesto de Bienes Inmuebles de los activos en propiedad. Este gasto presenta un incremento progresivo con el IPC, proyectado para todos los años dado que los hoteles en propiedad se mantendrán sin variación.
- 15 Fijos y Otros Alquileres*:** Según los modelos operativos que gestiona la Compañía, los hoteles en alquiler representan la mayor parte de los ingresos. En esta partida se recoge, principalmente, la proyección del gasto por alquiler, según los contratos firmados por la Compañía y los respectivos propietarios, y teniendo en cuenta tanto las entradas de nuevos hoteles en régimen de alquiler como salidas de hoteles ya existentes (explicado en el apartado de ingresos).
- El gasto por alquiler incluye tanto los tramos de renta fija como variables que pudiesen aplicar en función de las proyecciones operativas de cada hotel.

Tabla de cobertura de la renta de alquileres fijos (2024)

GOP / Renta Fija	Nº Hoteles	% Hoteles	Renta Fija (m€)	Media ponderada de duración
>1.5x	150	68%	279,2	10,4
1.0-1.5x	33	15%	99,9	12,4
<1.0x	15	7%	28,7	12,7
Total ⁽¹⁾	198	90%	407,8	10,4
100% variable	9	4%	n.a.	n.a.
Contrato permanente	12	5%	n.a.	n.a.
Total Alquilerados	219	100%	n.a.	n.a.

- Como se muestra en la tabla anterior, la Compañía cuenta con un 68% de los hoteles con ratios de cobertura de la renta saludables por encima de 1,5x en 2024. Únicamente el 7% de los hoteles muestran una cobertura inferior al 1,0x, es decir, con un EBITDA negativo tras pagar la renta al propietario. El 15% de los hoteles tienen una ratio de cobertura entre 1,0x a 1,5x en 2023, por debajo de niveles saludables pero que tendrán un impacto positivo en EBITDA en 2023 (sin tener en cuenta las contribuciones de CapEx ordinario que asume el Operador).
- El crecimiento de las rentas pagadas por los hoteles en alquiler muestra un TACC (2023-2028) del 2,1%.

*Nota: Las proyecciones se han realizado excluyendo IFRS 16.

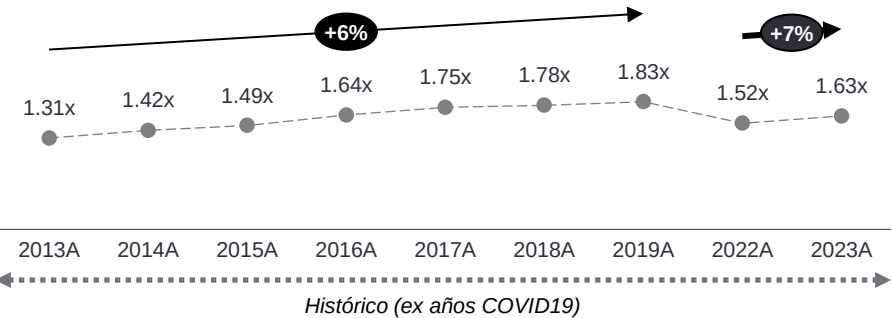
1. Método de Descuento de Flujos de Caja

1.11 Gasto de alquileres e IBI

Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidada

Miles de euros	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	TACC 23-28
KPIs							
Ocupación (%)	68%	69%	70%	71%	71%	71%	0,9%
ADR (€)	137,6	145,5	148,2	153,7	157,8	161,4	3,2%
RevPAR (€)	93,2	99,9	103,9	108,8	111,7	114,4	4,2%
Ingresos Habitaciones	1.610.644	1.754.775	1.848.689	1.896.327	1.919.136	1.950.082	3,9%
Otros Ingr. Hoteleros	536.805	582.851	633.873	659.903	669.658	682.573	4,9%
Ingr. Hoteleros	2.147.449	2.337.626	2.482.563	2.556.231	2.588.794	2.632.655	4,2%
Ingresos No Hoteleros	36.140	37.223	43.082	49.590	56.293	60.250	10,8%
Total Ingresos	2.183.589	2.374.849	2.525.644	2.605.820	2.645.088	2.692.905	4,3%
GOP	826.075	878.958	960.561	1.000.941	1.014.484	1.030.545	4,5%
IBI	(20.514)	(21.135)	(21.224)	(21.418)	(22.102)	(22.784)	2,1%
Alquileres	(470.724)	(477.552)	(494.043)	(507.818)	(515.531)	(521.174)	2,1%
Alquileres e IBI	(491.238)	(498.687)	(515.268)	(529.235)	(537.632)	(543.958)	2,1%

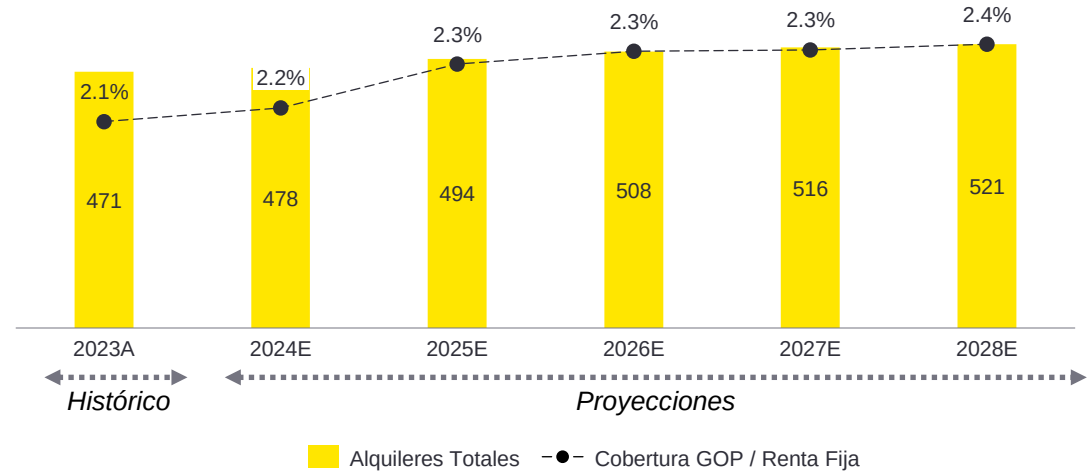
Evolución de la tasa de cobertura de la renta (GOP / Renta Total)



Proyecciones del Escenario Base

- El gasto de alquileres ha sido proyectado en función de (i) la renta mínima garantizada y variable de los contratos actualmente firmados, (ii) las nuevas aperturas de contratos de alquiler y (iii) la rescisión de contratos que terminan dentro del periodo de 2023 a 2028.
- A pesar de que los contratos de alquiler tienen una duración determinada y existe una gran incertidumbre acerca de su renovación más allá del periodo proyectado y de las condiciones de dicha potencial renovación, a los efectos del presente ejercicio de valoración hemos asumido la perpetuidad de los contratos de alquiler (salvo las salidas proyectadas), sin tampoco actualizar las rentas incluso de aquellos hoteles que puedan tener una tasa de esfuerzo por encima de niveles saludables y podrían ser objeto de renegociación por el propietario.
- Las proyecciones asumen una ratio de cobertura de la renta creciente en línea con los resultados del periodo 2017-2019 y por encima de los niveles del periodo 2013-2016. La Compañía tiene en 2024 una tasa de cobertura a la renta (fija) de 1,84x, calculado como el GOP (879M €) entre el gasto de la renta total de los hoteles en alquiler (478M €).

Evolución de alquileres hoteles en alquiler (GOP / Renta Fija; millones de €)



Fuente: Análisis de EY e Información proporcionada por la Compañía

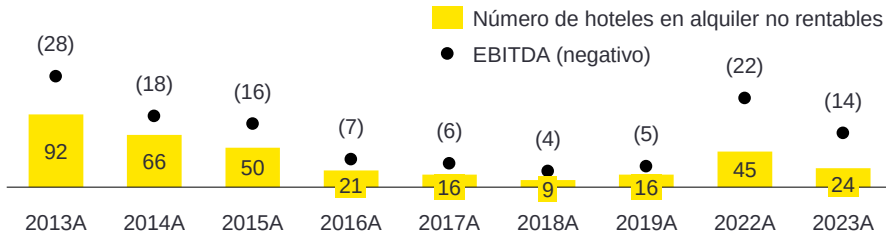
1. Método de Descuento de Flujos de Caja

1.12 EBITDA

Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidada

Miles de euros	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	TACC 23-28
Ingr. Hoteleros	2.147.449	2.337.626	2.482.563	2.556.231	2.588.794	2.632.655	4,2%
Ingresos No Hoteleros	36.140	37.223	43.082	49.590	56.293	60.250	10,8%
Total Ingresos	2.183.589	2.374.849	2.525.644	2.605.820	2.645.088	2.692.905	4,3%
GOP	826.075	878.958	960.561	1.000.941	1.014.484	1.030.545	4,5%
Alquileres e IBI	(491.238)	(498.687)	(515.268)	(529.235)	(537.632)	(543.958)	2,1%
EBITDA	334.837	380.271	445.293	471.706	476.852	486.587	7,8%

Evolución histórica de EBITDA de hoteles en alquiler no rentables (millones de Euros y N.º de hoteles)



Contribución a EBITDA por tipología (millones de Euros y N.º de hoteles)

Conceptos	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Cartera Hoteles actual + Reformas	504	539	563	569	577
Aperturas	17	11	6	1	1
Salidas	4	20	30	35	38
Otros	15	15	15	16	16
Servicios Centrales (HQ)	(159)	(165)	(169)	(171)	(176)
Total	380	421	445	449	456

Nota: Los conceptos mostrados corresponden a: (i) Nuevas aperturas de hoteles en alquiler abiertos desde el 2019 y que siguen en cartera, así como las aperturas de hoteles en alquiler contemplados dentro del plan de negocio, (ii) reformas de hoteles previstas en el plan de negocio, (iii) las salidas de hoteles en alquiler contempladas en el plan de negocio, (iv) Hoteles en gestión incluyendo aperturas, salidas y reformas contemplados en el plan de negocio y (v) Resto de ingresos corresponde a los hoteles en cartera LFL (like for like).

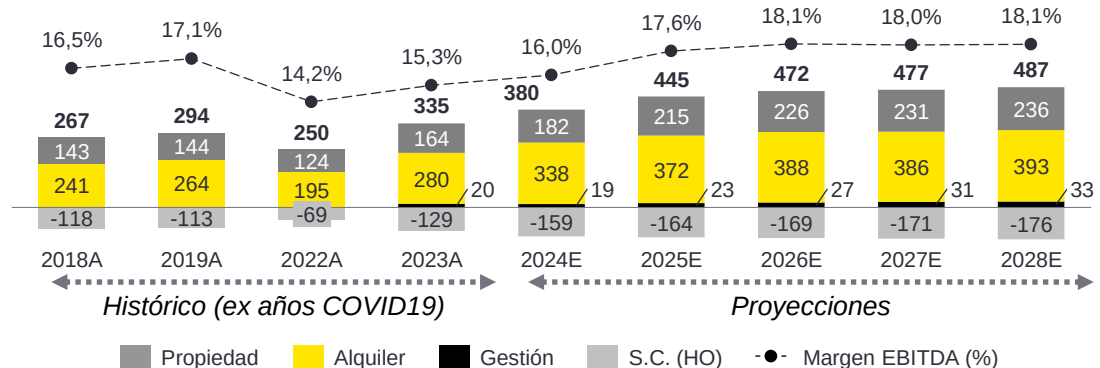
Fuente: Análisis de EY e Información proporcionada por la Compañía

Proyecciones del Escenario Base

- 16** El **EBITDA** de 2023 supera el de 2019 en un 14%, pese al incremento de las partidas de alquileres e IBI. En 2024 se estima el crecimiento de un 13% adicional (+29% vs 2019), alcanzando 380M €. Se proyecta un TACC (23-28) del 7,8%. Los principales puntos que explican la mejora del EBITDA y el margen proyectado en el Escenario Base son:
- Incremento del ADR y estabilización de la ocupación tras el COVID19. El crecimiento de ADR es de +3,2% TACC (23-28), y la ocupación se estabiliza en 2026 en 71% (+0 p.p. vs 2019 y +2 p.p. vs 2023), en línea con cifras de mercado pre-COVID19 en Europa (ver sección “4 Mercado”). Esto supone un impacto de +4,2% TACC (23-28) en RevPAR.
 - Aperturas de hoteles. La entrada en los 4 hoteles de Brasil (1 de ellos en propiedad) supone 30M € de EBITDA adicional en 2028. Además, se proyecta la entrada de otros 24 hoteles en la cartera generando otros 32M € de EBITDA adicional en 2028.
 - Salida de hoteles no rentables. En total se proyectan 40 salidas, de las cuales 14 son de hoteles con cobertura de la renta inferior a 1,5x y 6 inferior a 1,0x. Con ello, se generará un EBITDA adicional de 38M € en 2028.
 - Incremento de la rentabilidad de la Compañía a través de cambios de marca en hoteles en cartera y reformas. La Compañía históricamente ha conseguido crecer en rentabilidad, optimizando la cartera de hoteles no rentables en alquiler con 92 hoteles en 2013 con EBITDA negativo hasta reducir su número a 24 hoteles en 2023.

El margen EBITDA resultante se estabiliza en 18% en 2026, por encima del nivel máximo histórico obtenido en 2019 de 17%.

Evolución del EBITDA según modelo operativo (millones de €)



1. Método de Descuento de Flujos de Caja

1.13 Inversión en CapEx

Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidada

Miles de euros	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	TACC 23-28
EBITDA	334.837	380.271	445.293	471.706	476.852	486.587	7,8%
CapEx	(105.455)	(122.432)	(115.893)	(119.450)	(130.937)	(119.988)	2,6%
CapEx CS&HQ	(17.763)	(29.716)	(33.841)	(27.635)	(28.047)	(28.468)	9,9%
Total CapEx	17 (123.218)	(152.148)	(149.733)	(147.085)	(158.984)	(148.456)	3,8%

Proyecciones de CapEx (millones de €)

M€	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	Total
Total Ingresos	2.374,8	2.525,6	2.605,8	2.645,1	2.692,9	12.844,3
CapEx - Recurrente						
Propiedad	17,8	10,3	30,8	31,9	32,6	123,5
Alquiler	33,5	39,4	70,9	71,1	72,2	287,0
Gestión	-	-	-	-	-	-
Total CapEx - Recurrente	51,3	49,7	101,6	103,0	104,8	410,5
CapEx - Nuevas Aperturas						
Propiedad	-	-	-	-	-	-
Alquiler	6,1	1,0	-	1,5	-	8,6
Gestión	1,7	8,3	-	2,0	-	12,0
Total CapEx - Nuevas Aperturas	7,8	9,3	0,0	3,5	0,0	20,6
CapEx - Reposicionamiento						
Propiedad	29,7	11,4	-	-	-	41,1
Alquiler	33,6	41,6	14,2	21,2	11,8	122,4
Gestión	-	0,5	-	-	-	0,5
Total CapEx - Reposicion.	63,3	53,5	14,2	21,2	11,8	164,0
Servicios Centrales (HQ)	29,7	33,8	27,6	28,0	28,5	147,7
Brasil*	0,0	3,4	3,6	3,3	3,4	13,6
Total CapEx	152,1	149,7	147,1	159,0	148,5	756,4
% sobre total ingresos	6,4%	5,9%	5,6%	6,0%	5,5%	5,9%

Proyecciones del Escenario Base

- 17 Total CapEx: La Compañía proyecta una inversión en CapEx dividida en tres secciones:
- **CapEx regular (recurrente):** CapEx necesario para la operativa anual de los hoteles de la cartera de la Compañía. Se proyecta como un porcentaje de ingresos, de forma ascendente desde el primer año hasta estabilizarlo en un porcentaje normalizado. Según la tipología de operativa, el plan de negocio incorpora las siguientes hipótesis:
 1. Hoteles en propiedad: Se estima una inversión en CapEx total de 123,5M € desde el 2024 al 2028, estabilizando esta cifra en el año 2027 al 5,8% del total de ingresos de hoteles en propiedad. Este valor está en línea con cifras históricas y con hipótesis habituales de mercado.
 2. Hoteles en alquiler: Se estima una inversión en CapEx total de 287,0M € desde 2024 a 2028. El CapEx invertido en hoteles bajo régimen de alquiler está sujeto a las condiciones y obligaciones contractuales, estabilizándose en 2026 en un 3,6% de inversión en CapEx recurrente sobre total de ingresos de los hoteles en alquiler, en línea con la reserva de FF&E (*Furniture, Fixtures & Equipment*, en inglés, mobiliario, accesorios y equipamiento) habitual de mercado.
 3. Hoteles en gestión: No se estima una inversión en CapEx recurrente en los hoteles en gestión en ningún momento del periodo proyectado.
 - **CapEx nuevas aperturas:** CapEx destinado a obras y material pertinente para la apertura de nuevos hoteles. Esto representa un 3% del CapEx total proyectado desde 2024 a 2028. Se subdivide en CapEx destinado a:
 1. Aperturas de hoteles en alquiler: Este CapEx representa un total de 8,6M € y está escalonado según la estimación de cada una de las aperturas de hoteles en régimen de alquiler.
 2. Aperturas de hoteles en gestión: En total suma 12,0M €, y está escalonado en función de cada una de las aperturas de hoteles en gestión.

Fuente: Análisis de EY e Información proporcionada por la Compañía. Nota: * No se ha aportado desglose de partidas de CapEx para los nuevos hoteles en Brasil.

1. Método de Descuento de Flujos de Caja

1.13 Inversión en CapEx

Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidada

Miles de euros	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	TACC 23-28
EBITDA	334.837	380.271	445.293	471.706	476.852	486.587	7,8%
CapEx	(105.455)	(122.432)	(115.893)	(119.450)	(130.937)	(119.988)	2,6%
CapEx CS&HQ	(17.763)	(29.716)	(33.841)	(27.635)	(28.047)	(28.468)	9,9%
Total CapEx	(123.218)	(152.148)	(149.733)	(147.085)	(158.984)	(148.456)	3,8%

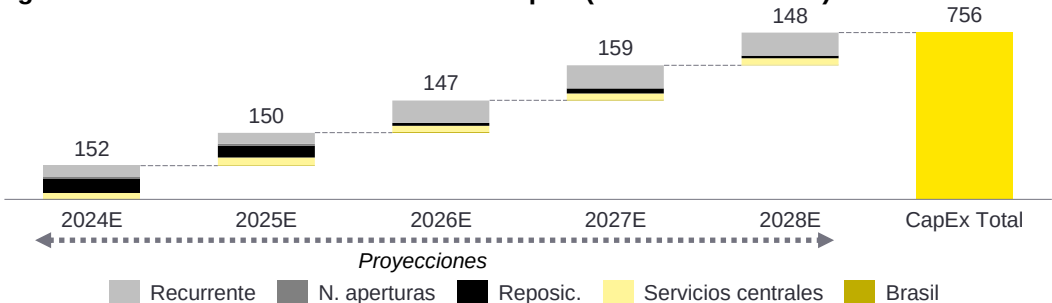
Proyecciones de CapEx (millones de €)

M€	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	Total
Total Ingresos	2.374,8	2.525,6	2.605,8	2.645,1	2.692,9	12.844,3
CapEx - Recurrente						
Propiedad	17,8	10,3	30,8	31,9	32,6	123,5
Alquiler	33,5	39,4	70,9	71,1	72,2	287,0
Gestión	-	-	-	-	-	-
Total CapEx - Recurrente	51,3	49,7	101,6	103,0	104,8	410,5
CapEx - Nuevas Aperturas						
Propiedad	-	-	-	-	-	-
Alquiler	6,1	1,0	-	1,5	-	8,6
Gestión	1,7	8,3	-	2,0	-	12,0
Total CapEx - Nuevas Aperturas	7,8	9,3	0,0	3,5	0,0	20,6
CapEx - Reposicionamiento						
Propiedad	29,7	11,4	-	-	-	41,1
Alquiler	33,6	41,6	14,2	21,2	11,8	122,4
Gestión	-	0,5	-	-	-	0,5
Total CapEx - Reposicion.	63,3	53,5	14,2	21,2	11,8	164,0
Servicios Centrales (HQ)	29,7	33,8	27,6	28,0	28,5	147,7
Brasil*	0,0	3,4	3,6	3,3	3,4	13,6
Total CapEx	152,1	149,7	147,1	159,0	148,5	756,4
% sobre total ingresos	6,4%	5,9%	5,6%	6,0%	5,5%	5,9%

Proyecciones del Escenario Base

- **CapEx de reposicionamiento:** CapEx destinado a la mejora y conversión de hoteles. Por ejemplo, cambios de marca dentro de los hoteles de la Compañía de categoría superior (Anantara), o CapEx para reformas de diseño y modernización de hoteles. Estas inversiones de CapEx son puntuales y discrecionales y están estimadas en función de las necesidades, posibilidad de crecimiento operativo y rentabilidad objetiva exigida de los hoteles que establece la Compañía.
 1. **Hoteles en propiedad:** Este CapEx representa un total de 41,1M € y será ejecutado principalmente durante los primeros años de proyección (2024 y 2025).
 2. **Hoteles en alquiler:** En total suma 122,4M € ejecutado a lo largo de todo el periodo de proyección.
 3. **Hoteles en gestión:** En total una inversión de CapEx de 0,5M € el primer año de proyección. Inversión principalmente destinada para hoteles en Benelux.
- **Servicios centrales (HO & HQ):** Esta inversión en CapEx supone un total de 147,7M €, incluyendo (i) c.80M € por gastos de IT, (ii) c.30M € por capitalización de nóminas de los equipos dedicados al CapEx y proyectos, (iii) c.16M € en concepto de sostenibilidad, (iv) c. 15M € por iniciativas estratégicas de CapEx centralizado (i.e. Diseños web, Desarrollos Programa Loyalty, etc), entre otros.
- Como resultado de las partidas de CapEx anteriores, teniendo en cuenta el CapEx recurrente, de nuevas aperturas, de reposicionamiento y S.C. se obtiene un resultado de 5,5% de CapEx total sobre total ingresos en el último año de proyección. Esta cifra como valor agregado está en línea con estándares de mercado.

Desglose de la evolución en inversión de CapEx (millones de Euros)



Fuente: Análisis de EY e Información proporcionada por la Compañía. Nota: * No se ha aportado desglose de partidas de CapEx para los nuevos hoteles en Brasil.

1. Método de Descuento de Flujos de Caja

1.14 Inversión en capital circulante

Inversión en capital circulante

€k	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Deudores comerciales	154.177	167.630	178.328	183.989	186.762	190.138
% de ingresos	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Días de cuentas por cobrar	25,8	25,8	25,8	25,8	25,8	25,8
Inventario	15.299	16.693	17.938	18.450	18.758	19.140
% de ingresos	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Días de inventario	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8
Otros Activos Corrientes	9.549	10.382	11.045	11.395	11.567	11.776
% de ingresos	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Administraciones Públicas deudoras	52.798	55.258	57.978	59.520	60.443	61.414
% de gastos	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
Cuentas por pagar	357.860	373.668	388.233	397.467	403.207	410.014
Días de cuentas por pagar	114,7	114,5	113,4	113,0	112,9	113,0
Otros pasivos corrientes	65.124	73.442	76.055	77.957	79.218	80.757
% de salarios	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%
Administraciones Públicas acreedoras	77.322	84.069	89.434	92.273	93.664	95.357
% de ingresos	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Depósitos y fianzas a largo plazo	21.880	21.518	21.518	21.518	21.518	21.518
Capital de trabajo operativo	(246.603)	(259.698)	(266.916)	(272.824)	(277.041)	(282.142)
% de ingresos	(11,3%)	(10,9%)	(10,6%)	(10,5%)	(10,5%)	(10,5%)
Variación de Capital circulante		13.094	7.218	5.908	4.217	5.101

Proyecciones del Escenario Base

Para la proyección del capital circulante se han identificado todas las partidas del balance de situación que pueden ser consideradas como activo y pasivo circulante. Posteriormente EY ha estimado métricas de acuerdo con los días de rotación o porcentaje de los ingresos/gastos de las cuentas de pérdidas y ganancias asociadas.

La Dirección de la Compañía nos ha confirmado que no existía a 31 de diciembre de 2023 ninguna partida de circulante que pueda tener un saldo que deba ser considerando como atípico o que no refleje niveles normalizados. Por lo tanto, EY ha estimado cada partida de capital circulante manteniendo la proporción sobre cada ratio obtenido en la cuenta de resultados de 2023. El nivel de capital circulante neto normalizado libre de efectivo y libre de deuda alcanza por tanto alrededor de un -10,5% de los ingresos al final del período proyectado; en línea con las cifras de capital circulante reportadas en el último año por las empresas del sector en el que opera la Compañía. Para mayor detalle ver Anexo III.

Los criterios establecidos para la proyección de las partidas de capital circulante han sido los siguientes:

Cuentas de activo corriente:

- 1 Deudores Comerciales:** esta partida incluye principalmente clientes por prestación de servicios. EY ha considerado al ejercicio 2023 como un ejercicio normalizado en el que se ha experimentado una recuperación del segmento Corporate o B2B (“Business to Business”). Por este motivo, se ha considerado los días de cuentas por cobrar alcanzados en 2023 (ascendiendo a 25,8 días) para todo el período proyectado.
- 2 Inventario:** en esta partida están incluidas todas las existencias necesarias para llevar a cabo la actividad hotelera, fundamentalmente de F&B (Alimentación y Bebidas). La Compañía no requiere un alto nivel de existencias para el desarrollo de su actividad, como se puede comprobar en el balance histórico descrito en las páginas 17-19. En 2023, el periodo de rotación de existencias alcanzó los 9,8 días, los cuales se han mantenido constantes para todo el periodo proyectado.
- 3 Otros activos corrientes:** para la proyección de otros activos corrientes, se ha utilizado la proporción correspondiente sobre los ingresos alcanzados en 2023. Esta ratio, estimado como normalizado, se ha mantenido constante para todo el período proyectado.

Fuente: Análisis de EY e información proporcionada por la Compañía.

1. Método de Descuento de Flujos de Caja

1.14 Inversión en capital circulante

Inversión en capital circulante

€k	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Deudores comerciales	154.177	167.630	178.328	183.989	186.762	190.138
% de ingresos	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Días de cuentas por cobrar	25,8	25,8	25,8	25,8	25,8	25,8
Inventario	15.299	16.693	17.938	18.450	18.758	19.140
% de ingresos	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Días de inventario	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8
Otros Activos Corrientes	9.549	10.382	11.045	11.395	11.567	11.776
% de ingresos	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Administraciones Públicas deudoras	4 52.798	55.258	57.978	59.520	60.443	61.414
% de gastos	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
Cuentas por pagar	6 357.860	373.668	388.233	397.467	403.207	410.014
Días de cuentas por pagar	114,7	114,5	113,4	113,0	112,9	113,0
Otros pasivos corrientes	7 65.124	73.442	76.055	77.957	79.218	80.757
% de salarios	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%
Administraciones Públicas acreedoras	8 77.322	84.069	89.434	92.273	93.664	95.357
% de ingresos	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Depósitos y fianzas a largo plazo	5 21.880	21.518	21.518	21.518	21.518	21.518
Capital de trabajo operativo	(246.603)	(259.698)	(266.916)	(272.824)	(277.041)	(282.142)
% de ingresos	(11,3%)	(10,9%)	(10,6%)	(10,5%)	(10,5%)	(10,5%)
Variación de Capital de Trabajo		13.094	7.218	5.908	4.217	5.101

Proyecciones del Escenario Base

- 4 Administraciones Públicas Deudoras: en esta cuenta se recogen saldos correspondientes a los conceptos de Impuesto de Sociedades, Impuesto sobre el Valor Añadido y Otra Hacienda Pública Deudora. La proyección de esta cuenta se ha estimado como un porcentaje sobre los gastos de alquileres y otros gastos, que en 2023 ascendió a un 4,6%. EY ha mantenido constante esta ratio durante el período proyectado.
- 5 Depósitos y fianzas a largo plazo: esta cuenta está compuesta por los saldos correspondientes a los depósitos y fianzas que la compañía utiliza para su actividad hotelera en alquiler. De acuerdo con la información facilitada por la Dirección del Grupo, la estrategia de crecimiento para nuevos contratos de alquiler consiste, en la medida de lo posible, en cubrir dichos acuerdos con avales bancarios en lugar de realizar entregas de efectivo. Por este motivo, y de acuerdo con las perspectivas de la evolución del Escenario Base, EY ha decidido mantener esta partida constante con respecto al cierre de 30 de septiembre de 2024 reportado por la Compañía, ascendiendo a €21,5m.

Cuentas de pasivo corriente

- 6 Cuentas por pagar: las cuentas por pagar representan la partida con más peso dentro del capital circulante histórico de la Compañía. Según la información facilitada por la Dirección, se compone de gastos devengados por suministros, rentas y comisiones, así como de pagos anticipados, y de otros proveedores. Para la proyección de cada una de ellas, se ha tomado de referencia la partida de gasto del Plan de Negocio asociado a cada epígrafe y se ha calculado manteniendo la proporción registrada en 2023.
- 7 Otros pasivos corrientes: incluye principalmente remuneraciones pendientes de pago, que se ha mantenido constante en el periodo proyectado como un 9,4% sobre el gasto en salarios del Grupo, nivel experimentado por la Compañía en 2023.
- 8 Administraciones públicas acreedoras: compuesta por los saldos acreedores con la Administración Pública, correspondientes al Impuesto sobre el Beneficio, Impuesto del Valor Añadido, Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, Impuesto sobre los Rendimientos del Capital, y saldos con la Seguridad Social, entre otros. En 2023, se registró en niveles de 3,5% sobre ingresos, sirviendo de referencia para la proyección.

Fuente: Análisis de EY e información proporcionada por la Compañía.

1. Método de Descuento de Flujos de Caja

1.15 Valor Terminal

Valor Terminal

- ▶ El método del Descuento de Flujo de Caja implica estimar los flujos de caja libre para un período discreto basados en las proyecciones financieras anteriormente mencionadas, seguido de la estimación de un valor terminal al final de ese período. El valor terminal supone que un negocio en marcha mantendrá su capacidad de generación de flujos de caja de manera indefinida después del período de proyección.
- ▶ En nuestras Proyecciones Financieras, el periodo discreto analiza los flujos de caja entre 1 de octubre de 2024 y el 31 de diciembre de 2028. El último año de las proyecciones, 2028, se ha considerado un año normalizado (registrando tanto crecimientos de ingresos como márgenes operativos estables) y, en consecuencia, se puede asumir como punto de partida metodológicamente correcto para el cálculo del Valor Terminal ("VT").
- ▶ El cálculo del Valor Terminal se basa en el Gordon Growth Model (modelo de crecimiento de Gordon), que es un tipo de método de ingreso económico capitalizado, en el que se asume que el flujo normalizado a la fecha de capitalización se considera como un nivel normalizado y sostenible y crecerá a un ritmo estable (tasa de crecimiento en el largo plazo "g") de manera perpetua.
- ▶ La fórmula utilizada para la determinación del valor terminal se resume a continuación:

$$\text{Valor Terminal} = \left[\frac{\text{Flujo de Caja terminal}}{\text{Cap. rate} - \text{Tasa de descuento} - g} \right] \times \text{Factor de descuento del último período}$$

Principales asunciones del Valor Terminal

Tasa de crecimiento a largo plazo (g)

Para el cálculo de la tasa de crecimiento a largo plazo se han considerado las siguientes fuentes:

- ▶ La inflación estabilizada para la Zona Euro según Oxford Economics para el año 2035 y en adelante, considerada como inflación a largo plazo, que equivale a 2,0%.
- ▶ La inflación objetivo del Banco Central Europeo que equivale a 2,0%.

La tasa de crecimiento de largo plazo resultante para el análisis de valor se ha estimado en 2,0%.

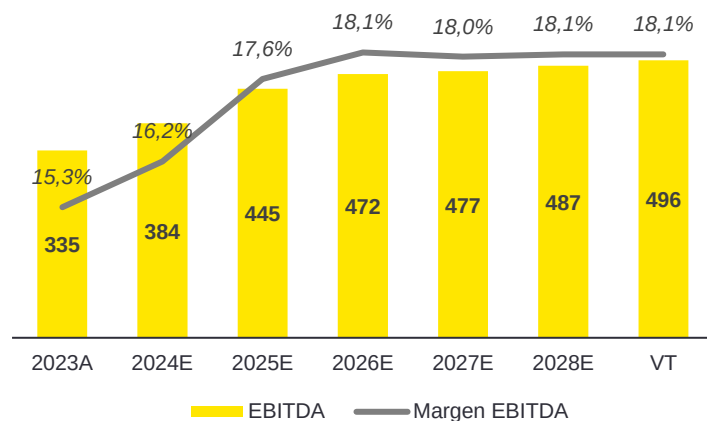
Flujo de Caja terminal – Renta Perpetua

- ▶ El flujo normalizado a utilizar para el cálculo del Valor Terminal corresponde al flujo normalizado resultante tras haber aplicado una tasa de crecimiento a largo plazo a todas las partidas del último año de proyección (2028). Para la normalización, se ha considerado una estabilización del margen de EBITDA, el tipo impositivo, la inversión requerida, el gasto por depreciación proyectado y la variación del capital circulante que se describen en las siguientes páginas.

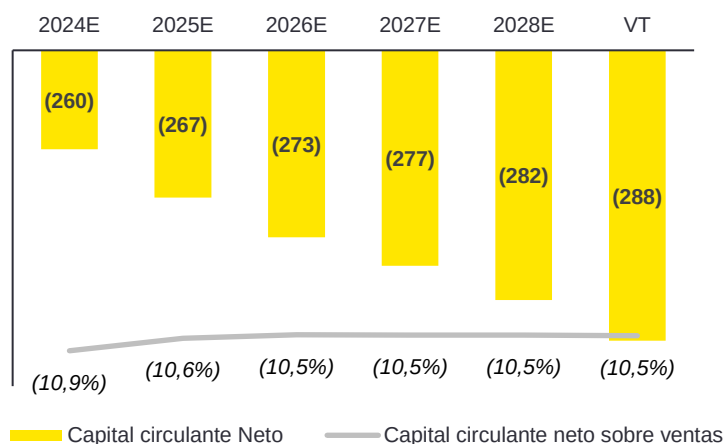
1. Método de Descuento de Flujos de Caja

1.15 Valor Terminal

EBITDA (millones de €) y Margen EBITDA (%)



Capital circulante Neto (millones de €) y Capital circulante / Ingresos (%)



Valor terminal

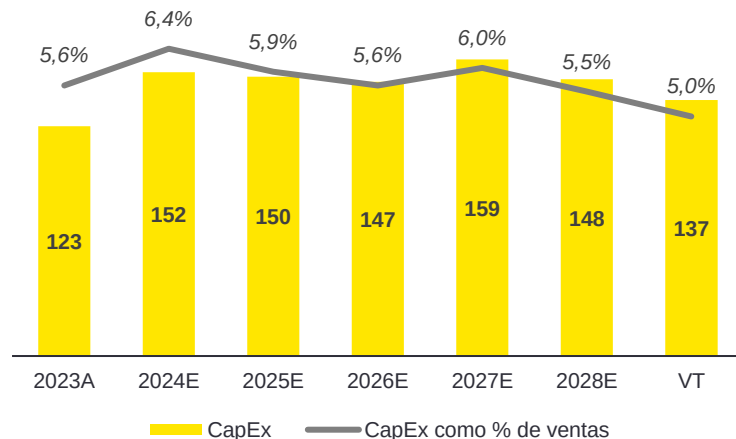
Los supuestos utilizados para la estabilización del flujo del Valor Terminal han sido los siguientes:

- **Ingresos:** se estima que los ingresos crecerán de forma constante a una tasa de 2,0%, que es la tasa de crecimiento a perpetuidad calculada, explicada en la página anterior. EY ha considerado la inflación como la tasa de crecimiento a largo plazo; utilizar un crecimiento superior a la inflación supondría asumir un crecimiento en volumen a perpetuidad, lo que requeriría un nivel mayor de CapEx que el considerado de mantenimiento.
- **Margen EBITDA:** al ser la industria hotelera considerada un servicio no imprescindible, tiende a ser más sensible al cambio en el poder adquisitivo de los consumidores y se ve afectada negativamente durante crisis económicas; ejemplo de ello, la última crisis ocasionada por la pandemia por COVID19, que tuvo repercusiones incluso mayores a causa de las restricciones de movilidad adoptadas por los países. A pesar de ser una industria muy correlacionada con los ciclos económicos, se estima que el margen EBITDA se mantendrá a perpetuidad al mismo margen de 18,1% al que la Compañía estima llegará en el último año del Plan de Negocio, que corresponde al máximo esperado de la Compañía en el período de proyección y también superior al máximo histórico observado (más detalle en página 46). Teniendo en cuenta la mejora histórica alcanzada por la Dirección y atendiendo a los niveles normalizados de CapEx necesarios para mantener dicho EBITDA, explicados en la siguiente página, EY considera dicho margen EBITDA sostenible a medio y largo plazo.
- **Tipo impositivo:** Se estima un impuesto de sociedades ponderado sobre EBIT en función de cada uno de los países donde opera la Compañía. Para el flujo terminal se mantiene la tasa impositiva del período proyectado en 27,2%.
- **Variación del Capital Circulante:** se estima una evolución del capital circulante de acuerdo con las ratios operativas del año 2023, correlacionada con la tasa de crecimiento de la Compañía. Según las proyecciones del Plan de Negocio, se espera que el nivel de circulante permanezca alrededor de 11,0% sobre los ingresos totales de la Compañía para el valor terminal, en línea con los niveles de capital circulante registrados durante el periodo proyectado, así como el reportado para 2023 en compañías comparables del sector.

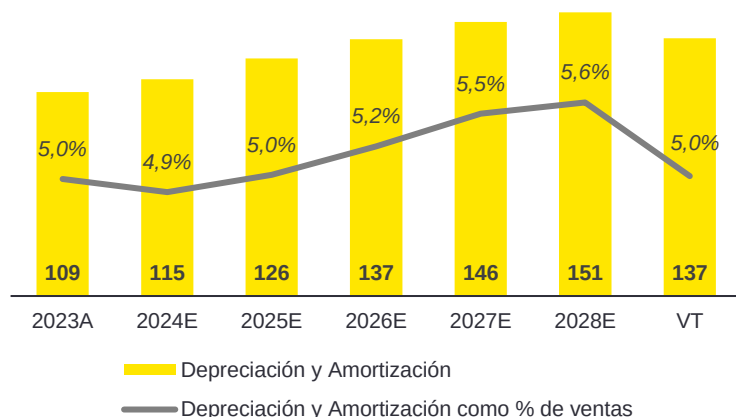
1. Método de Descuento de Flujos de Caja

1.15 Valor Terminal

CAPEX (millones de €) y CAPEX/Ingresos (%)



Depreciación y amortización (millones de €) y Depreciación y amortización / Ingresos (%)



- **CapEx recurrente en hoteles:** EY ha calculado un CapEx implícito ordinario por habitación, tomando como referencia las proyecciones de 2028 y se ha proyectado ese CapEx por habitación para el VT como el CapEx ordinario.

Para el CapEx recurrente de servicios centrales se ha mantenido el importe sobre ingresos previsto para el año 2028.

Además, como consecuencia de la asunción de renovación de los hoteles en alquiler a perpetuidad en los mismos términos que se estiman para el año 2028, EY ha incluido un porcentaje de CapEx sobre ingresos correspondiente a la media del periodo 2023-2028 del CapEx destinado a la inversión que la Compañía realizará en concepto de renovación de los contratos de alquiler.

Teniendo en cuenta lo anterior y como se puede observar en el gráfico adyacente, EY ha considerado un nivel de CapEx que equivaldría a un CapEx sobre ingresos para el VT del 5,0%.

- **Depreciación y Amortización:** Para el VT se asume que la depreciación es igual al CapEx con el objetivo de mantener la estrategia operativa del negocio a la tasa de crecimiento a largo plazo. Se ha establecido la depreciación del año final igual al CapEx para el cálculo de la perpetuidad y se ha ajustado el gasto por amortización.

No obstante, con la premisa de igualar depreciación y amortización al CapEx en el VT, no se estaría considerando todo el beneficio fiscal atribuible al Grupo por el mayor gasto a partir del año 2028 de depreciación y amortización de sus activos históricos. Para considerar el valor derivado de esta depreciación y amortización adicional, EY ha realizado un ajuste para calcular el beneficio fiscal en los años posteriores al último año de proyección en los que el D&A sería superior al CapEx:

- Se ha calculado el escudo fiscal derivado de la mayor base de activos en relación con la cuota de amortización proyectada para el VT. Este escudo fiscal ha sido calculado hasta el momento en el que el D&A es igual que el gasto en CapEx.
- Se ha agregado el valor presente de este escudo fiscal al valor de la empresa.

Para un mayor detalle de este cálculo ver Anexo V.

1. Método de Descuento de Flujos de Caja

1.16 Análisis de valor

Metodología de Descuento Flujos de Caja

€m	3m24E	2025E	2026E	2027E	2028E	VT
Ingresos Habitaciones	430	1.849	1.896	1.919	1.950	1.989
Otros Ingresos Hotel	151	634	660	670	683	696
Ingresos Hoteleros	581	2.483	2.556	2.589	2.633	2.685
Ingresos No Hoteleros	9	43	50	56	60	61
Total Ingresos	590	2.526	2.606	2.645	2.693	2.747
Sueldos y salarios externalizados	(44)	(178)	(182)	(185)	(187)	(190)
Sueldos, salarios y otros gastos de personal	(153)	(628)	(643)	(655)	(669)	(682)
Gastos de Personal	(197)	(806)	(826)	(839)	(855)	(873)
Compras	(31)	(126)	(130)	(132)	(134)	(136)
Suministros	(24)	(89)	(90)	(91)	(92)	(94)
Resto Opex	(123)	(544)	(559)	(569)	(581)	(593)
Otro Opex	(178)	(759)	(779)	(791)	(807)	(823)
GOP	215	961	1.001	1.014	1.031	1.051
IBI	(5)	(21)	(21)	(22)	(23)	(23)
Renta fija y otras rentas	(121)	(494)	(508)	(516)	(521)	(532)
IBI y Alquileres	(126)	(515)	(529)	(538)	(544)	(555)
EBITDA	89	445	472	477	487	496
Depreciación y Amortización	(29)	(126)	(137)	(146)	(151)	(137)
EBIT	60	319	335	331	335	359
Impuestos ⁽¹⁾	(16)	(84)	(88)	(87)	(88)	(98)
NOPAT	44	235	247	244	247	261
(+) D&A	29	126	137	146	151	137
(+/-) Variación del capital circulante	3	7	6	4	5	6
(-) Capex	(41)	(150)	(147)	(159)	(148)	(137)
(+) Movimiento de activos ⁽⁵⁾	(6)	17	-	-	-	-
(-) Otros ⁽⁶⁾	1	(6)	(8)	(6)	(6)	-
Flujo de caja libre	29	230	235	229	248	267
Valor terminal						3.203
Período de descuento	0,13	0,75	1,75	2,75	3,75	3,75
Factor de descuento	0,99	0,93	0,84	0,76	0,69	0,69
Flujo de Caja Libre Descontado	29	214	197	174	172	2.214

€m	
Valor presente del período discreto	786
Valor Terminal	2.214
Valor presente beneficio fiscal de la amortización posterior a los 5 años de proyección ⁽²⁾	71
Impuestos diferidos	174
Enterprise Value (Plan de Negocio)	3.245
Enterprise Value / EBITDA LTM - Dec23 ⁽³⁾	10,0x
Enterprise Value / EBITDA LTM - Sep24 ⁽⁴⁾	9,1x

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	VT
Crecimiento de ventas	8,7%	6,4%	3,2%	1,5%	1,8%	2,0%
Margen EBITDA	16,2%	17,6%	18,1%	18,0%	18,1%	18,1%
D&A sobre Ventas	(4,9%)	(5,0%)	(5,2%)	(5,5%)	(5,6%)	(5,0%)
CAPEX sobre Ventas	(6,4%)	(5,9%)	(5,6%)	(6,0%)	(5,5%)	(5,0%)

WACC ⁽⁷⁾	
Coste de los recursos propios	
Tasa libre de riesgo	3,5%
Beta desapalancada	1,18
D/E (valor de mercado)	47,9%
Tasa impositiva	26,8%
Beta apalancada	1,27
Prima de riesgo de mercado	5,9%
Coste de los recursos propios (Ke)	11,0%

Coste de la deuda	
Coste base	3,0%
Diferencial de deuda	2,6%
Coste de la deuda antes de impuestos (Kd)	5,6%
Tasa impositiva	26,8%
Coste de la deuda después de impuestos (Kd)	4,1%
Deuda	9,1%
Recursos propios	90,9%
WACC (%)	10,4%

Notas: (1) Para más información sobre el tipo impositivo aplicado, ver Anexo IV (2) Para más información, ver Anexo V. (3) El múltiplo de 10,0x se obtiene de dividir el valor de la empresa (Enterprise Value) de 3.245€ millones entre el EBITDA del año 2023 equivalente a 323€ millones. Ver anexo XIV para más información. (4) El múltiplo de 9,1x se obtiene de dividir el valor de la empresa (Enterprise Value) de 3.245€ millones entre el EBITDA LTM de septiembre de 2024 equivalente a 356€ millones. (5) Este importe equivale a: (i) la ejecución de compra de un activo en alquiler para ser vendido posteriormente; (ii) la devolución de un préstamo más intereses tras la finalización de un hotel en concesión en diciembre de 2023; (iii) la indemnización recibida por la terminación anticipada de un contrato de alquiler por parte del propietario; y (iv) la venta de un hotel en el año 2025. (6) Costes legales y otros. (7) La tasa de descuento se muestra a efectos ilustrativos.

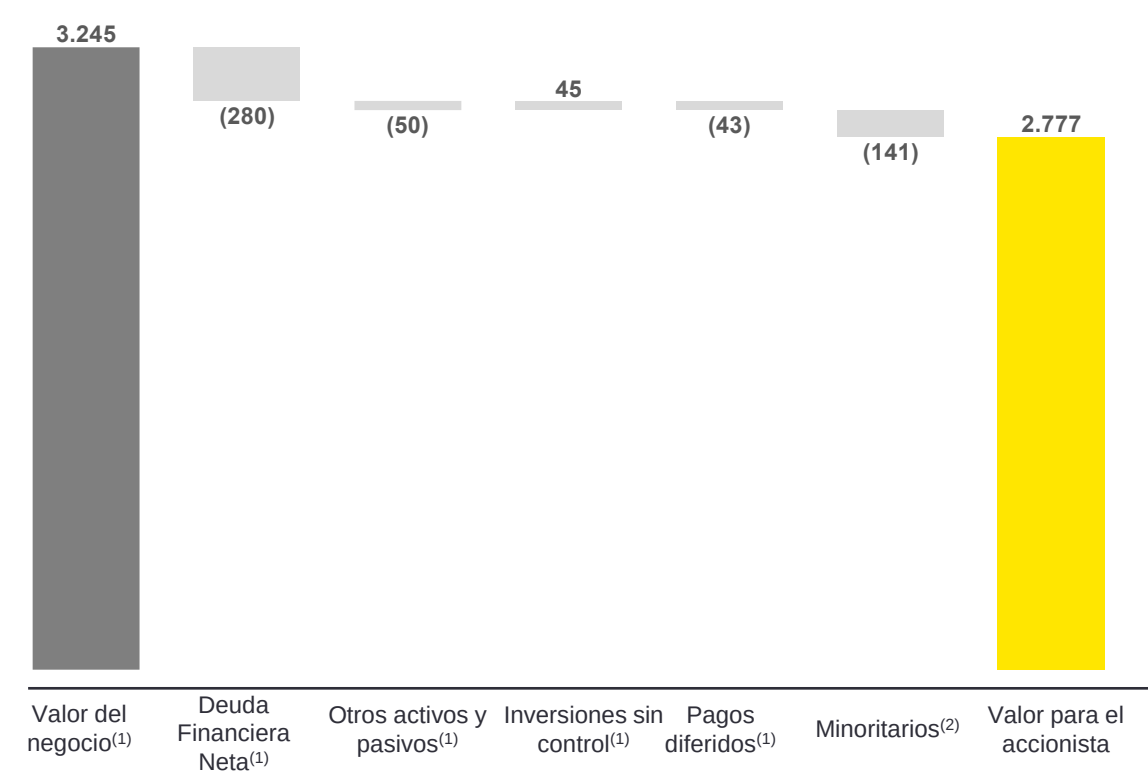
Fuente: Análisis de EY e información proporcionada por la Compañía

1. Método de Descuento de Flujos de Caja

1.16 Análisis de valor

Equity Value (valor del patrimonio) A continuación, se presenta un desglose ilustrativo que muestra los ajustes realizados para calcular el Equity Value a partir del Enterprise Value resultante del DCF.	WACC ponderado (Para más detalle ver Anexo II) 10,4%	Número de Acciones (excluida autocartera) 435,7 millones	Rango de valor €5,88 - €6,97
--	--	--	---

Desglose del cálculo del punto medio del rango de valor estimado de las acciones de Minor Hotels Europe & Americas S.A. (millones de euros)



Minoritarios

La Compañía tiene reconocido en su balance una partida de Intereses Minoritarios que refleja la participación que no posee en ciertas empresas del Grupo. Como parte de nuestro ejercicio, hemos calculado el valor razonable de dichos intereses minoritarios, con el fin de determinar el valor para los accionistas del porcentaje de propiedad que les corresponde. Debido a que el Enterprise Value de la Compañía se ha calculado sobre el 100% de los flujos generados por todas las sociedades del Grupo, se ha realizado una estimación del valor de la participación minoritaria como se indica a continuación:

- 1 Cálculo del múltiplo implícito de la valoración total de la Compañía sobre el EBITDA consolidado de 2023.
- 2 Para cada una de las compañías donde el Grupo no posee el 100% de participación, se ha determinado el porcentaje de EBITDA que le corresponde a los minoritarios de acuerdo con su participación.

Se ha aplicado el múltiplo implícito de la valoración a cada uno de los EBITDAs correspondientes a las participaciones minoritarias que no sean propiedad del Grupo. La suma de estos importes, descritos anteriormente, se corresponde con el valor atribuible a los minoritarios. Para más información ver Anexo VI.

Notas: (1) Para más información, ver anexo VI hasta anexo X. (2) Para más información, ver anexo VI.
Fuente: Análisis de EY e información proporcionada por la Compañía

1. Método de Descuento de Flujos de Caja

1.16 Análisis de valor

Sensibilización de Enterprise Value (millones de euros)

Tasa	Crecimiento largo plazo		
	1,8%	2,0%	2,3%
	9,8%	3.363	3.437
	10,3%	3.180	3.245
	10,8%	3.018	3.074

Análisis de sensibilidad al Descuento de Flujos de Caja

EY ha realizado un análisis de sensibilidad a los principales parámetros de la valoración con el fin de concluir con un rango de valor razonable del Enterprise Value de Minor Hotels Europe & Americas. Los motivos de concluir con un rango en lugar de con un único valor son los siguientes:

- ▶ Las proyecciones financieras del Escenario Base incorporan incertidumbres en su cumplimiento, inherentes a cualquier ejercicio de proyección. Podrían desviarse tanto por encima como por debajo del plan, por ejemplo, con un número menor de aperturas de las previstas o con menos éxito del esperado en alcanzar los niveles de rentabilidad propuestos.
- ▶ Para recoger adecuadamente las diferentes posibles evoluciones del negocio, es habitual realizar una sensibilidad a la tasa de crecimiento a largo plazo. La tasa de crecimiento a largo plazo se puede ver afectada por factores externos como la competencia, el entorno económico, cambios en regulaciones, entre otros; también se puede ver afectada por factores internos como la eficiencia operativa, capacidad de gestión o innovación y otros factores que puedan influir en su capacidad para mantener y aumentar su participación de mercado. Al aumentar o disminuir dicha tasa de crecimiento según la tabla de la izquierda, el rango de valoración recoge implícitamente crecimientos previstos por encima o por debajo de lo establecido en el Escenario Base.
- ▶ Asimismo, la tasa de descuento es un parámetro que pretende medir el retorno que el mercado exigiría de una inversión de similar riesgo a la que presenta la Compañía en su Escenario Base. Con el fin de recoger las diferentes percepciones de riesgo que podrían tener distintos inversores sobre los flujos proyectados de la Compañía, hemos realizado un análisis de sensibilidad a la tasa de descuento.
- ▶ El impacto de ambas sensibilidades en el Enterprise Value de Minor Hotels Europe & Americas se muestra en la tabla de la izquierda.

Fuente: Análisis de EY, información proporcionada por la Compañía

1. Método de Descuento de Flujos de Caja

1.16 Análisis de valor

Equity Value de Minor Hotels Europe & Americas según el Descuento de Flujos de Caja (millones de euros) ⁽¹⁾

€m	Rango bajo	Rango alto
Total Enterprise Value DCF	3.018	3.515
(-) Deuda	(472)	(472)
(+) Caja	192	192
(-) Deuda Financiera Neta	(280)	(280)
(+/-) Otros activos y pasivos	(50)	(50)
(+) Inversiones sin control	45	45
(-) Minoritarios	(131)	(152)
(-) Pagos diferidos	(43)	(43)
Equity Value	2.560	3.036
Número de acciones (millones) ⁽³⁾	436	436
Valor por acción	5,88	6,97

Conclusión

De acuerdo con las hipótesis antes mencionadas y con base en un análisis de sensibilidad a la tasa de descuento (WACC) de +/- 0,5% y a la tasa de crecimiento a perpetuidad (g) de +/- 0,25%, basado en el Escenario Base realizado por la Dirección, concluimos que el **valor de las acciones de MHEA** se encuentra entre **5,88 y 6,97** euros por acción, con un valor central de 6,37 euros.

EY considera el DCF como metodología de valoración principal en su análisis de valor, dado que es la metodología que mejor refleja la capacidad de la Compañía para generar efectivo en función del potencial crecimiento de su cartera de hoteles y presencia geográfica.

Notas: (1) Para más información, ver Anexo VI hasta Anexo X. (2) El rango de los minoritarios se ha estimado en función del múltiplo implícito resultante de la valoración sensibilizada a nivel Enterprise Value para el rango máximo y mínimo. (3) Número de acciones neto de autocartera.
Fuente: Análisis de EY e información proporcionada por la Compañía

2. Enfoque de Mercado

Compañías cotizadas comparables

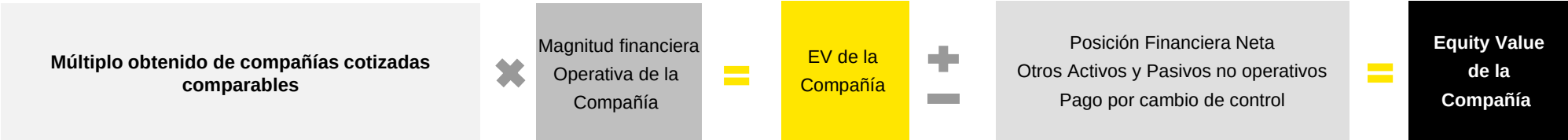
- 1 Descuento de Flujos de Caja
- 2 Múltiplos de compañías cotizadas comparables
- 3 Múltiplos de transacciones comparables
- 4 Valor teórico contable
- 5 Cotización media ponderada
- 6 Valor liquidativo
- 7 Valor de la contraprestación anterior

2. Enfoque de Mercado

Compañías cotizadas comparables

Enfoque de mercado – Múltiplos de compañías cotizadas comparables

El Enfoque de Mercado mediante múltiplos de compañías cotizadas comparables se basa en el concepto de que el valor de una compañía o negocio puede ser estimado con el múltiplo de valoración de una muestra de compañías cotizadas comparables. Una vez obtenido el múltiplo estimado, este ha de ser multiplicado por la magnitud financiera u operativa correspondiente para obtener el Enterprise Value o EV. El valor de la posición financiera neta, así como otros activos y pasivos no operativos y otros ajustes, en su caso, han de ser sumados o sustraídos del EV para obtener una indicación del valor de mercado de las acciones de las compañías (Equity Value).



En el marco de la valoración, EY ha analizado el método de múltiplos de compañías cotizadas comparables. Los múltiplos de valoración son calculados de acuerdo con datos operativos de compañías cotizadas comparables. Estos múltiplos proporcionan una indicación sobre cuanto estaría dispuesto a pagar un inversor conocedor en el mercado por la Compañía. Los múltiplos son aplicados a los datos operativos de la compañía a valorar para llegar a un Enterprise Value.

Notas: (1) Para el caso de compañías cotizadas comparables se ajustaron los múltiplos pre NIIF 16.
Fuente: Análisis de EY.

2. Enfoque de Mercado

Compañías cotizadas comparables

Enfoque de mercado – Múltiplos de compañías cotizadas comparables

Para la aplicación de esta metodología, se ha de seleccionar un múltiplo de valoración y un conjunto de compañías comparables.

1 Análisis de los múltiplos de compañías cotizadas seleccionadas

Para realizar el análisis de valor EY ha considerado los siguientes múltiplos para su utilización: EV/Ingresos; EV/EBITDA; EV/EBIT; y Price/Earnings. Finalmente se ha considerado adecuada la aplicación del múltiplo EV/EBITDA, para mayor información ver páginas 61 y 62; además, para mayor detalle de cada uno de los múltiplos, ver Anexo XII.

EY ha analizado el EV/EBITDA para cada compañía comparable seleccionada a partir de presentaciones corporativas, cuentas anuales y otra información pública. Como se detalla en el Anexo XII, EY ha excluido el impacto de la NIIF 16, es decir, se ha excluido del cálculo del Enterprise Value la deuda contraída por los arrendamientos, y se ha incluido en el EBITDA como gasto operativo por el pago anual por rentas. Para ello, se ha utilizado la información financiera reportada por las compañías comparables con la última información disponible a la Fecha de Valoración.

Para el cálculo del EBITDA de las comparables, se han realizado dos análisis, uno a 31 de diciembre de 2023 y otro con la última información disponible de cada una de las compañías comparables. Para más información ver página 62.

2 Criterios de selección de compañías cotizadas

Para la selección de las compañías comparables EY ha realizado una selección de compañías comparables del sector hotelero teniendo en cuenta los siguientes criterios:

- ▶ **Capitalización bursátil:** solamente se han considerado aquellas compañías con una capitalización bursátil mínima, en aras de encontrar comparabilidad con el tamaño de MHEA.
- ▶ **Presencia geográfica:** se ha realizado una selección de una muestra comparables de cadenas, principalmente en países Europeos, con el fin de reflejar la presencia geográfica de MHEA.
- ▶ **Portfolio o modelo del negocio:** se han estudiado compañías cuyo negocio este expuesto a la operación de hoteles, aquellos cuya tipología de contrato incluya hoteles en propiedad, alquiler y gestión.

Para más información sobre la muestra de compañías analizada ver Anexo I.

2. Enfoque de Mercado

Compañías cotizadas comparables

Múltiplos de compañías cotizadas comparables de Minor Hotels Europe & Americas seleccionados

A continuación, se muestra la justificación del múltiplo analizado:

Múltiplo	Selección	Descripción
EV / Ingresos		EV/Ingresos analiza el valor de negocio de una compañía mediante su cifra de ingresos. La utilización de este múltiplo no tiene en cuenta la rentabilidad de las compañías mediadas a través del margen. El múltiplo EV/Ingresos puede ser un buen múltiplo de valoración para las compañías de reciente creación que no han alcanzado márgenes positivos, sin embargo, para las empresas que se encuentran en las fases posteriores (estabilidad o madurez), EY ha considerado que los múltiplos que incorporan el margen generado son más adecuados. Como consecuencia de lo anteriormente, EY ha descartado este múltiplo para su análisis.
EV / EBITDA ⁽¹⁾		EV/EBITDA analiza el valor de negocio de una compañía incorporando el beneficio generado, mediante EBITDA. Este múltiplo, por lo tanto, tiene en consideración la eficiencia en los costes operativos y no está sesgado por el potencial impacto de políticas contables de amortización. EY ha considerado este múltiplo como referencia de valor. De igual forma, el múltiplo EV/EBITDAR ha sido considerado en nuestro análisis, pero a causa de los diferentes tipos de portfolios de las compañías comparables, se han obtenido resultados con una dispersión mayor a la obtenida en el rango de valoración proporcionado por el EV/EBITDA, por lo tanto, EY ha considerado qué EV/EBITDA es más adecuado.
EV / EBIT		EV/EBIT analiza el valor de negocio de una compañía reflejando el valor del beneficio generado en términos de EBIT. Por regla general, el valor de las amortizaciones está impactado por la política contable elegida por la Dirección de la empresa y las normas de contabilidad en aplicación. Los importes de amortización en esta industria podrían variar significativamente dependiendo del portfolio de cada una de la Compañías (es decir, el mix entre activos en propiedad, alquiler, o gestión y franquicia); como consecuencia, por falta de comparabilidad entre el mix de activos en los diferentes comparables EY ha descartado este múltiplo para su análisis.

Notas: (1) En la construcción de los múltiplos, EY ha eliminado el impacto de la normativa NIIF 16.
Fuente: Análisis de EY.

2. Enfoque de Mercado

Compañías cotizadas comparables

Múltiplos de compañías cotizadas comparables de Minor Hotels Europe & Americas seleccionados

A continuación, se muestra la justificación del múltiplo analizado:

Múltiplo	Selección	Descripción
Price / Earnings		Price/Earnings analiza el valor de negocio de una compañía reflejando el valor de su beneficio neto. Cabe destacar que las razones que han llevado a EY a descartar el múltiplo EV/EBIT impactan también el múltiplo Price/Earnings. Además, este múltiplo está sesgado también por el gasto de intereses y el gasto fiscal de la empresa. Por lo tanto, la aplicación de este múltiplo no reflejaría el nivel de endeudamiento y la exposición fiscal de Minor Hotels Europe & Americas. EY, como consecuencia, ha descartado la aplicación de este múltiplo.

Múltiplo y métricas seleccionadas para el enfoque de mercado de compañías cotizadas comparables de MHEA

EY ha analizado el EV/EBITDA para cada compañía comparable seleccionada a partir de presentaciones corporativas, cuentas anuales y otra información pública.

Como se detalla en el Anexo XII, EY ha excluido el impacto de la NIIF 16, es decir, se ha excluido del cálculo del Enterprise Value la deuda contraída por los arrendamientos, y se ha incluido en el EBITDA como gasto operativo el pago anual por los mismos.

La información acerca de los impactos de la NIIF 16 se obtiene a través de información reportada por las Compañías comparables. Sin embargo, a Fecha de Valoración, no se dispone de información pública completa relativa a los arrendamientos. En consecuencia, EY ha considerado dos escenarios:

- El primer escenario considera la información del último cierre fiscal de las compañías comparables (en su mayoría, 31 de diciembre de 2023, con la excepción de Whitbread, cuyo cierre fiscal se reportó a 31 de marzo de 2024). El múltiplo obtenido de las comparables con esta premisa se ha aplicado sobre el EBITDA proforma del Grupo MHEA a cierre de 2023 para mantener la consistencia⁽¹⁾.
- El segundo escenario contempla, para el Grupo MHEA, el EBITDA LTM a Fecha de Valoración (Septiembre 2024 LTM). Para las comparables, en consecuencia, se ha utilizado de referencia la información financiera reportada a la fecha más cercana, en este caso, 30 de junio de 2024. La información a esta fecha es completa relativa a la NIIF 16, con la excepción de los “fixed lease payments” de Accor, Meliá, Dalata y PPHE. Por ello, debido a la falta de información reportada sobre este concepto, se ha considerado la cifra del último cierre fiscal.

Notas: (1) Para mayor detalle sobre los ajustes del EBITDA proforma, ver Anexo XIV.
Fuente: Análisis de EY.

2. Enfoque de Mercado

Compañías cotizadas comparables

Compañías cotizadas comparables de MHEA

A continuación, se muestra un detalle de la descripción de las compañías comparables cotizadas aplicadas a los filtros indicados en la página 60. Para más información sobre los criterios de comparabilidad, y la selección de los comparables⁽¹⁾, ver Anexo I.

Compañía	País	Descripción
Accor SA		Posee, opera, gestiona y franquicia alrededor de 5.445 hoteles en 110 países.
Scandic Hotels Group AB (publ)		Con sede en Suecia, opera y franquicia alrededor de 271 hoteles en el norte de Europa, bajo las marcas Scandic, Hilton, Holiday Inn, Crown Plaza e Indigo.
Whitbread plc		Opera alrededor de 880 hoteles y 439 restaurantes en el Reino Unido, Alemania e internacionalmente.
Meliá Hotels International, S.A.		Fundada en 1956, es propietaria, administradora, operadora, arrendataria y franquicia de cerca de 350 hoteles.
Dalata Hotel Group plc		Fundada en 2007, posee y explota 47 hoteles bajo las marcas Maldron Hotels, Clayton Hotels en Dublín, Irlanda Regional y Reino Unido.
PPHE Hotel Group Limited		Fundada en 1986, posee, desarrolla, alquila, opera y franquicia hoteles bajo las marcas Park Plaza, art’otel y Arena Campsites, así como Arena Hotels & Apartments.

2. Enfoque de Mercado

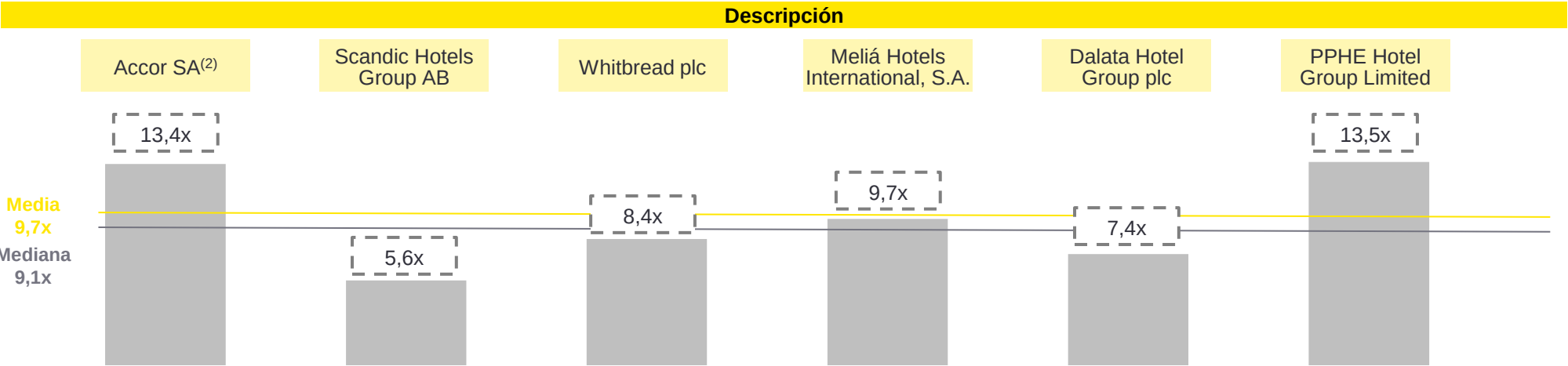
Compañías cotizadas comparables

Dec23

Sep24

Resultados de compañías comparables cotizadas a Fecha de Valoración:

El detalle del múltiplo EV/EBITDA⁽¹⁾ , con información reportada a 31 de diciembre de 2023, es como sigue:



En la tabla superior se puede apreciar una gran dispersión de los múltiplos obtenidos, que varían desde 5,6x hasta 13,5x. Esta dispersión entre compañías puede venir derivada por:

- Crecimiento del negocio:** Los múltiplos de las compañías cotizadas incorporan tanto el crecimiento estimado del mercado donde opera la compañía, que difiere debido a la diferente exposición geográfica de los comparables con respecto a MHEA, como los factores específicos de cada compañía que afecta su crecimiento (por ejemplo, la evolución de cuota de mercado y las diferencias en los hábitos de consumidores entre mercados). Al tener una exposición geográfica distinta el crecimiento de negocio esperado para las Compañías puede ser diferente. Por otra parte, la estrategia de cierres y rotación de activos de cada Compañía son particulares y poseen de igual modo un impacto directo en el crecimiento.
- Riesgo operacional:** se trata de la percepción de riesgo relacionado con que la compañía pueda no materializar las magnitudes financieras esperadas por el mercado. Adicionalmente, el mix del portfolio entre cadenas hoteleras no es idéntico entre ellas, lo que implica una diferencia en márgenes actuales y futuros entre las compañías que afecta a la cotización, y por lo tanto a los múltiplos de las compañías.
- Retorno exigido:** dado que las compañías seleccionadas operan en el sector de MHEA, se ha asumido que el riesgo sistemático (medido mediante el coeficiente Beta) no debería diferir entre las mismas. Sin embargo, la presencia geográfica puede impactar el retorno exigido, medido por la tasa libre de riesgo en cada país. Con lo cual, cada múltiplo de compañías comparables incorpora su propia tasa libre de riesgo. MHEA tiene un posicionamiento geográfico distribuido en 83% en Europa y 17% en América Latina, que no coincide con las compañías comparables. Para un análisis comparativo de las compañías comparables ver Anexo I.

Notas: (1) El EV y el EBITDA que componen el múltiplo se consideran pre NIIF 16. Se ha considerado la última información disponible reportada por cada una de las Compañías a Fecha de Valoración. (2) El EBITDA de Accor SA ha sido ajustado por la participación en beneficios de sociedades puestas en equivalencia y Joint Venture de la Compañía, que a diciembre de 2023 ascendía a €44m.
Fuente: Análisis de EY y bases de datos especializadas

2. Enfoque de Mercado

Compañías cotizadas comparables

Dec23

Sep24

Resultados de compañías comparables cotizadas a Fecha de Valoración:

El detalle del múltiplo EV/EBITDA⁽¹⁾, con la información a 30 de septiembre de 2024 con las limitaciones mencionadas en la página 62, es como sigue:



En la tabla superior se puede apreciar una gran dispersión de los múltiplos obtenidos, que varían desde 6,8x hasta 12,8x. Esta dispersión entre compañías puede venir derivada por:

- **Crecimiento del negocio:** Los múltiplos de las compañías cotizadas incorporan tanto el crecimiento estimado del mercado donde opera la compañía, que difiere debido a la diferente exposición geográfica de los comparables con respecto a MHEA, como los factores específicos de cada compañía que afecta su crecimiento (por ejemplo, la evolución de cuota de mercado y las diferencias en los hábitos de consumidores entre mercados). Al tener una exposición geográfica distinta el crecimiento de negocio esperado para las Compañías puede ser diferente. Por otra parte, la estrategia de cierres y rotación de activos de cada Compañía son particulares y poseen de igual modo un impacto directo en el crecimiento.
- **Riesgo operacional:** se trata de la percepción de riesgo relacionado con que la compañía pueda no materializar las magnitudes financieras esperadas por el mercado. Adicionalmente, el mix del portfolio entre cadenas hoteleras no es idéntico entre ellas, lo que implica una diferencia en márgenes actuales y futuros entre las compañías que afecta a la cotización, y por lo tanto a los múltiplos de las compañías.
- **Retorno exigido:** dado que las compañías seleccionadas operan en el sector de MHEA, se ha asumido que el riesgo sistemático (medido mediante el coeficiente Beta) no debería diferir entre las mismas. Sin embargo, la presencia geográfica puede impactar el retorno exigido, medido por la tasa libre de riesgo en cada país. Con lo cual, cada múltiplo de compañías comparables incorpora su propia tasa libre de riesgo. MHEA tiene un posicionamiento geográfico distribuido en 83% en Europa y 17% en América Latina, que no coincide con las compañías comparables. Para un análisis comparativo de las compañías comparables ver Anexo I.

Notas: (1) El EV y el EBITDA que componen el múltiplo se consideran pre NIIF 16. Se ha considerado la última información disponible reportada por cada una de las Compañías a Fecha de Valoración. (2) El EBITDA de Accor SA ha sido ajustado por la participación en beneficios de sociedades puestas en equivalencia y Joint Venture de la Compañía, que a diciembre de 2023 ascendía a €44m.
Fuente: Análisis de EY y bases de datos especializadas

2. Enfoque de Mercado

Compañías cotizadas comparables

Resultados de compañías cotizadas comparables (EV/EBITDA)

A pesar de que los múltiplos analizados son de empresas que operan en el sector de MHEA, la muestra de compañías presenta diferencias tanto en la tipología de hoteles operados, así como en su presencia geográfica y en el impacto en los márgenes y estimaciones de crecimiento futuras. Todo esto da como resultado diferentes rangos de cotización, causando así una notable dispersión del múltiplo.

A la hora de seleccionar el múltiplo de compañías comparables y teniendo en cuenta las diferencias con las compañías cotizadas comparables anteriormente mencionadas, hemos seleccionado de manera ilustrativa el múltiplo correspondiente a la media del múltiplo presentado por la selección de comparables. Para efectos de sensibilizar el rango de valor se ha utilizado un + / - 0,5x del múltiplo seleccionado.

EY ha seleccionado el mayor precio por acción obtenido en el análisis de los dos escenarios.

Teniendo en cuenta los factores presentados anteriormente relacionados con la falta de comparabilidad a nivel de tipología de hoteles operados y de presencia geográfica, consideramos que este método no es adecuado para nuestra conclusión de valor.

EV/EBITDA (€m)	Rango bajo	Valor central	Rango alto
Múltiplo EV/EBITDA	9,2x	9,7x	10,2x
EBITDA Dec23	323	323	323
Enterprise Value	2.971	3.132	3.294
(-) Posición financiera neta	(280)	(280)	(280)
(+/-) Activos / pasivos no operativos	(50)	(50)	(50)
(+) Inversiones sin control	45	45	45
(-) Pagos diferidos	(43)	(43)	(43)
(-) Valor atribuible a los minoritarios	(129)	(136)	(143)
Valor del negocio (Equity Value)	2.515	2.669	2.824
Número de acciones neto de autocartera	436	436	436
Precio	5,77	6,13	6,48

EV/EBITDA (€m)	Rango bajo	Valor central	Rango alto
Múltiplo EV/EBITDA	8,6x	9,1x	9,6x
EBITDA Sep24 LTM	356	356	356
Enterprise Value	3.068	3.246	3.424
(-) Posición financiera neta	(280)	(280)	(280)
(+/-) Activos / pasivos no operativos	(50)	(50)	(50)
(+) Inversiones sin control	45	45	45
(-) Pagos diferidos	(43)	(43)	(43)
(-) Valor atribuible a los minoritarios	(121)	(128)	(135)
Valor del negocio (Equity Value)	2.620	2.791	2.962
Número de acciones neto de autocartera	436	436	436
Precio	6,01	6,41	6,80

Conclusión

Como resultado de la aplicación del método de compañías comparables el rango que se obtendría sería de entre **€6,01** y **€6,80** por acción. Debido a la dispersión de los resultados y la falta de suficiente comparabilidad del mix de los modelos de negocio y su impacto en márgenes y cotización, este método **no es adecuado para nuestra conclusión de valor**.

3. Enfoque de Mercado

Transacciones comparables

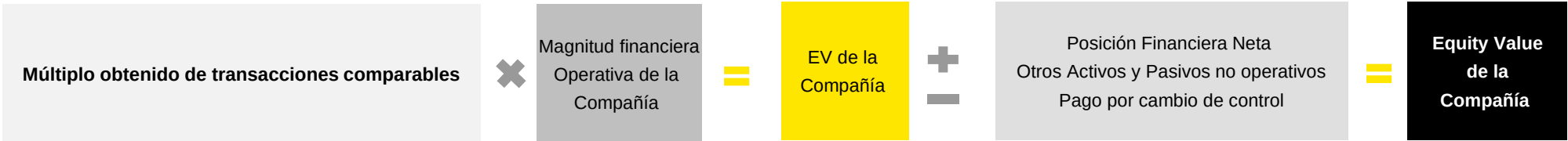
- 1 Descuento de Flujos de Caja
- 2 Múltiplos de compañías cotizadas comparables
- 3 Múltiplos de transacciones comparables
- 4 Valor teórico contable
- 5 Cotización media ponderada
- 6 Valor liquidativo
- 7 Valor de la contraprestación anterior

3. Enfoque de Mercado

Transacciones comparables

Enfoque de mercado – Múltiplos de transacciones comparables

El Enfoque de Mercado mediante método de múltiplos de mercado de Transacciones Comparables se basa en el concepto de que el valor de una compañía o negocio puede ser estimado mediante la utilización de un múltiplo de valoración obtenido de una muestra de transacciones comparables. Una vez obtenido el múltiplo estimado, este ha de ser multiplicado por la magnitud financiera u operativa correspondiente para obtener el Enterprise Value o EV. El valor de la posición financiera neta, así como otros activos y pasivos no operativos y otros ajustes, en su caso, han de ser sustraídos o sumados del EV para obtener una indicación del valor de mercado de las acciones de las compañías (Equity Value).



En el marco de la valoración EY ha analizado el método de múltiplos de transacciones similares. Los múltiplos de transacciones comparables de mercado indican fundamentalmente la relación existente entre el valor pagado por las acciones de una compañía en una transacción entre partes no vinculadas, y determinadas variables financieras u operativas de la empresa adquirida. Los múltiplos obtenidos se aplican a las variables de la empresa o negocio a valorar, obteniendo así una posible indicación de valor. Asumiendo que los mercados financieros son eficientes, los valores que se obtendrían de la aplicación de este método constituyen una buena aproximación del posible valor de la compañía a valorar, en la medida en la que esta se asemeje a aquellas transacciones seleccionadas en la muestra de comparación.

3. Enfoque de Mercado

Transacciones comparables

Enfoque de mercado – Múltiplos de transacciones comparables

1) Criterios de selección de las transacciones comparables

EY ha realizado una selección de transacciones, partiendo de la premisa principal de que la empresa adquirida se dedique a la operación, alquiler o gestión de hoteles. Para ello, se ha realizado una búsqueda, a través de investigación propia y de bases de datos especializadas, obteniendo una lista preliminar de transacciones del sector.

2) Análisis de los múltiplos de transacciones

Los criterios de selección se resumen en los siguientes puntos:

- ▶ Búsqueda, análisis y selección de transacciones recientes en las que la empresa adquirida operase dentro del sector hotelero.
- ▶ Solo se han considerado transacciones de cadenas hoteleras con un EBITDA superior a 100 millones.
- ▶ Para la fecha de transacción, EY se ha centrado en aquellas operaciones realizadas los últimos 7 años. Puede ser habitual la utilización de 5 años anteriores a la Fecha de Valoración, coincidiendo con la duración teórica de un ciclo económico. Sin embargo, con motivo del fuerte impacto que tuvo el COVID19 en este sector, se ha considerado un período adicional de 2 años para suplir la posible falta de transacciones durante este período.
- ▶ Disponibilidad de información financiera para obtener el múltiplo implícito EV/EBITDA al que fueron adquiridas cada una de las empresas seleccionadas (para mayor información sobre la justificación de la elección del múltiplo considerado; ver las páginas 60 a 62).

Cabe destacar que no ha habido transacciones desde el año 2020 que sean lo suficientemente comparables de grupos hoteleros con un tamaño y características similares. Asimismo, no se ha incorporado como comparable la transacción interna realizada por los activos de Brasil, debido a que no cumple los criterios de comparabilidad fijados anteriormente.

3. Enfoque de Mercado

Transacciones comparables

Resultados de múltiplos de transacciones comparables

A raíz de la búsqueda, EY ha seleccionado un total de 12 transacciones comparables, listadas a continuación en orden cronológico:

Target	Fecha	Descripción del target	Bidder	EV/EBITDA
The Dedic Anthology	18/04/2017	Empresa italiana que posee y explota una cadena de hoteles	Varde Partners, Inc.	15,2x
Restel Oy	21/06/2017	Empresa finlandesa que posee 43 hoteles con acuerdos de arrendamiento de largo plazo	Scandic Hotels Group AB	8,4x
Queens Bilderberg (Nederland) B.V.	03/08/2017	Empresa neerlandesa dedicada a la explotación hotelera	Event Hospitality Management Holding GmbH & Co KG; First Sponsor Group Limited	12,6x
FelCor Lodging Trust Incorporated	01/09/2017	Fondo de inversión inmobiliaria estadounidense que posee una cartera de hoteles	RLJ Lodging Trust	12,8x
La Quinta Holdings Inc.	31/05/2018	Fondo de inversión inmobiliaria estadounidense que posee una cartera de hoteles	CorePoint Lodging Inc	13,0x
AccorInvest Group SA	31/05/2018	Inversor, propietario y operador hotelero luxemburgués	GIC Private Limited; Public Investment Fund; Amundi SA; Credit Agricole Assurances SA; DigitalBridge Group, Inc.	12,0x
Minor Hotels Europe & Americas SA	22/10/2018	Empresa hotelera urbana, con presencia en Europa y América	Minor International	10,6x
Radisson Hospitality AB	13/11/2018	Empresa belga dedicada a la explotación hotelera	Consortium led by Jin Jiang International	7,5x
Orbis Hotel Group	23/01/2019	Cadena hotelera que posee 52 hoteles en Europa con sede en Polonia	Accor SA	9,1x
Radisson Hospitality AB	22/03/2019	Empresa belga dedicada a la explotación hotelera	Consortium led by Jin Jiang International	8,8x
Millennium & Copthorne Hotels Plc	12/09/2019	Operador británico hotelero	City Developments Limited	12,3x
Orbis Hotel Group	10/03/2020	Cadena hotelera que posee 52 hoteles en Europa con sede en Polonia	AccorInvest Group SA	8,5x

Fuente: Análisis de EY y bases de datos especializadas

3. Enfoque de Mercado

Transacciones comparables

Resultados de múltiplos de transacciones comparables (x)

Un detalle del múltiplo EV/EBITDA de las transacciones precedentes con un portfolio enfocado principalmente en activos de propiedad:



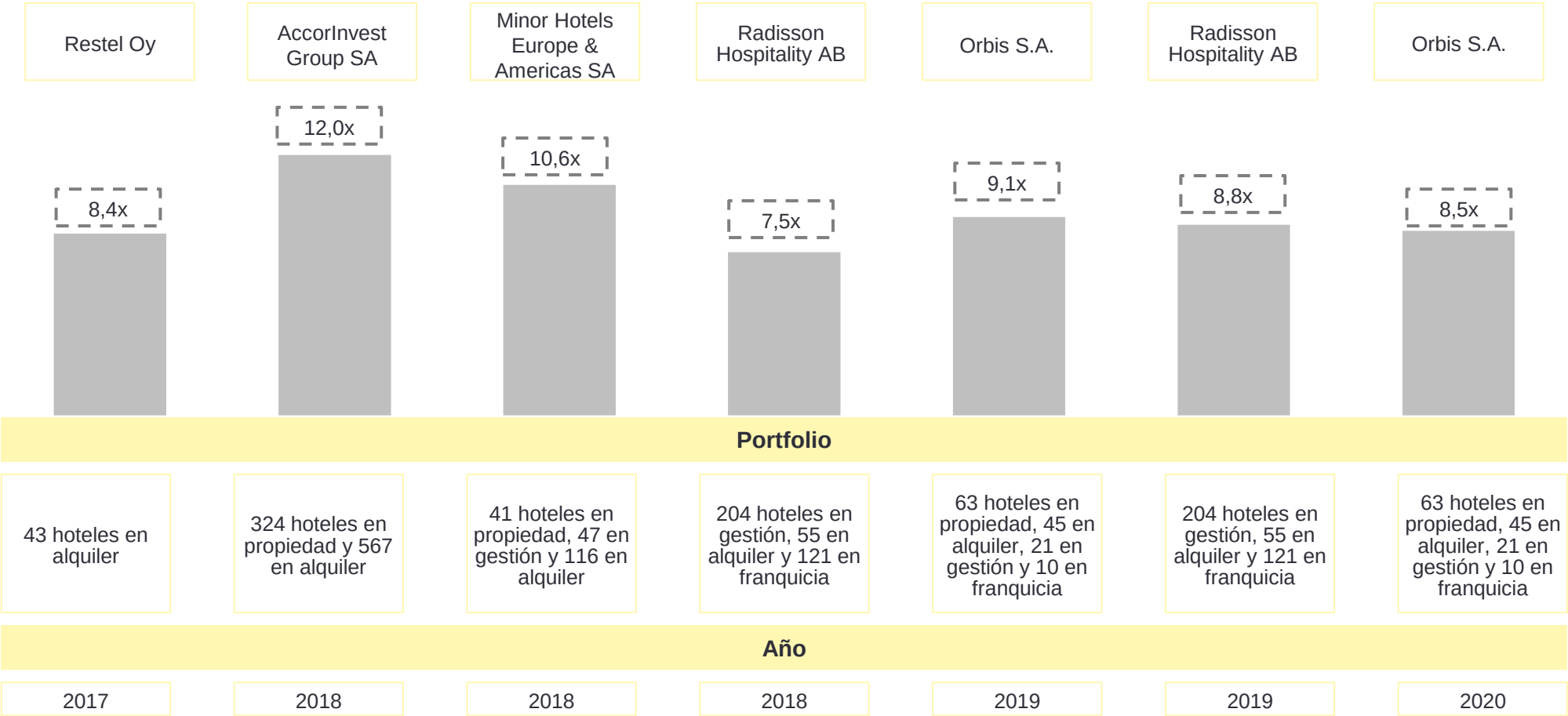
Fuente: Análisis de EY y bases de datos especializadas

3. Enfoque de Mercado

Transacciones comparables

Resultados de múltiplos de transacciones comparables (x)

Un detalle del múltiplo EV/EBITDA de las transacciones precedentes con un portfolio no enfocado en activos de propiedad:



Fuente: Análisis de EY y bases de datos especializadas

3. Enfoque de Mercado

Transacciones comparables

Resultados de múltiplos de transacciones comparables (EV/EBITDA):

Las compañías comparables adquiridas en los últimos años no tienen un portfolio asimilable en número de hoteles o a nivel operativo de la cartera a 31 de diciembre de 2023, al que presenta MHEA. Además, la presencia geográfica de las transacciones analizadas no es similar a la actual de Minor Hotels Europe & Americas.

Por otra parte, la misma diferencia de portfolio y presencia geográfica genera una notable dispersión de los múltiplos de las transacciones comparables, con un múltiplo máximo de 15,2x y un mínimo de 7,5x EV/EBITDA. Además de estas características, los múltiplos derivados de las transacciones incorporan expectativas del mercado y sinergias propias del adquiriente, que dificultan la comparabilidad entre los mismos. Por otra parte, dado que las compañías adquiridas suelen ser empresas privadas, y tras la operación, pueden fusionarse o integrarse en la estructura societaria de su comprador, se torna difícil llevar a cabo un análisis con el nivel de detalle necesario para poder comprobar la total comparabilidad de las compañías adquiridas con MHEA. Por último, de acuerdo con la información disponible, resulta difícil analizar los EBITDA utilizados para el cálculo implícito del múltiplo EV/EBITDA (por ejemplo, derivado de ajustes aplicados al EBITDA reportado), lo que impacta en última instancia en la fiabilidad del método.

Por todo lo anterior, consideramos que el enfoque de transacciones comparables no es adecuado para nuestra conclusión de valor.

No obstante, de manera ilustrativa, EY ha seleccionado la media de las transacciones, y en aras de establecer un rango de valor, se ha utilizado un +/- 0,5x sobre el punto medio.

Con respecto al EBITDA utilizado para la estimación de valor, se ha considerado el EBITDA proforma a fecha de 31 de diciembre de 2023, al ser, a nuestro entendimiento, la mejor estimación de EBITDA ajustado, y en aras de comparabilidad de las transacciones seleccionadas, que consideran el EBITDA de 2023 para el cálculo del múltiplo EV/EBITDA reportado. Para más información acerca de su construcción, ver anexo XIV.

EV/EBITDA (€m)	Rango bajo	Valor central	Rango alto
Múltiplo EV/EBITDA	10,4x	10,9x	11,4x
EBITDA Dec23	322,9	322,9	322,9
Enterprise Value	3.356,2	3.517,6	3.679,1
(-) Posición financiera neta	(279,6)	(279,6)	(279,6)
(+/-) Activos / pasivos no operativos	(49,6)	(49,6)	(49,6)
(+) Inversiones sin control	44,9	44,9	44,9
(-) Pagos diferidos	(42,8)	(42,8)	(42,8)
(-) Valor atribuible a los minoritarios	(145,4)	(152,4)	(159,4)
Valor del negocio (Equity Value)	2.883,6	3.038,1	3.192,5
Número de acciones neto de autocartera	435,7	435,7	435,7
Precio	6,62	6,97	7,33

Conclusión

Como resultado de la aplicación del método de compañías comparables se ha obtenido un rango entre **€6,62 y €7,33** por acción. Debido a la dispersión de los resultados y la falta de suficiente comparabilidad de los modelos de negocio, el resultado de este método **no es adecuado para nuestra conclusión de valor**.

4. Valor teórico contable

- 1 Descuento de Flujos de Caja
- 2 Múltiplos de compañías cotizadas comparables
- 3 Múltiplos de transacciones comparables
- 4 Valor teórico contable
- 5 Cotización media ponderada
- 6 Valor liquidativo
- 7 Valor de la contraprestación anterior

4. Valor teórico contable

Valor teórico contable – Consolidado e Individual

El Valor Teórico Contable (VTC) se define como un método de valoración en el que se utiliza el valor del patrimonio neto, excluyendo las participaciones minoritarias, para estimar el valor de la compañía.

Una vez calculado el valor del patrimonio neto, este se divide entre el número total de acciones en circulación descontando las acciones en autocartera de la Compañía para calcular el VTC por acción.

Para la aplicación de este método de valoración, se han utilizado:

- i. Los estados financieros auditados a 31 de diciembre de 2023 de Minor Hotels Europe & Americas, tanto a nivel consolidado como individual.
- ii. Los estados financieros consolidados no auditados a 30 de septiembre de 2024.

Como se puede comprobar en la tabla adyacente, el precio por acción obtenido por los estados individuales es mayor que el precio derivado de los estados financieros consolidados. La variación principal se encuentra en la partida de “Resultados de Ejercicios Anteriores”.

En el balance consolidado esta partida incorpora los resultados de ejercicios anteriores de la sociedad matriz, así como las ganancias/pérdidas acumuladas del resto de sociedades incluidas en el perímetro de consolidación, que a nivel consolidado deterioran el patrimonio del grupo en 777,9 a diciembre de 2023 y 693,5 a septiembre de 2024.

La diferencia entre los Estados Financieros viene derivada de que en los balances consolidados se registran las pérdidas y ganancias contables, mientras que en el balance individual las inversiones en empresas del grupo y asociadas están registradas a coste, y el deterioro y su posterior impacto en los resultados del ejercicio depende del ejercicio de los test de deterioro desarrollados por el Grupo.

Por otra parte, se observa un menor importe en la cuenta de reservas en el balance consolidado, derivado de los resultados negativos explicados en el párrafo anterior. Por último, el consolidado también recoge diferencias de conversión negativas no registradas en el balance individual.

El VTC calculado asciende a 2,20€/acción en el ejercicio consolidado de 31 de diciembre de 2023, así como a 2,45€/acción en 30 de septiembre de 2024. Con el

balance individual a cierre de 2023, se concluiría de 5,13€/acción. EY ha seleccionado el mayor precio por acción obtenido, sin embargo, esta metodología, estática, considera los activos y pasivos en un momento específico, sin tomar en consideración factores externos, por ejemplo, la valoración del mercado, o las perspectivas de crecimiento de la empresa.

€k	Individual 31/12/2023	Consolidado 31/12/2023	Consolidado 30/09/2024
Capital social	871.491	871.491	871.491
Prima de emisión	848.394	776.452	776.452
Reservas	531.776	109.791	113.769
Acciones propias	(356)	(356)	(391)
Resultados de ejercicios anteriores	(54.783)	(777.918)	(693.461)
Diferencia de conversión	-	(150.652)	(138.701)
Resultado del ejercicio	39.776	128.124	145.763
Participaciones no dominantes	-	52.790	59.364
Valor Patrimonio Neto	2.236.298	1.009.722	1.134.286
(-) Participaciones no dominantes	-	(52.790)	(59.364)
Valor Teórico Contable	2.236.298	956.932	1.074.922
Número de acciones	435.746	435.746	435.746
Acciones autocartera	(88)	(94)	(94)
Número de acciones neto de autocartera	435.658	435.652	435.652
Precio (€/acción)	5,13	2,20	2,47

Conclusión

Como resultado de la aplicación del método de valor teórico contable de los estados financieros individuales a diciembre de 2023, el Equity Value resultante sería de **€5,13** euros por acción.

EY considera que el Valor teórico contable es un método de valoración que no refleja el valor de mercado de una empresa, por lo que el resultado de este método **no es adecuado para nuestra conclusión de valor.**

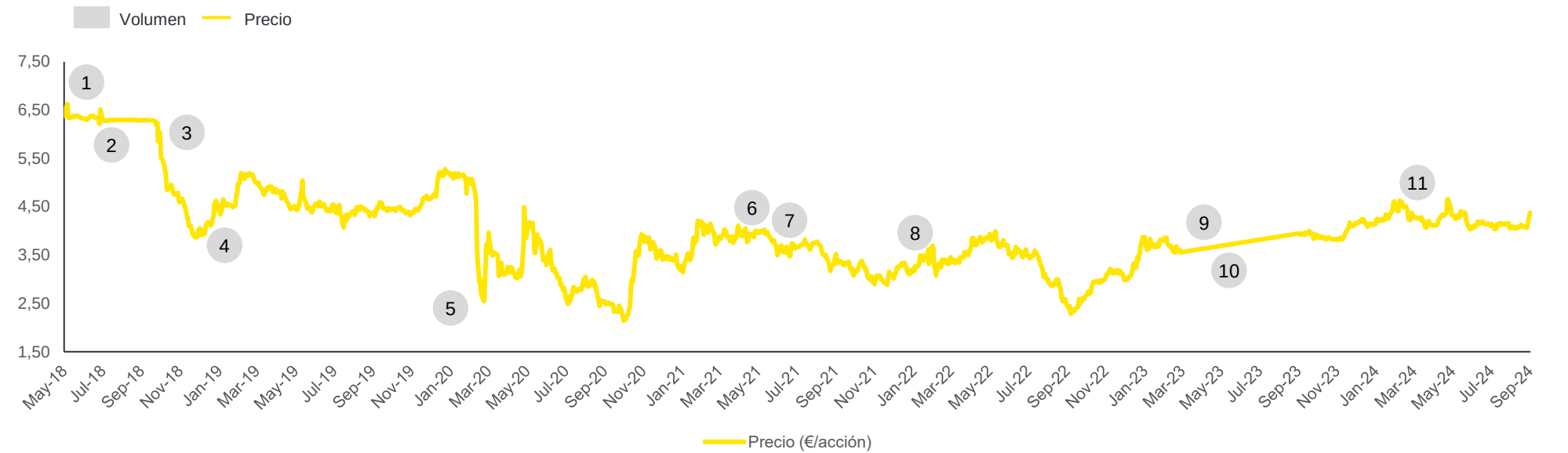
5. Cotización media ponderada

- 1 Descuento de Flujos de Caja
- 2 Múltiplos de compañías cotizadas comparables
- 3 Múltiplos de transacciones comparables
- 4 Valor teórico contable
- 5 Cotización media ponderada
- 6 Valor liquidativo
- 7 Valor de la contraprestación anterior

5. Cotización media ponderada

Cotización media ponderada

EY ha analizado la evolución de la cotización de Minor Hotels Europe & Americas desde 2018 con el fin de observar los principales indicadores que han impactado sobre el precio de la acción.



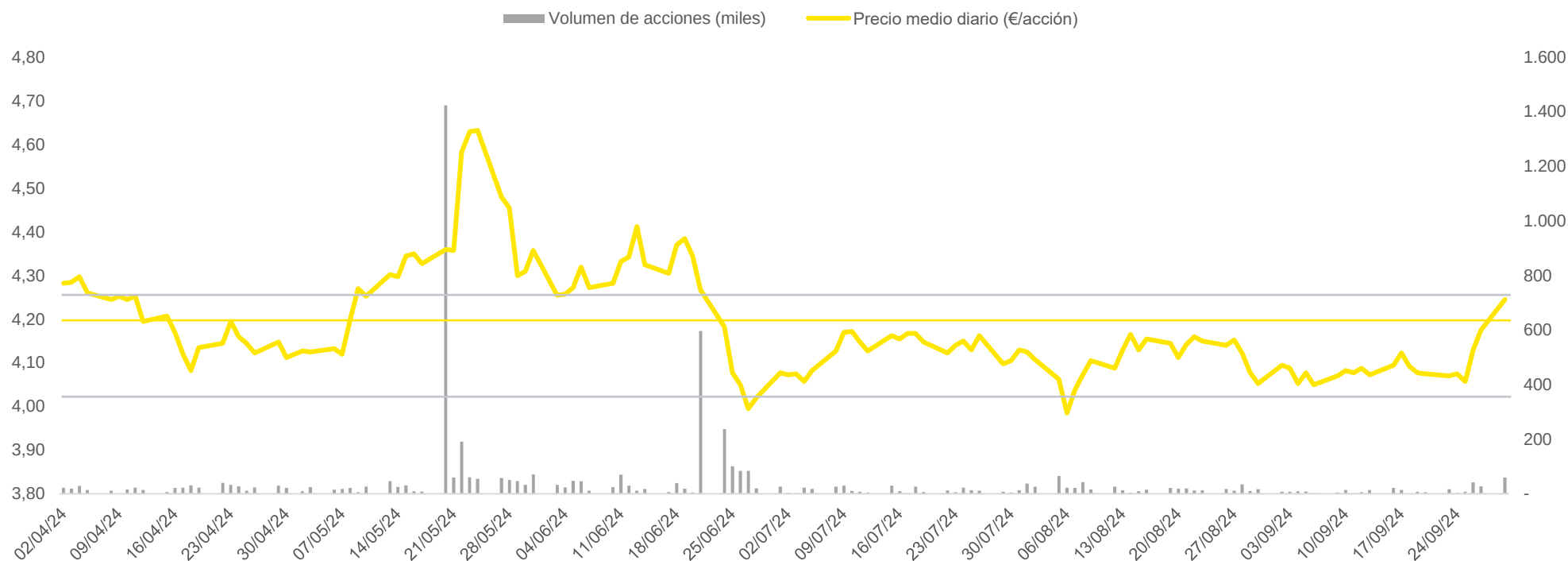
Fuente: Análisis de EY y bases de datos especializadas y Bolsa de Madrid

5. Cotización media ponderada

Cotización media ponderada

Según el artículo 10 del RD 1066/2007, se debe considerar la cotización media ponderada durante los seis meses inmediatamente anteriores al anuncio de la oferta pública de adquisición. Para ello EY ha realizado un análisis sobre la cotización media ponderada por el volumen de acciones, de Minor Hotels Europe & Americas en los 6 meses anteriores a la publicación de la oferta, de acuerdo con el Real Decreto, utilizando como referencia la fecha de 30 de septiembre de 2024. La cotización media ponderada del último semestre ha sido de 4,27 euros por acción, tomando en consideración (i) el precio medio diario de la cotización, ponderado por (ii) el volumen de acciones en circulación.

La evolución del precio por acción en el último semestre es estable, registrándose el precio medio diario en niveles de 4,28 €/acción el 2 de abril de 2024, y alcanzando los 4,25€ a 30 de septiembre de 2024.



Notas: (1) Obtenido según la European Securities and Markets Authority ESMA Registers, en su "Transparency Calculation Results for Equity instruments"

Fuente: Análisis de EY y bases de datos especializadas y Bolsa de Madrid

5. Cotización media ponderada

Cotización media ponderada

Según establece el artículo 1 del Reglamento Delegado (UE) 2017/567, “a efectos del artículo 2 apartado 1, punto 17 letra b) del Reglamento (UE) nº 600/2014, se considerará que una acción negociada diariamente tiene un mercado líquido cuando se cumplan las siguientes condiciones:

- 1 Que el capital flotante de la acción sea:
 1. Igual o superior a 100.000.000 EUR, en el caso de las acciones admitidas a negociación en un mercado regulado.
 2. Igual o superior a 200.000.000 EUR, en el caso de las acciones negociadas en sistemas multilaterales de negociación (SMN).

“A efectos del apartado 1, letra a) el capital flotante de una acción se calculará multiplicado el número de acciones en circulación por el precio por acción, excluidas las participaciones individuales en la acción que excedan del 5% de los derechos de voto totales del emisor, a menos que dichas participaciones estén en manos de organismos de inversión colectiva o fondos de pensiones. Los derechos de voto se calcularán por referencia al número total de acciones que correspondan dichos derechos, con independencia, en su caso, de la suspensión del ejercicio del derecho de voto.”

- 2 Que el número medio de operaciones con la acción sea igual o superior a 250
- 3 Que el efectivo medio diario negociado en relación con la acción sea igual o superior a 1.000.000 EUR.”

En su análisis, EY ha calculado los siguientes datos relativos a la cotización de Minor Hotels Europe & Americas:

- El capital flotante del grupo a Fecha de Valoración es de 4,1%.
- El volumen medio de acciones negociadas realizadas es muy bajo, siendo el número de acciones medias diarias en los últimos 6 meses de 41.303. Siendo la rotación de las acciones 0,01%, claramente por debajo de las ratios de las compañías que cotizan en el mercado español.

Teniendo en cuenta los cálculos realizados por EY y los últimos datos publicados de las acciones del grupo MHEA por el ESMA⁽¹⁾, el cual determina que las acciones del grupo son ilíquidas, EY ha considerado que la aplicación de esta metodología no es representativa para el cálculo de su valor razonable.

Conclusión

La cotización media ponderada del semestre anterior al anuncio de la OPA es de 4,27 euros por acción.

Al ser inferior al rango de valor concluido por otras metodologías, EY considera que el resultado de este método **no es adecuado para nuestra conclusión de valor** y, en consecuencia, no se ha incluido esta referencia de valor dentro de nuestra conclusión de valor.

Notas: (1) Obtenido según la European Securities and Markets Authority ESMA Registers, en su "Transparency Calculation Results for Equity instruments"

Fuente: Análisis de EY y bases de datos especializadas y Bolsa de Madrid

6. Valor liquidativo

- 1 Descuento de Flujos de Caja
- 2 Múltiplos de compañías cotizadas comparables
- 3 Múltiplos de transacciones comparables
- 4 Valor teórico contable
- 5 Cotización media ponderada
- 6 Valor liquidativo
- 7 Valor de la contraprestación anterior

6. Valor liquidativo

Valor liquidativo

Este método de valoración refleja el valor de una empresa en una situación de disolución y cese definitivo de las actividades, en un proceso de venta de sus activos y cancelación de sus deudas, teniendo en consideración las plusvalías y/o minusvalías latentes, así como las contingencias que pudieran existir.

El valor liquidativo se considera que representaría un valor menor para la Compañía, debido a que una liquidación de la Compañía iría acompañada de una serie de costes de liquidación (como los costes laborales derivados de los despidos de sus empleados, entre otros). Asimismo, la liquidación de la Compañía plantearía un escenario de venta forzosa, el cuál exigiría que la venta de los activos se llevara a cabo de forma acelerada, por lo que sería necesario aplicar un descuento adicional al valor de los activos implícito en cualquier otro método de valoración. Adicionalmente, cualquier venta acelerada tendría como efecto adicional la pérdida de la aplicabilidad de parte del crédito fiscal generado por las pérdidas acumuladas por el Grupo.

Conclusión

EY considera que de la aplicación del valor liquidativo del grupo resulta un valor significativamente inferior al del resto de metodologías y no es apropiado en un contexto de creación de valor. Por tanto, **se descarta su cálculo y adecuación para el objetivo descrito.**

7. Valor de la contraprestación anterior

- 1 Descuento de Flujos de Caja
- 2 Múltiplos de compañías cotizadas comparables
- 3 Múltiplos de transacciones comparables
- 4 Valor teórico contable
- 5 Cotización media ponderada
- 6 Valor liquidativo
- 7 Valor de la contraprestación anterior

7. Valor de la contraprestación anterior

Valor de la contraprestación anterior

El artículo 10.5 del RD 1066/2007 establece que la contraprestación ofrecida con anterioridad, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el año precedente a la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión de cotización, debe ser considerada como uno de los métodos de valoración incluidos en el artículo 10.5 del RD 1066/2007.

No ha existido ninguna oferta pública de adquisición sobre MHEA que se haya materializado en el periodo perceptivo.

A pesar de no ser considerado como una OPA, el 8 de mayo de 2023 MINT hizo pública a través de su página web, la decisión de iniciar un proceso de compra a precio de mercado de acciones de MHEA durante un plazo de 30 días. Como consecuencia, las adquisiciones de acciones en el marco de dicho proceso de compra MHG alcanzó un volumen del 1,8% del capital, no superando en ningún caso el precio de 4,50€/acción.

Conclusión

No se considera el valor de la contraprestación anterior como metodología de valoración, ya que no ha existido ninguna oferta pública de adquisición sobre MHEA que se haya materializado en el periodo indicado.

Fuente: Análisis de EY.

6

Conclusión

Resultados de la valoración

85

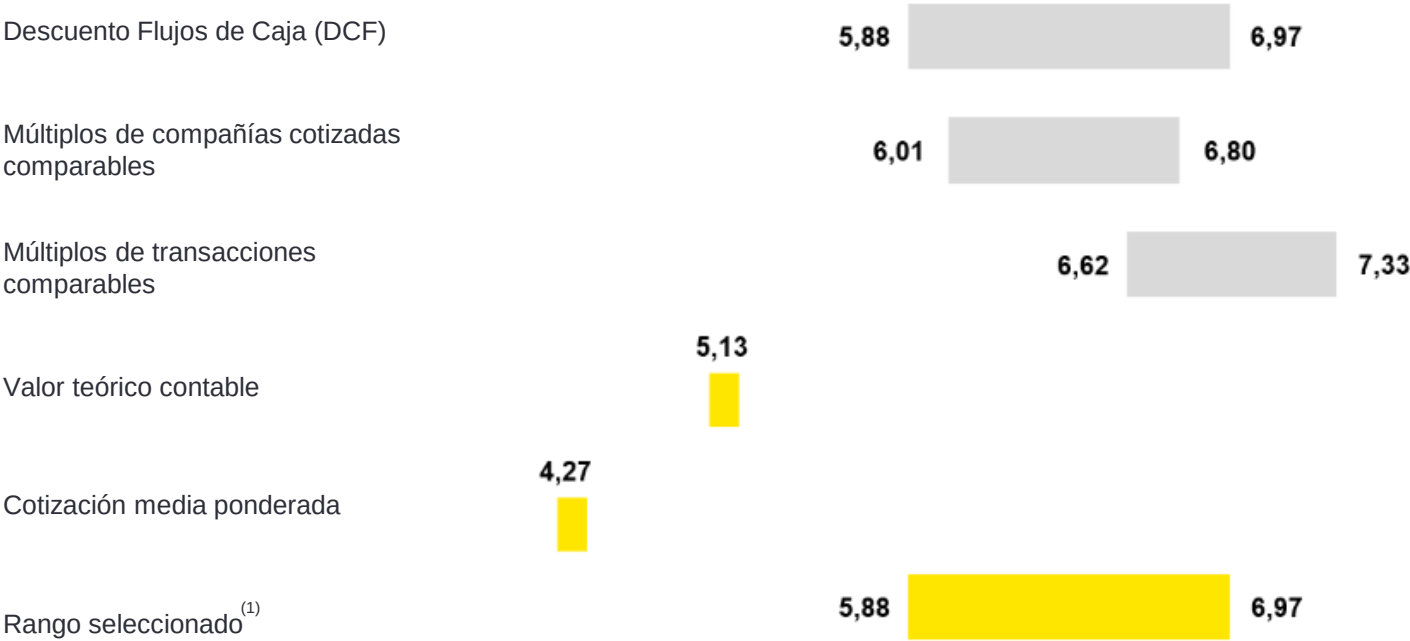
Resultados de la valoración

Conclusión

EY considera el DCF como metodología de valoración principal, concluyendo con un rango de valor entre 5,88 y 6,97 euros por acción para las acciones de MHEA .

Atendiendo al artículo 10.6 del RD 1066/2007, a la Compañía y el sector en el que opera, teniendo en cuenta el propósito de la valoración, el contexto y objetivo de nuestro trabajo, consideramos que la metodología que mejor recoge los factores intrínsecos del Minor Hotels Europe & Americas es el Descuento de Flujos de Caja basado en el Escenario Base de la Compañía. El rango de valor por la metodología de DCF captura la variación de riesgo de los flujos a través del WACC y la capacidad de crecimiento de la operación a través de la tasa de crecimiento de largo plazo.

Resultados de la valoración



Fuente: Análisis de EY

7

Anexos

Anexo I: Compañías Cotizadas Comparables	87	Anexo IX: Inversiones sin control	109
Anexo II: Coste Medio Capital Ponderado (WACC)	96	Anexo X: Detalle de Impuestos diferidos	110
Anexo III: Detalle del Capital Circulante	102	Anexo XI: Cuenta de pérdidas y ganancias histórica y proyecciones consolidadas	112
Anexo III: Detalle del Capital Circulante	103	Anexo XII: Compañías Cotizadas Comparables	113
Anexo IV: Detalle de tipo impositivo ponderado	104	Anexo XIII: Resumen de KPIs	115
Anexo V: Escudo fiscal durante período terminal	105	Anexo XIV: EBITDA	116
Anexo VI: Valoración de los Minoritarios	106	Anexo XV: Análisis de valor Escenario de Expansión	117
Anexo VII: Detalle Posición Financiera Neta	107		
Anexo VIII: Detalle de Otros Activos y Pasivos no Operativos	108	Glosario	118

Anexo I: Compañías Cotizadas Comparables (1/9)

Criterios de selección compañías cotizadas comparables

EY ha empleado bases de datos especializadas con el objetivo de obtener un conjunto de comparables similar a la Compañía.

Para la obtención del set de comparables se han utilizado los siguientes filtros:

- 1 Compañía que opera en el sector hotelero.
- 2 Compañía Cotizada.
- 3 Compañía que tenga un tamaño similar al del Grupo MHEA, para ello se ha utilizado un filtro de capitalización bursátil superior a 500 millones de euros.
- 4 Presencia geográfica similar a la del Grupo MHEA. Para ello se han utilizado compañías que operen principalmente en el Mercado Europeo y de Reino Unido, o en mercados similares, con el fin de realizar una comparación con la distribución geográfica de los hoteles del Grupo MHEA.
- 5 Compañías que tengan exposición a una tipología de contratos que incluya hoteles en propiedad alquiler y gestión.

A raíz de esta búsqueda, 26 compañías fueron resultado de los criterios aplicados.

De esta selección, 20 fueron descartadas: (i) por la tipología de sus alojamientos (puro vacacional o camping), (ii) por el número mínimo de establecimientos operados comparados con el número de MHEA, (iii) por la diversidad de los servicios prestados o (iv) por su mayor presencia geográfica en países donde MHEA no tiene presencia significativa.

Como resultado, se descartaron los comparables detallados en la siguiente página.

Anexo I: Compañías Cotizadas Comparables (2/9)

Criterios de selección compañías cotizadas comparables

Compañía	País	Criterio de descarte
Arena Hospitality Group		Operador de resorts, principalmente en Croacia.
Imperial Riviera		Operador de resorts y campings, principalmente en Croacia.
International Hotel Investments		Realiza actividades inmobiliarias residenciales y comerciales.
Lampsä Hellenic Hotels		Operador de hoteles principalmente en Grecia, Chipre y Serbia.
Les Hotels Baverez		Opera y gestiona tres hoteles de 5 estrellas en París.
Maistra		Operador de hoteles, resorts y campings en Croacia.
Orascom Development Holding		Desarrolla inmuebles residenciales y otras instalaciones.
Intercontinental Hotels Group plc		Intercontinental tiene la mayor parte de su negocio con exposición en América.
Marriott International, Inc.		Mayoría de su portfolio en régimen de franquicia y localizado en América.
Choice Hotels International, Inc.		Totalidad de su portfolio en régimen de franquicia

Fuente: Análisis de EY y bases de datos especializadas

Compañía	País	Criterio de descarte
Playa laguna		Operador de hoteles, apartamentos y campings en Croacia.
Pierre et Vacances		Operador de hoteles vacacionales.
SUNCE HOTELI		Operador de hoteles vacacionales y un camping en la costa Adriática.
Tatry mountain resorts		Operador de estaciones de montaña, parques de ocio y golf, entre otros.
TUI AG		Grupo turístico diversificado que incluye actividades diferentes a la hotelería.
Turishotel d.d.		Tamaño Gestiona un complejo vacacional en Croacia.
Valamar Riviera d.d.		Gestiona hoteles vacacionales y campings principalmente en Croacia.
Fattal Holdings (1998) Ltd		A pesar de tener un portfolio similar, tiene alta exposición geográfica a Israel
Hilton Worldwide Holdings Inc.		Mayoría de su portfolio en régimen de franquicia y localizado en América.
Hyatt Hotels Corporation		Hyatt tiene la mayor parte de su negocio con exposición en América.

Fuente: Análisis de EY y bases de datos especializadas

Anexo I: Compañías Cotizadas Comparables (3/9)

Resumen compañías cotizadas comparables seleccionadas

A continuación, se muestran las compañías comparables que han superado los filtros descritos anteriormente⁽¹⁾:

		Tipo de operativa				Presencia geográfica ⁽⁵⁾			Margen EBITDA
Compañía	País	Propiedad	Alquiler	Gestión	Franquicia	EMEA	América	APAC	LFY
 Minor Hotels Europe & Americas		21.7%	63.5%	14.7%		83.4%	16.6%		15.3%
 Accor SA		2.0% ⁽²⁾		41.2%	56.8%	62.4%	9.9%	27.7%	17.9%
 Scandic Hotels Group AB (publ)			92.1%	7.9% ⁽³⁾		100.0%			16.5%
 Whitbread plc		52.0%	48.0%			100.0%			28.5%
 Meliá Hotels International, S.A.		11.4%	24.9%	47.4%	16.3%	67.7%	20.3%	12.0%	16.5%
 Dalata Hotel Group plc		58.5%	35.8%	5.7%		100.0%			31.6%
 PPHE Hotel Group Limited		88.2%	11.8% ⁽⁴⁾			100.0%			29.2%

Notas: (1) Información de las cifras de cierre a 31 de diciembre de 2023, con la excepción de Whitbread, cuyos Estados Financieros se reportan a 31 de marzo de 2024. (2) La Compañía no proporciona desglose entre propiedad y alquiler. (3) La Compañía no proporciona desglose entre franquicia y gestión. (4) La Compañía no proporciona desglose entre alquiler, gestión y franquicia. (5) EMEA incluye Europa, Oriente Medio y África; Americas incluye el continente americano en su totalidad; y APAC comprende la región de Asia Pacífico.

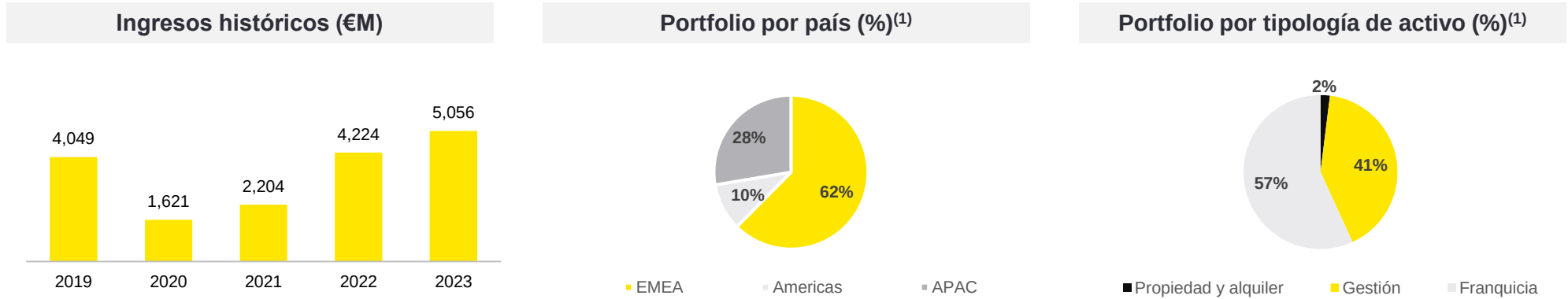
Fuente: Análisis de EY y bases de datos especializadas

Anexo I: Compañías Cotizadas Comparables (4/9)

 Accor SA

Fundada en 1967, posee, opera, gestiona y franquicia 5,584 hoteles con 821,518 habitaciones⁽¹⁾ en más de 100 países, a través de dos segmentos: Servicios Hoteleros, y Activos Hoteleros.

		Tipo de operativa				Presencia geográfica			Margen EBITDA
Compañía	País	Propiedad	Alquiler	Gestión	Franquicia	EMEA	América	APAC	LFY
Minor Hotels Europe & Americas		21,7%	63,5%	14,7%		83,4%	16,6%		15,3%
Accor SA		2,0%		41,2%	56,8%	62,4%	9,9%	27,7%	17,9%



Selección de comparable

Riesgo



Se ha seleccionado como comparable para la tasa de descuento sobre la premisa de que el riesgo asociado a la actividad y el sector hotelero en el que se encuentra Accor, se puede tomar como comparable con respecto a la actividad y exposición de MHEA.

Múltiplo



La mayoría de los establecimientos hoteleros de Accor operan bajo el régimen de franquicia o gestión externa. Esto hace que a pesar de tener una exposición geográfica relativamente similar a la del Grupo MHEA, la operativa y su impacto en márgenes, haga descartar a Accor como comparable del Grupo MHEA

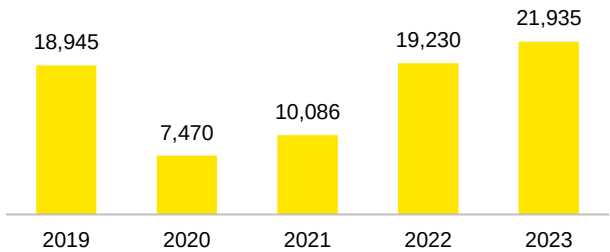
Anexo I: Compañías Cotizadas Comparables (5/9)

 Scandic Hotels Group

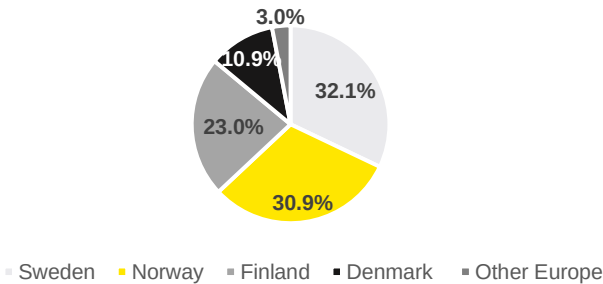
Con sede en Suecia, opera y franquicia 265 hoteles en el norte de Europa, bajo las marcas Scandic, Hilton, Holiday Inn, Crown Plaza e Indigo(1).

Tipo de operativa						Presencia geográfica			Margen EBITDA
Compañía	País	Propiedad	Alquiler	Gestión	Franquicia	EMEA	América	APAC	LFY
Minor Hotels Europe & Americas		21,7%	63,5%	14,7%		83,4%	16,6%		15,3%
Scandic Hotels Group AB (publ)			92,1%	7,9%		100,0%			16,5%

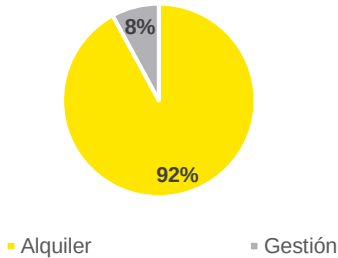
Ingresos históricos (SEK M)



Portfolio por país (%)⁽¹⁾



Portfolio por tipología de activo (%)⁽¹⁾



Selección de comparable

Riesgo		Se ha seleccionado como comparable para la tasa de descuento sobre la premisa de que el riesgo asociado a la actividad y el sector hotelero en el que se encuentra Scandic, se puede tomar como comparable con respecto a la actividad y exposición de MHEA.
Múltiplo		Prácticamente la totalidad de los establecimientos hoteleros de Scandic operan bajo el régimen de alquiler, no teniendo ningún hotel en propiedad. Además, la presencia geográfica de Scandic está concentrada en los países Nórdicos, mientras que el Grupo MHEA tiene una exposición repartida por el continente europeo y America Latina. Por todo lo anterior, EY ha descartado a Scandic como comparable del Grupo MHEA.

Notas: (1) Información a 31 de diciembre de 2023.
Fuente: Análisis de EY, bases de datos especializadas e información reportada por la comparable analizada

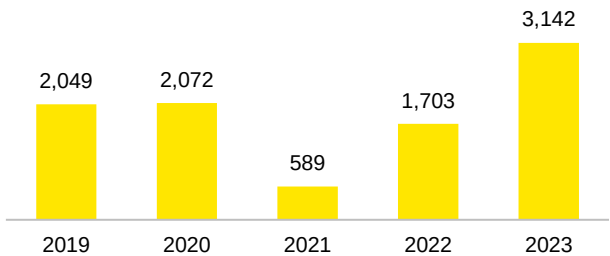
Anexo I: Compañías Cotizadas Comparables (6/9)

 Whitbread plc

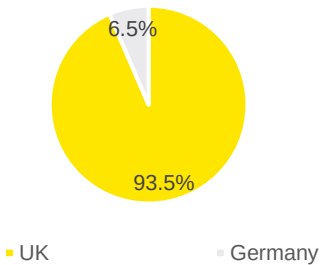
Opera alrededor de 912 hoteles y más de 400 restaurantes en el Reino Unido, Alemania y Oriente Medio, bajo las marcas de Premier Inn.

		Tipo de operativa				Presencia geográfica			Margen EBITDA
Compañía	País	Propiedad	Alquiler	Gestión	Franquicia	EMEA	América	APAC	LFY
Minor Hotels Europe & Americas		21,7%	63,5%	14,7%		83,4%	16,6%		15,3%
Whitbread plc		52,0%	48,0%			100,0%			28,5%

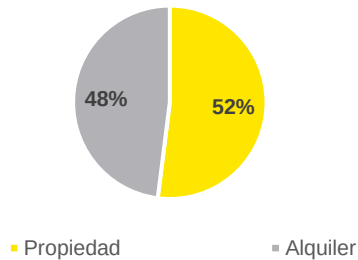
Ingresos históricos (GBP M)



Portfolio por país (%)⁽¹⁾



Portfolio por tipología de activo (%)⁽¹⁾



Selección de comparable

Riesgo 	Se ha seleccionado como comparable para la tasa de descuento sobre la premisa de que el riesgo asociado a la actividad y el sector hotelero en el que se encuentra Whitbread, se puede tomar como comparable con respecto a la actividad y exposición de MHEA.
Múltiplo 	La modalidad de la gestión hotelera de Whitbread presenta similitudes con la distribución del Grupo MHEA, con un portfolio balanceado entre alquiler y propiedad. No obstante, MHEA tiene una proporción ligeramente superior de hoteles en propiedad, que deriva en un margen diferente. Por otra parte, la presencia geográfica de Whitbread, más concentrada en el Reino Unido, expone a este comparable a unos riesgos geopolíticos diferentes que los de MHEA. Por todo lo anterior, EY ha descartado a Whitbread como comparable del Grupo MHEA.

Notas: (1) Información a 31 de marzo de 2024.
Fuente: Análisis de EY, bases de datos especializadas e información reportada por la comparable analizada

Anexo I: Compañías Cotizadas Comparables (7/9)

 Meliá Hotels International

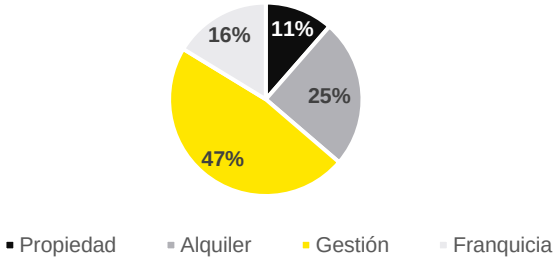
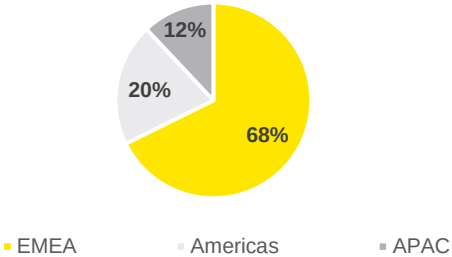
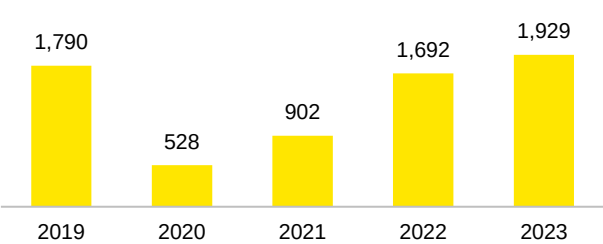
Fundada en 1965, posee, opera, gestiona y franquicia alrededor hoteles en más de 40 países bajo marcas como ME, Tryp y Sol, entre otras.

		Tipo de operativa				Presencia geográfica			Margen EBITDA
Compañía	País	Propiedad	Alquiler	Gestión	Franquicia	EMEA	América	APAC	LFY
Minor Hotels Europe & Americas		21,7%	63,5%	14,7%		83,4%	16,6%		15,3%
Meliá Hotels International, S.A.		11,4%	24,9%	47,4%	16,3%	67,7%	20,3%	12,0%	16,5%

Ingresos históricos (€M)

Portfolio por país (%)⁽¹⁾

Portfolio por tipología de activo (%)⁽¹⁾



Selección de comparable

- Riesgo



Se ha seleccionado como comparable para la tasa de descuento sobre la premisa de que el riesgo asociado a la actividad y el sector hotelero en el que se encuentra Meliá, se puede tomar como comparable con respecto a la actividad y exposición de MHEA.
- Múltiplo



A pesar de estar expuesta a las diferentes tipologías de operativa, el mix de los establecimientos hoteleros de Meliá presenta diferencias con la del Grupo MHEA. Por otra parte, se destaca que Meliá tiene una alta exposición al segmento vacacional, mientras que el Grupo MHEA actualmente se encuentra más expuesto al segmento urbano. **Por todo lo anterior, EY ha descartado a Meliá como comparable del Grupo MHEA.**

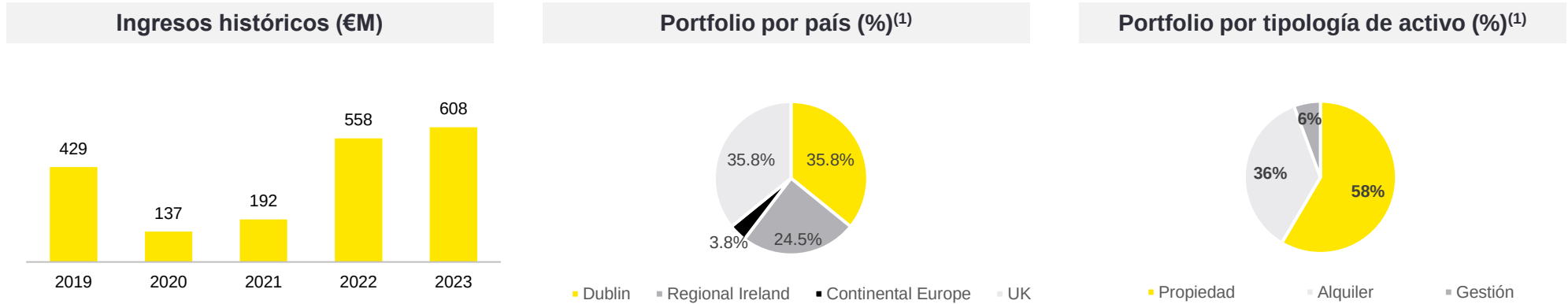
Notas: (1) Información a 31 de diciembre de 2023.
Fuente: Análisis de EY, bases de datos especializadas e información reportada por la comparable analizada

Anexo I: Compañías Cotizadas Comparables (8/9)

 Dalata Hotel Group plc

Fundada en 2007, posee y explota 53 hoteles de tres y cuatro estrellas bajo las marcas Maldron Hotels, Clayton Hotels en Dublín, Irlanda Regional y Reino Unido.

		Tipo de operativa				Presencia geográfica			Margen EBITDA
Compañía	País	Propiedad	Alquiler	Gestión	Franquicia	EMEA	América	APAC	LFY
Minor Hotels Europe & Americas		21,7%	63,5%	14,7%		83,4%	16,6%		15,3%
Dalata Hotel Group plc		58,5%	35,8%	5,7%		100,0%			31,6%



Selección de comparable

Riesgo



Se ha seleccionado como comparable para la tasa de descuento sobre la premisa de que el riesgo asociado a la actividad y el sector hotelero en el que se encuentra Dalata, se puede tomar como comparable con respecto a la actividad y exposición de MHEA.

Múltiplo



A pesar de estar expuesta a las diferentes tipologías de operativa, el mix de los establecimientos hoteleros de Dalata presenta una mayor concentración en la operativa de propiedad, con un impacto relevante en márgenes. Adicionalmente, la presencia geográfica de Dalata está muy concentrada en Irlanda y Reino Unido, mientras que el Grupo MHEA tiene una exposición más repartida por el continente europeo y americano. En consecuencia, la diferencia observada en márgenes y exposición geográfica está asociada a unos riesgos geopolíticos diferentes que los que presenta el Grupo MHEA. **Por todo lo anterior, EY ha descartado a Dalata como comparable del Grupo MHEA.**

Notas: (1) Información a 31 de diciembre de 2023.
Fuente: Análisis de EY, bases de datos especializadas e información reportada por la comparable analizada

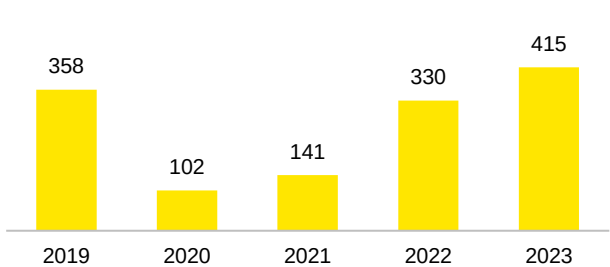
Anexo I: Compañías Cotizadas Comparables (9/9)

 PPHE Hotel Group Limited

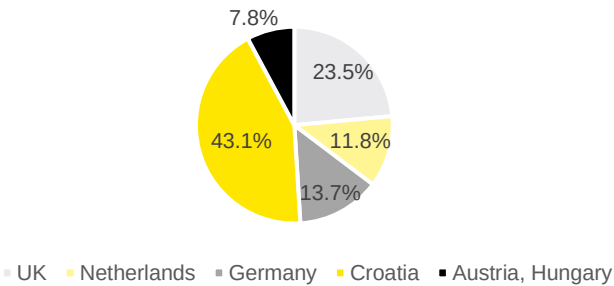
Fundada en 1986, posee, desarrolla, alquila, opera y franquicia hoteles bajo las marcas Park Plaza, art’otel y Arena Campsites, así como Arena Hotels & Apartments

		Tipo de operativa				Presencia geográfica			Margen EBITDA
Compañía	País	Propiedad	Alquiler	Gestión	Franquicia	EMEA	América	APAC	LFY
Minor Hotels Europe & Americas		21,7%	63,5%	14,7%		83,4%	16,6%		15,3%
PPHE Hotel Group Limited		88,2%	11,8%			100,0%			29,2%

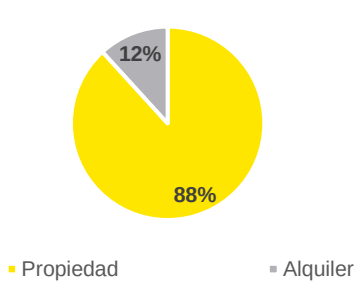
Ingresos históricos (GBP M)



Portfolio por país (%)⁽¹⁾



Portfolio por tipología de activo (%)⁽¹⁾



Selección de comparable

Riesgo		Se ha seleccionado como comparable para la tasa de descuento sobre la premisa de que el riesgo asociado a la actividad y el sector hotelero en el que se encuentra PPHE, se puede tomar como comparable con respecto a la actividad y exposición de MHEA.
Múltiplo		El mix de los establecimientos hoteleros de PPHE presenta una mayor concentración en la operativa de propiedad, con el impacto que esto conlleva a nivel de márgenes operativos. Además, de acuerdo con la información de su página web, esta Compañía realiza actividades de desarrollo y construcción; por ello, la naturaleza y la rentabilidad de las actividades registradas es diferente a los KPIs del Grupo MHEA. Por todo lo anterior, EY ha descartado a PPHE como comparable del Grupo MHEA.

Notas: (1) Información a 31 de diciembre de 2023.
Fuente: Análisis de EY, bases de datos especializadas e información reportada por la comparable analizada

Anexo II: Coste Medio Capital Ponderado (WACC) (1/6)

Tasa de descuento - WACC

EY ha utilizado una tasa de descuento en Europas para calcular los valores presentes de los flujos libres de caja, calculada como una ponderación entre el coste de los recursos propios y el coste de financiación de la deuda.

Para los recursos propios (K_e), se ha utilizado una metodología en línea con el CAPM (Capital Asset Pricing Model) donde la rentabilidad exigida está relacionada con el riesgo sistemático. Según este modelo la rentabilidad de un inversor viene determinada por la siguiente formula:

$$K_e = R_f + PRM * \beta$$

- 1 Tasa libre de riesgo
- 2 Prima de Riesgo de Mercado
- 3 Beta

Para el coste de la deuda se ha utilizado el coste de la deuda pre-tax de acuerdo con el rendimiento de los bonos de la industria en la que opera la Compañía y con un mismo rating:

$$K_d = K_d * (1 - t)$$

Ponderando lo anterior por el peso sobre la estructura de financiación. Para el cálculo de la tasa utilizamos la siguiente fórmula:

$$WACC = K_e * \frac{E}{D + E} + K_d * (1 - t) * \frac{D}{D + E}$$

D:Deuda, E:Equity

La tasa de descuento se ha calculado mediante la ponderación de la tasa calculada para cada país en el que opera la Compañía, y el peso del EBITDA de 2028 de cada uno de los países, sobre el total de EBITDA 2028, eliminando las aportaciones negativas. Para esta ponderación se ha excluido el efecto de Argentina, debido a la situación macroeconómica del país, se considera como una observación no representativa de la realidad de la Compañía y podría distorsionar el cálculo de la tasa.

La Compañía nos ha confirmado que el Plan de Negocio está calculado en euros. Durante el proceso de realización del Plan de Negocio, para las monedas que no son euros o USD (principalmente la exposición a los países de LATAM), se aplica un tipo de cambio forward a USD, y posteriormente se convierten utilizando una curva forward de USD a EUR.

En consecuencia, las partidas del plan de negocio y los riesgos de inflación y tipo de cambio del Plan de Negocio de la Compañía están cuantificados en Euros. Para ser consistentes con esto, EY ha utilizado una tasa denominada en Euros para el descuento de los flujos. Los componentes de las tasas de inflación de los países latinoamericanos están denominados en USD; por lo tanto, EY ha utilizado un diferencial de inflación entre USD y EUR para convertir a EUR las tasas latinoamericanas denominadas en USD.

Anexo II: Coste Medio Capital Ponderado (WACC) (2/6)

WACC

WACC		
Coste de los recursos propios		
Tasa libre de riesgo	1	3,5%
Beta desapalancada	2	1,18
D/E (valor de mercado)		47,9%
Tasa impositiva		26,8%
Beta apalancada		1,27
Prima de riesgo de mercado	3	5,9%
Coste de los recursos propios (Ke)		11,0%
Coste de la deuda		
Coste base	4	3,0%
Diferencial de deuda		2,6%
Coste de la deuda antes de impuestos (Kd)		5,6%
Tasa impositiva		26,8%
Coste de la deuda después de impuestos (Kd)		4,1%
Deuda	5	9,1%
Recursos propios	5	90,9%
WACC (%)		10,4%

El detalle de los parámetros utilizados para el cálculo de la tasa de descuento es el siguiente.

- 1 **Tasa libre de Riesgo:** La tasa libre de riesgo es la rentabilidad obtenida sobre un activo que carece de riesgo. Para ello, EY ha calculado la tasa libre de riesgo como la rentabilidad media obtenida por los bonos locales de cada país donde tiene presencia la Compañía, ponderada por el porcentaje de EBITDA en cada uno de las geografías.
- Para los países Europeos, se ha calculado como la media del rendimiento de los tres meses previos a la Fecha de Valoración, del bono local a 10 años a la misma fecha.
- Para Brasil, México, Colombia, Uruguay, y Chile, se ha calculado como la media de (i) la media de los tres meses previos a la Fecha de Valoración del EMBI (Emerging Markets Bond Index) más el rendimiento del Bono Americano a 20 años, (ii) el rendimiento del Bono Americano a 20 años más el diferencial CDS, (iii) el Bono Americano a 10 años, y (iv) el Swap Composite.

Fuente: Análisis de EY y bases de datos especializadas

- Con respecto a Ecuador, en base a análisis internos de EY, se ha considerado un 11% de prima de riesgo del país, más la media mensual del Bono Americano a 10 años.
- En el caso de Estados Unidos, se ha calculado la tasa libre de riesgo como la media del rendimiento del bono del país a 10 años durante el mes previo a la Fecha de Valoración.
- 2 **Coeficiente beta:** El coeficiente β es el parámetro que mide el riesgo sistemático al que está sometido cada negocio. Para calcularlo se selecciona una muestra de compañías cotizadas cuyo negocio es comparable a las actividades desarrolladas por la Compañía. Si bien como se detalla en el Anexo I de comparables, existen limitaciones en cuanto a la comparación de ciertas métricas del negocio, las compañías seleccionadas sí son comparables en cuanto a los riesgos operativos, la ciclicidad del negocio, y su volatilidad respecto de los mercados. Es por ello por lo que hemos utilizado las compañías detalladas en el Anexo I, para el cálculo de la beta. Para más detalle del cálculo de estas betas ir a la página 101.
- EY ha evaluado Betas con una periodicidad de 2 años semanales, de 5 años semanales, 5 años anuales, y 3 años semanales. Se seleccionó la muestra que presentaba un mayor r^2 , correspondiente a la de 5 años, con observaciones mensuales. Todas las compañías seleccionadas tienen un coeficiente de determinación r^2 entorno al 30%. Estas betas han sido obtenidas y contrastadas por diferentes bases de datos especializadas. Para desapalancar estas betas se ha utilizado la media de los últimos 5 años de la ratio Deuda/Equity, excluyendo el efecto provocado por la NIIF16, y se ha reapalancado por la estructura implícita de la Compañía explicada en el punto 5 de esta sección (para mayor detalle, ver siguiente página). Además, al operar la Compañía en un sector cíclico EY considera que un período de 5 años se acerca más a un ciclo económico completo que un periodo de 2 años.

Anexo II: Coste Medio Capital Ponderado (WACC) (3/6)

WACC

WACC		
Coste de los recursos propios		
Tasa libre de riesgo	1	3,5%
Beta desapalancada	2	1,18
D/E (valor de mercado)		47,9%
Tasa impositiva		26,8%
Beta apalancada		1,27
Prima de riesgo de mercado	3	5,9%
Coste de los recursos propios (Ke)		11,0%
Coste de la deuda		
Coste base	4	3,0%
Diferencial de deuda		2,6%
Coste de la deuda antes de impuestos (Kd)		5,6%
Tasa impositiva		26,8%
Coste de la deuda después de impuestos (Kd)		4,1%
Deuda	5	9,1%
Recursos propios	5	90,9%
WACC (%)		10,4%

El detalle de los parámetros utilizados para el cálculo de la tasa de descuento es el siguiente (cont.).

3 **Prima de riesgo de mercado (“PRM”)**: La prima de riesgo de mercado se define como el retorno de mercado adicional de los mercados de Renta Variable sobre los activos libres de Riesgo. Los estudios internos realizados por EY sobre los mercados de capitales indican que las inversiones en acciones generan una rentabilidad esperada de 5,5% en el continente Americano, y 6,0% en Europa, superior a la de inversiones en activos de renta fija con bajos niveles de riesgo.

4 Para el **coste de la deuda** se han tenido en cuenta las siguientes partidas:

- **Tipo base de financiación**: Para el tipo base de financiación se ha estimado en 2,7% para los países en los que la tasa de descuento está denominada en EUR, que se corresponde con el Euro Swap a 10 años a Fecha de Valoración. Para las tasas denominadas en USD (los países de América Latina, y Estados Unidos) se ha utilizado la tasa libre de riesgo.
- **Diferencial de Deuda**: El diferencial de la deuda ha sido calculado sobre la curva de financiación del sector, considerando el rating de la Compañía a la Fecha de Valoración (BB-). Los resultados obtenidos son un diferencial de 5,1% calculado en EUR, y 6,3% calculado en USD.

5 **Ratio D/E**: Existe gran disparidad en las distintas ratios de deuda/equity de las comparables de mercado, fundamentalmente debido a sus diferentes modelos de negocio en función de lo intensivas que puedan ser en capital cada una de las Compañías.

Adicionalmente, la Dirección de la Compañía nos ha manifestado que no tienen un objetivo concreto de D/E para el período de proyección. Por lo tanto, EY ha considerado que la ratio Deuda/Equity más apropiado para la valoración es la ratio implícita/intrínseca de la Compañía obtenido en la valoración. Esta ratio se ha calculado como la deuda neta de la Compañía a Fecha de Valoración dividido entre los fondos propios resultantes del ejercicio de valoración.

Anexo II: Coste Medio Capital Ponderado (WACC) (4/6)

Consideraciones adicionales

La valoración de empresas por la metodología del DCF es un ejercicio de juicio profesional en el que influyen diferentes factores, principalmente:

1. Perímetro de la valoración (ej. empresa en su conjunto, unidad de negocio, hotel individual, etc.)
2. Premisa de valor (ej. valor de mercado, Equitable Value, valor razonable, valor en uso, etc.)
3. Las hipótesis utilizadas en la construcción de las proyecciones financieras
4. Las hipótesis utilizadas en la normalización del flujo de caja que se utiliza en el cálculo del valor terminal
5. La tasa de crecimiento a perpetuidad utilizada
6. La tasa de descuento aplicada

Un análisis comparativo entre ejercicios de valoración tiene que comprender todos y cada uno de los puntos anteriormente expuestos, analizados en su conjunto. Cualquier comparativa entre dos valoraciones, en los que se analice uno solo de los parámetros anteriores, podría estar desvirtuado y dar lugar a confusión. Por este motivo, es posible que el WACC utilizado en la valoración por DCF descrita en el presente Informe difiera de tasas de descuento utilizadas por otros expertos en otras valoraciones encargadas por MHEA.

Asimismo, la tasa de descuento utilizada en una valoración mediante DCF debe ante todo reflejar adecuadamente los riesgos de las proyecciones financieras que esté descontando. En este sentido, cabe destacar que la Compañía opera en un sector cíclico como es el sector hotelero, con el potencial impacto negativo derivado de ciclos futuros de contracción de la economía. A pesar de ello, EY ha asumido que el último año del Plan de Negocio, el cual prevé cifras de negocio y márgenes EBITDA nunca alcanzados históricamente por la Compañía, es un año representativo del desempeño de la Compañía a perpetuidad. Consideramos que esta hipótesis implica un mayor riesgo del valor terminal frente a otras posibles hipótesis que, por ejemplo, hubieran asumido un nivel de EBITDA equivalente a la media histórica obtenida durante un ciclo completo.

Otra hipótesis que refleja un mayor riesgo de los flujos comparado con el que potencialmente hubieran podido utilizar otros valoradores, es que la cifra de CapEx sobre ventas utilizada para el Valor Terminal se ha mantenido al 5,0%, reflejando el CapEx recurrente necesario para el desempeño de la actividad.

En esta misma línea, para los hoteles en alquiler, EY ha asumido una renovación de las rentas a perpetuidad en el Valor Terminal, no considerando ajustes de renta o la posibilidad de no renovación en ninguno de los hoteles en régimen de alquiler. Si bien esta hipótesis está soportada por los ratios de cobertura de la renta de alquileres fijos de la Compañía mostrados en la página 44, a Fecha de Valoración existen una serie de contratos que podrían estar en riesgo de renegociación por parte del propietario, que, sin embargo, hemos asumido se mantienen en sus bajos niveles actuales de renta, a perpetuidad.

El efecto agregado de los factores detallados anteriormente implica que una comparación entre las tasas de descuento utilizadas por EY en el presente ejercicio, con las aplicadas por otros especialistas en contextos diferentes, no proporcione una base fiable para la comparabilidad del resultado de una valoración.

Anexo II: Coste Medio Capital Ponderado (WACC) (5/6)

WACC en base a la zona geográfica

	España	Portugal	Francia	EE.UU.	Italia	Alemania	Suiza	Austria	Hungría	Rumanía	Rep. Checa
Tasa libre de riesgo	3,1%	2,9%	3,0%	3,7%	3,7%	2,3%	0,5%	2,8%	6,4%	5,5%	3,9%
Beta desapalancada	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18
D/E (valor de mercado)	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
Tasa impositiva	25,0%	28,4%	25,8%	25,5%	28,1%	30,0%	14,6%	23,0%	9,0%	16,0%	19,0%
Beta apalancada	1,27	1,27	1,27	1,27	1,27	1,27	1,29	1,27	1,29	1,28	1,28
Prima de riesgo de mercado	6,0%	6,0%	6,0%	5,3%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Coste de los recursos propios (ke)	10,7%	10,5%	10,6%	10,4%	11,3%	9,9%	8,2%	10,5%	14,2%	13,2%	11,6%
Coste de la deuda antes de impuestos (kd)	5,1%	5,1%	5,1%	6,3%	5,1%	5,1%	3,0%	5,1%	8,9%	8,1%	6,4%
Tasa impositiva	25,0%	28,4%	25,8%	25,5%	28,1%	30,0%	14,6%	23,0%	9,0%	16,0%	19,0%
Coste de la deuda después de impuestos (kd)	3,8%	3,7%	3,8%	4,7%	3,7%	3,6%	2,6%	3,9%	8,1%	6,8%	5,2%
Deuda	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%
Recursos Propios	90,7%	90,7%	90,7%	90,7%	90,7%	90,7%	90,7%	90,7%	90,7%	90,7%	90,7%
WACC (%)	10,1%	9,9%	10,0%	9,7%	10,6%	9,3%	8,5%	9,9%	12,5%	11,4%	11,0%
% EBITDA (2028)	23,6%	6,2%	1,7%	1,7%	27,0%	5,1%	0,2%	1,9%	0,8%	0,0%	0,1%

	Holanda	Bélgica	Dinamarca _luxemburgo	Finlandia	Irlanda	México	Colombia	Chile	Uruguay	Brasil	Ecuador
Tasa libre de riesgo	2,6%	2,9%	2,3%	2,3%	2,8%	2,7%	7,4%	7,3%	5,4%	6,3%	14,7%
Beta desapalancada	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18
D/E (valor de mercado)	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
Tasa impositiva	25,8%	25,0%	22,0%	24,9%	20,0%	12,5%	30,0%	35,0%	27,0%	25,0%	34,0%
Beta apalancada	1,27	1,27	1,28	1,27	1,28	1,29	1,27	1,26	1,27	1,26	1,27
Prima de riesgo de mercado	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Coste de los recursos propios (ke)	10,2%	10,5%	9,9%	9,9%	10,5%	10,4%	14,0%	13,9%	12,1%	11,7%	21,4%
Coste de la deuda antes de impuestos (kd)	5,1%	5,1%	4,8%	5,1%	5,1%	5,1%	9,9%	9,8%	7,9%	7,5%	17,3%
Tasa impositiva	25,8%	25,0%	22,0%	24,9%	20,0%	12,5%	30,0%	35,0%	27,0%	25,0%	34,0%
Coste de la deuda después de impuestos (kd)	3,8%	3,8%	3,7%	3,8%	4,1%	4,5%	6,9%	6,4%	5,8%	5,6%	12,9%
Deuda	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%
Recursos Propios	90,7%	90,7%	90,7%	90,7%	90,7%	90,7%	90,7%	90,7%	90,7%	90,7%	90,7%
WACC (%)	9,6%	9,9%	9,3%	9,4%	9,9%	9,9%	13,2%	13,0%	11,3%	10,9%	20,4%
% EBITDA (2028)	12,4%	4,3%	0,3%	0,5%	0,8%	0,3%	2,8%	0,8%	1,1%	0,1%	5,3%

Fuente: Análisis de EY y bases de datos especializadas

Anexo II: Coste Medio Capital Ponderado (WACC) (6/6)

Betas (5 años) y comparables

Compañía	Ticker	País	Beta apalancada	Estructura de capital	Tasa impositiva	R2	Beta desapalancada
Accor SA	ENXTPA:AC	Francia	1,37	14,9%	25,8%	0,54	1,23
Scandic Hotels Group AB (publ)	OM:SHOT	Suecia	1,58	46,1%	20,6%	0,29	1,15
Whitbread plc	LSE:WTB	UK	1,51	2,1%	25,0%	0,38	1,48
Meliá Hotels International, S.A.	BME:MEL	España	1,96	87,8%	25,0%	0,67	1,18
Dalata Hotel Group plc	ISE:DHG	Irlanda	1,47	28,0%	12,5%	0,47	1,18
PPHE Hotel Group Limited	LSE:PPH	Holanda	1,55	108,7%	25,8%	0,35	0,86
Tercer cuartil							1,29
Mediana							1,18
Media							1,18
Primer cuartil							1,08
Seleccionada							1,18

Notas: (1) La estructura de capital mostrada corresponde con la estructura de capital (Deuda Neta/Equity)media de los últimos 5 años, ajustada por el efecto de la NIIF16
Fuente: Análisis de EY y bases de datos especializadas.

Anexo III: Detalle del Capital Circulante (1/2)

Detalle del cálculo del Capital Circulante

€k	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	TV
Deudores comerciales	154.177	167.630	178.328	183.989	186.762	190.138	193.941
% de ingresos	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Días de cuentas por cobrar	25,8	25,8	25,8	25,8	25,8	25,8	25,8
Inventario	15.299	16.693	17.938	18.450	18.758	19.140	19.523
% de ingresos	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Días de inventario	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8
Otros Activos Corrientes	9.549	10.382	11.045	11.395	11.567	11.776	12.012
% de ingresos	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Administraciones Públicas deudoras	52.798	55.258	57.978	59.520	60.443	61.414	62.642
% de gastos	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
Cuentas por pagar	357.860	373.668	388.233	397.467	403.207	410.014	418.214
Días de cuentas por pagar	114,7	114,5	113,4	113,0	112,9	113,0	113,0
Otros pasivos corrientes	65.124	73.442	76.055	77.957	79.218	80.757	82.372
% de salarios	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%
Administraciones Públicas acreedoras	77.322	84.069	89.434	92.273	93.664	95.357	97.264
% de ingresos	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Depósitos y fianzas a largo plazo	21.880	21.518	21.518	21.518	21.518	21.518	21.518
Capital de trabajo operativo	(246.603)	(259.698)	(266.916)	(272.824)	(277.041)	(282.142)	(288.215)
% de ingresos	(11,3%)	(10,9%)	(10,6%)	(10,5%)	(10,5%)	(10,5%)	(10,5%)
Variación de Capital de Trabajo		13.094	7.218	5.908	4.217	5.101	6.073

Fuente: Análisis de EY e Información facilitada por la compañía

Anexo III: Detalle del Capital Circulante (2/2)

Detalle del cálculo del Capital Circulante

A continuación, se muestra un detalle del nivel de Capital Circulante sobre ingresos de las Compañías comparables seleccionadas, operando en el mismo sector que MHEA:

Capital Circulante (%)	2023A
Accor SA	(9,6%)
Scandic Hotels Group AB (publ)	(16,6%)
Whitbread plc	(17,5%)
Meliá Hotels International, S.A.	(8,7%)
Dalata Hotel Group plc	(9,9%)
PPHE Hotel Group Limited	(9,7%)
Media	(12,0%)
Mediana	(9,8%)
MHE&A	(11,3%)

Fuente: Análisis de EY y bases de datos especializadas.

Anexo IV: Detalle de tipo impositivo ponderado

Detalle del tipo impositivo ponderado

Para el cálculo del tipo impositivo ponderado, EY ha utilizado una ponderación sobre el EBIT por país y la tasa impositiva nominal aplicable a cada jurisdicción se muestran en la tabla de la izquierda.

País	Tasa impositiva
Alemania	30,0%
Austria	23,0%
Bélgica	25,0%
Chile	27,0%
Colombia	35,0%
Rep. Checa	19,0%
Ecuador	25,0%
Francia	25,8%
Hungría	9,0%
Irlanda	12,5%
Italia	28,1%
Luxemburgo	24,9%
México	30,0%
Holanda	25,8%
Portugal	28,4%
Rumanía	16,0%
España	25,0%
Uruguay	25,0%
EE.UU	25,5%
Suiza	14,6%
Dinamarca	22,0%
Finlandia	20,0%

Fuente: Análisis de EY.

Anexo V: Escudo fiscal durante período terminal

Valor presente del escudo fiscal derivado de la amortización en el valor terminal

Para determinar el saldo al cierre del Inmovilizado material (excluyendo terrenos) al final del período proyectado se ha tenido en cuenta tanto la amortización como el CapEx del período proyectado. A partir del año 2028 se asume que la amortización permanece constante, resultando en una vida útil remanente del Inmovilizado de 2028 en 7,8 años. Se asume que el nuevo CapEx mantendrá una vida útil similar. El exceso de la amortización proyectado del 2029 en adelante sobre el nivel de amortización proyectado en el valor terminal genera un escudo fiscal adicional que calculamos a continuación:

		Para ejercicios finalizados el 31 de diciembre								
		2028a	2029a	2030a	2031a	2032a	2033a	2034a	2035a	2036a
Activo Inmovilizado neto inicial (Excluyendo terrenos)		-	1.175,7	1.153,1	1.112,8	1.054,8	979,2	886,0	775,1	646,6
Inversiones de Capital (CapEx)				137,3	137,3	137,3	137,3	137,3	137,3	137,3
Amortización		Vida útil (años)								
Inmovilizado material neto (Excluyendo terrenos)		1175,7	7,8	151,1	151,1	151,1	151,1	151,1	151,1	117,9
Amortización de CapEx proyectado		Capex	7,8							
	CapEx en 2029	137,3	7,8	8,8	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6
	CapEx en 2030	137,3	7,8	8,8	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6
	CapEx en 2031	137,3	7,8	-	8,8	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6
	CapEx en 2032	137,3	7,8	-	-	8,8	17,6	17,6	17,6	17,6
	CapEx en 2033	137,3	7,8	-	-	-	8,8	17,6	17,6	17,6
	CapEx en 2034	137,3	7,8	-	-	-	-	8,8	17,6	17,6
	CapEx en 2035	137,3	7,8	-	-	-	-	-	8,8	17,6
	CapEx en 2036	137,3	7,8	-	-	-	-	-	-	8,8
	CapEx en 2037	137,3	7,8	-	-	-	-	-	-	-
	CapEx en 2038	137,3	7,8	-	-	-	-	-	-	-
	CapEx en 2039	137,3	7,8	-	-	-	-	-	-	-
Amortización Total				177,6	195,2	212,9	230,5	248,2	265,8	250,3
Inmovilizado material neto final (Excluyendo terrenos)		1175,7	1153,1	1112,8	1054,8	979,2	886,0	775,1	646,6	533,6
D&A en exceso al valor terminal		1,0	22,7	40,3	57,9	75,6	93,2	110,9	128,5	113,0
Tasa impositiva		0,0%	26,8%	26,8%	26,8%	26,8%	26,8%	26,8%	26,8%	26,8%
Período de descuento		-	4,75	5,75	6,75	7,75	8,75	9,75	10,75	11,75
Factor de descuento		10,3%	-	0,63	0,57	0,51	0,47	0,42	0,38	0,31
Valor presente			4	6	8	9	11	11	12	10
Valor presente del Escudo fiscal		70,7								

Fuente: Análisis de EY e Información facilitada por la Compañía

Anexo VI: Valoración de los Minoritarios

Cálculo de los Minoritarios

La Compañía a Fecha de Valoración tiene entidades consolidadas en las Cuentas Anuales de las cuales no posee el 100%. Con el propósito de valorar estas participaciones no controladas por el Grupo, EY ha aplicado el múltiplo implícito derivado de la valoración por Descuentos de Flujos de Caja al EBITDA del año 2023A de cada una de las entidades en las que el Grupo no posee la totalidad de la participación. Se ha considerado el múltiplo implícito EV/EBITDA correspondiente a 2023 con el fin de mantener la coherencia debido a que, de acuerdo con la última información disponible, los EBITDA de los Minoritarios facilitados corresponden al último ejercicio fiscal. EY ha cotejado el valor resultante con el valor de las posiciones minoritarias calculado como la multiplicación del valor contable en el balance a Fecha de Valoración de dichas posiciones, por el múltiplo (Equity Value de la Valoración/Valor en libros excluyendo las posiciones minoritarias).

Sociedad participada	Ciudad	Nombre del Hotel	% Propiedad sobre el activo	Participación minoritaria	EBITDA millones de €	EBITDA minoritarios millones de €	Múltiplo EV/EBITDA	Valoración minoritarios millones de €
Airport Hotel Frankfurt-Raunheim, GmbH & Co. KG	Frankfurt	NH Frankfurt Airport West	94,0%	6,0%	1,8	0,1	10,0	1,1
City Hotel, S.A.	Buenos Aires	City Hotel NH	50,0%	50,0%	4,7	2,4	10,0	23,8
Desarrollo Inmobiliario Santa Fe, S.A. de C.V.	México D.F.	NH Collection Santa Fe	50,0%	50,0%	0,7	0,4	10,0	3,5
Gran Círculo de Madrid, S.A.	Madrid	Casino de Madrid	99,0%	1,0%	1,4	0,0	10,0	0,1
Grupo Hotelero Queretaro, S.A. de C.V.	Querétaro	NH Queretaro	57,0%	43,0%	0,1	0,1	10,0	0,6
Hotelera Lancaster, S.A.	Buenos Aires	NH Collection Lancaster	50,0%	50,0%	1,7	0,8	10,0	8,5
Hotelera Norte Sur S.A	Chile	NH Iquique / NH Antofagasta	68,0%	32,0%	2,1	0,7	10,0	6,8
Hoteles Royal del Ecuador S.A. Horodelsa	Quito	NH Collection Royal Quito	54,0%	46,0%	0,4	0,2	10,0	1,9
Hoteles Royal, S.A.	Bogota		98,0%		n.a.	0,0	10,0	1,6
Hotels Bingen & Viernheim, GmbH & Co. KG	Munich	NH Bingen/NH Mannheim Viernheim	94,0%	6,0%	0,7	0,0	10,0	0,4
Inmobiliaria Royal S.A	Chile	NH Collection Plaza Santiago	68,0%	32,0%	2,9	0,9	10,0	9,3
Jan Tabak, N.V.	Bussum	NH Jan Tabak	84,0%	16,0%	0,3	0,0	10,0	0,4
NH Ciutat de Reus, S.A.	Barcelona	NH Ciutat de Reus	90,0%	10,0%	0,4	0,0	10,0	0,4
NH Lagasca, S.A.	Madrid	NH Lagasca	75,0%	25,0%	4,2	1,0	10,0	10,4
NH Las Palmas, S.A.	Gran Canaria	NH Imperial Playa/NH Playa de Las Canteras/NH Tenerife	75,0%	25,0%	4,0	1,0	10,0	10,0
NH Marin, S.A.	Barcelona	NH Diagonal Center / NH Collection Pódium	50,0%	50,0%	5,7	2,8	10,0	28,6
Hotel Leipzig-Messe, GmbH & Co. KG	Munich	NH Leipzig Messe	94,0%	6,0%	1,8	0,1	10,0	1,1
Palacio de la Merced, S.A.	Burgos	NH Collection Palacio de Burgos	88,0%	12,0%	1,9	0,2	10,0	2,3
Royal Santiago Hotel S.A.	Chile		66,0%		n.a.	0,0	10,0	18,3
Sociedad Hotelera Cien Internacional S.A.	Bogota	NH Collection Royal WTC Bogotá	63,0%	37,0%	0,4	0,2	10,0	1,5
Sociedad Hotelera Cotopaxi S.A.	Quito		54,0%		n.a.	0,0	10,0	1,9
Vela Segunda Omnium Primum VIII B.V.	Groningen	NH Groningen	50,0%	50,0%	1,6	0,8	10,0	7,8
Minoritarios								140,6

Fuente: Análisis de EY e Información facilitada por la Compañía

Anexo VII: Detalle Posición Financiera Neta

Cálculo de la posición financiera neta

La Posición Financiera Neta, tras la operación de compra de hoteles a Minor en Brasil, que ha supuesto una salida de caja de 169,6 millones de euros, incluye las obligaciones financieras generadoras de intereses, así como las cuentas de efectivo o equivalentes. El detalle de la PFN calculada se muestra a continuación:

Miles de euros	3Q24
Efectivo y equivalentes al efectivo	157.063
Activos clasificados como mantenidos para la venta	126.314
Otros activos financieros valorados a coste amortizado	8.572
Total caja	191.950
Obligaciones y otros valores negociables a largo plazo	400.000
Deudas con entidades de crédito a largo plazo	57.355
Obligaciones y otros valores negociables a corto plazo	3.911
Deudas con entidades de crédito a corto plazo	10.246
Pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta	3
Total deuda	471.515
Deuda financiera neta	(279.565)

- 1 Esta partida se corresponde con la venta prevista de tres activos a la Fecha de Valoración.
- 2 El concepto de otros activos financieros valorados a coste amortizado incluye préstamos subordinados a sociedades propietarias de hoteles explotados por el grupo en arrendamiento.

Anexo VIII: Detalle de Otros Activos y Pasivos no Operativos

Cálculo de Otros Activos y Pasivos no Operativos (“OAPs”)

Un detalle de Otros Activos y Pasivos no Operativos es como sigue:

Miles de euros		3Q24
Cuentas por cobrar con entidades relacionadas	3	2.914
PP&E no operativo	1	18.089
Otros activos		21.003
Otros pasivos no corrientes	2	(19.885)
Cuentas a pagar con entidades relacionadas	3	(4.154)
	4	
Provisiones a largo plazo	4	(43.043)
Provisiones a corto plazo		(3.550)
Otros pasivos		(70.632)
Otros activos y pasivos		(49.629)

Detalle de Otros Activos y Pasivos no Operativos (“OAPs”)

- 1 Inmovilizado material, incluye (i) edificio de oficinas en Italia (ii) terrenos (iii) participación en un hotel. Para efectos del ejercicio de valoración se ha considerado que el valor en libros es igual a su valor razonable.

Sociedad	Detalle	País	Participación	Importe (miles de euros)
Valdagno	Edificio de oficinas	Italia	100%	2.924
Terreno de Buenos Aires	Anexo al NH Latino Buenos Aires	Argentina	100%	4.828
Terreno de Medellín	Anexo al NHC Royal Medellín	Colombia	98%	1.260
Terreno	Capredo Investments GmbH	Rep. Dominicana	100%	7.899
Participación	Hotel Ciudad de Panamá (Royal)	Panamá	98%	1.177
Inmovilizado material				18.089

- 2 “Otros pasivos no corrientes” incluye el aplazamiento de diversos compromisos con administraciones públicas a largo plazo.
- 3 Las partidas “cuentas por cobrar con entidades relacionadas” y “cuentas por pagar con entidades relacionadas” hacen referencia al saldo neto pendiente de cobro con el Grupo Minor (2.914 miles de euros registrados como cuenta por cobrar y 4.154 miles de euros registrados como cuentas a pagar).
- 4 “Provisiones” incluye provisiones para pensiones y obligaciones similares por litigios y riesgos que el Grupo considera probable que ocurran. Están compuestos por:
- i. Provisión incentivos a largo plazo para el personal.
 - ii. Provisión para pensiones y obligaciones similares
 - iii. Otras reclamaciones

Anexo IX: Inversiones sin control

Cálculo de las Inversiones sin control

Las Inversiones sin control son inversiones en las que el Grupo tiene una propiedad menor al 50%.

Los Activos financieros a valor razonable con cambios en resultados, así como las inversiones inmobiliarias, se encuentran a valor razonable. Por su parte, las Inversiones contabilizadas aplicando el método de la participación, se ajustan año con año para reflejar los cambios patrimoniales de estas inversiones. Para efectos del ejercicio de valoración se ha considerado que el valor en libros es igual a su valor razonable.

Millones de euros		3Q24
Inversiones contabilizadas aplicando el método de la participación	1	41.499
Activos financieros a valor razonable con cambios en resultados	2	1.341
Inversiones inmobiliarias	3	2.029
Inversiones sin control		44.869

Detalle de las Inversiones sin control

- 1 La partida “inversiones contabilizadas aplicando el método de la participación” incluye las siguientes empresas asociadas a 3Q24:

Sociedad	Detalle	País	Participación
Mil Novecientos Doce, S.A. de C.V.	NH Collection Guadalajara Providencia	México	25,0%
Consorcio Grupo Hotelero T2, S.A. de C.V.	NH Collection Aeropuerto T2 México	México	10,0%
Inmobiliaria 3 Poniente, S.A. de C.V.	Inmobiliaria	México	17,0%
Hotelera del Mar, S.A.	NH Gran Hotel Provincial / NH Hotel Casino	Argentina	20,0%
Borokay Beach, S.L.	es NH Alanda	España	50,0%
Sotocaribe, S.L.	Terreno en México	España	36,0%
Inversiones contabilizadas aplicando el método de la participación			41.499

- 2 Activos financieros a valor razonable con cambios en resultados incluye:

Sociedad	Detalle	País	Participación	Importe
NH Panamá, S.A.	Terreno en la ciudad de Panamá	Panamá	45%	3.767
Otras inversiones				759
Deterioro de valor				(3.185)
Activos financieros a valor razonable con cambios en resultados				1.341

- 3 Inversiones inmobiliarias, a valor razonable, incluye un local comercial, con plaza de aparcamiento incluida, en la Marina de Sotogrande.

Anexo X: Detalle de Impuestos diferidos (1/2)

Detalle de Impuestos Diferidos

Un detalle de Impuestos Diferidos es como sigue:

Impuestos diferidos el 31 de diciembre de 2023 (millones de €)	
Valoración de las BINS	169,0
Otros	4,7
Impuestos diferidos	173,8

Detalle de la valoración de Bases Imponibles Negativas (BINs)

Se ha calculado el valor actual neto de los créditos fiscales (activados y no activados en balance), considerando para ello un calendario estimado de aplicación de los mismos en línea con las proyecciones de EBIT, y teniendo en cuenta los límites de deducibilidad que aplica en cada uno de los principales países donde el Grupo opera y tiene créditos fiscales.

Para la valoración de los créditos fiscales no activados en balance se ha estimado que estos no se podrán empezar a recuperar en un período inferior a 10 años.

Para la valoración de estos créditos la tasa de descuento utilizada ha sido el Coste de los fondos propios por cada país donde existe recuperabilidad. Los créditos fiscales se han incluido como parte de los ajustes al Enterprise Value para obtener el Equity Value.

BINS Activadas el 30 de septiembre de 2024	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Inicio del periodo	318,8	262,3	219,7	181,5	143,2	103,4	72,3	42,9	12,9
Generadas durante el ejercicio	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Compensadas	(56,5)	(42,6)	(38,1)	(38,3)	(39,8)	(31,1)	(29,4)	(30,0)	(12,9)
Fin de periodo	262,3	219,7	181,5	143,2	103,4	72,3	42,9	12,9	-
Utilizada	56,5	42,6	38,1	38,3	39,8	31,1	29,4	30,0	12,9
Ahorro impositivo	14,8	11,0	9,9	10,0	10,4	7,9	7,4	7,5	3,2
Período de descuento	0,1	0,8	1,8	2,8	3,8	4,8	5,8	6,8	7,8
Flujos de caja descontados	14,6	10,2	8,3	7,6	7,2	4,9	4,1	3,8	1,5
Valor actual BINs	62,1								
Creditos a valor contable(1)	5,7								
Total BINs activadas	67,9								

Notas: (1) Incluye los créditos de Irlanda, Sudáfrica, Dinamarca, y Otros. Para la valoración de estos créditos se ha considerado su valor contable debido a que el importe individual de estos países no supone más del 2% del total de los créditos valorados. El importe (cuota de estos créditos), se asemeja con su valor contable debido a su reducido importe.
Fuente: Análisis de EY e Información facilitada por la Compañía

Anexo X: Detalle de Impuestos diferidos (2/2)

Detalle de la valoración de Bases Imponibles Negativas (BINs)

Un detalle de las Bases Imponibles Negativas no activadas es como sigue:

BINS No Activadas el 30 de septiembre de 2024	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046
Inicio del periodo	464,6	363,7	310,7	264,1	216,6	168,2	118,8	68,5	54,7	42,1	29,3	16,2	2,9
Generadas durante el ejercicio	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Compensadas	(100,9)	(53,0)	(46,6)	(47,5)	(48,4)	(49,4)	(50,3)	(13,8)	(12,6)	(12,8)	(13,1)	(13,3)	(2,9)
Fin de periodo	363,7	310,7	264,1	216,6	168,2	118,8	68,5	54,7	42,1	29,3	16,2	2,9	-
Utilizada	100,9	53,0	46,6	47,5	48,4	49,4	50,3	13,8	12,6	12,8	13,1	13,3	2,9
Ahorro impositivo	27,1	13,8	12,2	12,4	12,7	12,9	13,2	4,1	3,8	3,8	3,9	4,0	0,9
Período de descuento	9,8	10,8	11,8	12,8	13,8	14,8	15,8	16,8	17,8	-	-	-	-
Flujos de caja descontados	9,9	4,7	3,8	3,5	3,2	3,0	2,7	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,1
Valor actual BINs	34,3												
Creditos a valor contable(1)	51,9												
Créditos no deducibles por gastos financieros	14,9												
Total BINs activadas	101,1												

Notas: (1) Incluye los créditos de Irlanda, Sudáfrica, Dinamarca, y Otros. Para la valoración de estos créditos se ha considerado su valor contable debido a que el importe individual de estos países no supone más del 2% del total de los créditos valorados. El importe (cuota de estos créditos), se asemeja con su valor contable debido a su reducido importe.
Fuente: Análisis de EY e Información facilitada por la Compañía

Anexo XI: Cuenta de pérdidas y ganancias histórica y proyecciones consolidadas

Miles de euros	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	TACC 23-28
KPIs												
Ocupación (%)	71%	71%	25%	34%	61%	68%	69%	70%	71%	71%	71%	0,9%
ADR (€)	97,7	102,4	81,9	88,6	122,0	137,6	145,5	148,2	153,7	157,8	161,4	3,2%
RevPAR (€)	69,8	72,9	20,3	30,2	74,0	93,2	99,9	103,9	108,8	111,7	114,4	4,2%
Ingresos Habitaciones	1.168.013	1.238.565	356.720	525.785	1.275.719	1.610.644	1.754.775	1.848.689	1.896.327	1.919.136	1.950.082	3,9%
Otros Ingr. Hoteleros	420.279	442.673	168.914	208.153	421.150	536.805	582.851	633.873	659.903	669.658	682.573	4,9%
Ingr. Hoteleros	1.588.292	1.681.238	525.634	733.938	1.696.869	2.147.449	2.337.626	2.482.563	2.556.231	2.588.794	2.632.655	4,2%
Ingresos No Hoteleros	35.174	37.022	14.103	100.293	62.557	36.140	37.223	43.082	49.590	56.293	60.250	10,8%
Total Ingresos	1.623.466	1.718.260	539.738	834.231	1.759.426	2.183.589	2.374.849	2.525.644	2.605.820	2.645.088	2.692.905	4,3%
Sueldos y Salarios externalizados	(144.009)	(151.299)	(51.779)	(67.128)	(143.370)	(173.526)	(185.426)	(177.666)	(182.463)	(184.580)	(186.732)	1,5%
Sueldos, Salarios y otros gastos	(397.393)	(423.590)	(254.662)	(251.347)	(424.365)	(516.333)	(593.544)	(627.987)	(643.332)	(654.576)	(668.724)	5,3%
Personal	(541.402)	(574.889)	(306.441)	(318.475)	(567.735)	(689.859)	(778.970)	(805.653)	(825.795)	(839.156)	(855.456)	4,4%
Compras	(94.685)	(98.256)	(35.631)	(40.715)	(88.398)	(116.087)	(119.286)	(125.797)	(130.007)	(131.673)	(133.760)	2,9%
Suministros	(57.865)	(60.607)	(42.856)	(48.182)	(69.999)	(96.026)	(92.784)	(89.212)	(89.729)	(90.593)	(91.747)	(0,9%)
Resto Opex	(332.261)	(335.012)	(164.428)	(206.481)	(368.008)	(455.542)	(504.851)	(544.421)	(559.348)	(569.182)	(581.397)	5,0%
Otro Opex	(484.811)	(493.876)	(242.915)	(295.378)	(526.405)	(667.656)	(716.922)	(759.430)	(779.084)	(791.447)	(806.904)	3,9%
GOP	597.252	649.495	(9.618)	220.378	665.286	826.075	878.958	960.561	1.000.941	1.014.484	1.030.545	4,5%
IBI	(13.738)	(15.683)	(14.022)	(16.362)	(19.518)	(20.514)	(21.135)	(21.224)	(21.418)	(22.102)	(22.784)	2,1%
Alquileres	(316.300)	(339.725)	(278.099)	(293.670)	(395.610)	(470.724)	(477.552)	(494.043)	(507.818)	(515.531)	(521.174)	2,1%
Alquileres e IBI	(330.038)	(355.408)	(292.121)	(310.032)	(415.128)	(491.238)	(498.687)	(515.268)	(529.235)	(537.632)	(543.958)	2,1%
EBITDA	267.214	294.087	(301.739)	(89.654)	250.158	334.837	380.271	445.293	471.706	476.852	486.587	7,8%
CapEx	-	(152.053)	(81.828)	(20.692)	(43.696)	(105.455)	(122.432)	(115.893)	(119.450)	(130.937)	(119.988)	2,6%
CapEx CS&HQ	-	(19.035)	(13.940)	(6.279)	(10.251)	(17.763)	(29.716)	(33.841)	(27.635)	(28.047)	(28.468)	9,9%
Total CapEx	-	(171.087)	(95.768)	(26.971)	(53.948)	(123.218)	(152.148)	(149.733)	(147.085)	(158.984)	(148.456)	3,8%

Fuente: Análisis de EY e Información facilitada por la Compañía

Anexo XII: Compañías Cotizadas Comparables

Múltiplos de las Compañías Cotizadas Comparables

Un detalle de los múltiplos de las Compañías Cotizadas Comparables a 31 de diciembre de 2023 es como sigue:

Compañía	Identificador	Moneda	Total de capital de mercado (moneda local)	Deuda Neta (pre-NIIF16) ⁽¹⁾	Minoritarios	Enterprise Value post-NIIF16 (moneda local)	EBITDA 2023A pre- NIIF 16 ⁽¹⁾ (moneda local)	EV/EBITDA (x)
Accor SA	ENXTPA:AC	EUR	10.715,4	1.326,0	380,0	12.421,4	927,0	13,4x
Scandic Hotels Group AB (publ)	OM:SHOT	SEK	12.694,2	1.503,0	107,0	14.304,2	2.534,0	5,6x
Whitbread plc	LSE:WTB	GBP	6.096,9	313,3		6.410,2	763,5	8,4x
Meliá Hotels International, S.A.	BME:MEL	EUR	1.649,1	1.163,7	50,2	2.862,9	294,1	9,7x
Dalata Hotel Group plc	ISE:DHG	EUR	1.009,8	224,6		1.234,4	166,7	7,4x
PPHE Hotel Group Limited	LSE:PPH	GBP	593,4	725,3	216,6	1.540,3	113,8	13,5x
Mínimo								5,6x
Mediana								9,1x
Media								9,7x
Máximo								13,5x

Notas: (1) Para la Deuda Neta y el EBITDA se ha utilizado la información reportada por las compañías correspondiente al año 2023.
Fuente: Análisis de EY, bases de datos especializadas y Cuentas Anuales e informes de las compañías comparables.

Anexo XII: Compañías Cotizadas Comparables

Múltiplos de las Compañías Cotizadas Comparables

Un detalle de los múltiplos de las Compañías Cotizadas Comparables a 30 de septiembre de 2024 es como sigue:

Compañía	Identificador	Moneda	Total de capital de mercado (moneda local)	Deuda Neta (pre-NIIF16) ⁽¹⁾	Minoritarios	Enterprise Value post-NIIF16 (moneda local)	EBITDA 2023A pre- NIIF 16 ⁽¹⁾ (moneda local)	EV/EBITDA (x)
Accor SA	ENXTPA:AC	EUR	9.313,3	2.173,0	398,0	11.884,3	1.024,0	11,6x
Scandic Hotels Group AB (publ)	OM:SHOT	SEK	16.052,8	1.658,0	117,0	17.827,8	2.471,0	7,2x
Whitbread plc	LSE:WTB	GBP	5.604,5	384,7	-	5.989,2	732,7	8,2x
Meliá Hotels International, S.A.	BME:MEL	EUR	1.432,2	892,1	265,2	2.589,5	315,9	8,2x
Dalata Hotel Group plc	ISE:DHG	EUR	900,6	228,3	-	1.128,9	166,7	6,8x
PPHE Hotel Group Limited	LSE:PPH	GBP	517,7	765,2	212,2	1.495,1	116,9	12,8x
Mínimo								6,8x
Mediana								8,2x
Media								9,1x
Máximo								12,8x

Notas: (1) Para la Deuda Neta y el EBITDA se ha utilizado la información reportada por las compañías correspondiente al año 2023.
Fuente: Análisis de EY, bases de datos especializadas y Cuentas Anuales e informes de las compañías comparables.

Anexo XIII: Resumen de KPIs

Resumen de KPIs

Un detalle de los los principales indicadores de MHEA durante el periodo considerado para la proyección es como sigue:

	Hoteles en propiedad					Hoteles en alquiler					Hoteles en gestión				
	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Nº Hoteles	72	72	72	72	72	219	214	207	203	200	52	55	57	61	62
Nº Habitaciones ⁽¹⁾	12.010	12.135	12.135	12.135	12.135	35.459	34.737	33.762	33.067	32.705	7.500	8.024	8.398	8.742	8.842
Ocupación (%)	66%	66%	67%	67%	67%	70%	72%	72%	72%	72%	-	-	-	-	-
ADR (€)	123	124	127	130	132	153	156	163	167	171	-	-	-	-	-
RevPAR (€)	81	84	87	89	91	107	112	118	122	125	-	-	-	-	-
Total Ingresos (M€) ⁽²⁾	497	555	579	593	608	1.840	1.927	1.977	1.996	2.025	19	23	27	31	33
EBITDA (M€) ⁽³⁾	182	215	226	231	236	338	372	388	386	393	19	23	27	31	33

(1) El número total de habitaciones proyectado de 2023 a 2026 ha sido estimado por la Compañía. El número total de habitaciones mostrado no representa el número de habitaciones disponibles al año. El número de habitaciones disponibles sería el resultado de multiplicar las habitaciones de cada hotel por el número de días abierto para cada hotel de forma individual. En número total de hoteles han sido calculados a cierre de año en línea con el apartado de aperturas y cierre de hoteles. Se incluyen los nuevos hoteles de Brasil.

(2) La cifra total de ingresos no tiene en cuenta ingresos de HO o Servicios Centrales, ni los hoteles aún por firmar.

(3) Al igual que los ingresos mostrados en la tabla, las cifras de EBITDA no incluyen los gastos ni ingresos de CS, HO, ni los hoteles aún por firmar. Por lo que la suma de las partes de los EBITDA no tiene por qué coincidir con el resultado total.

Anexo XIV: EBITDA

EBITDA proforma

Un detalle del cálculo del EBITDA proforma a 31 de diciembre de 2023 y el EBITDA LTM a 30 de septiembre de 2024:

EBITDA proforma 31.12.2023	
EBITDA real	327
EBITDA real sin IAS29	335
Impacto de subvenciones	(9)
Expiración de pasivos	(3)
EBITDA proforma sin IAS29	323

EBITDA LTM 30.09.2024	
EBITDA 31.12.2024	327
EBITDA 31.06.2023	134
EBITDA 31.06.2024	163
EBITDA LTM 30.09.2024	356

Fuente: Análisis de EY, bases de datos especializadas y Cuentas Anuales e informes de las compañías comparables.

Anexo XV: Análisis de valor Escenario de Expansión

Escenario de Expansión

La información facilitada por la Compañía incluye un Plan de Expansión que recoge los flujos futuros que la Compañía tiene como objetivo obtener a través de oportunidades no identificadas ni firmadas a Fecha de Valoración.

Desde un punto de vista metodológico, dichas aperturas no identificadas no deberían contemplarse como parte de la valoración de la compañía dado que no se puede asumir que una futura adquisición se vaya a realizar a un valor distinto al de mercado, o que una futura apertura orgánica vaya a aportar una rentabilidad superior al retorno exigido por el mercado (reflejado en la tasa de descuento). En otras palabras, salvo que las particularidades del activo concreto así lo demuestren, generalmente el valor al que cualquier adquisición o apertura entra en el perímetro de la Compañía es equivalente al importe monetario que sale del perímetro en concepto de pago o inversión.

A modo ilustrativo únicamente, EY ha realizado una actualización de los flujos proyectados por la Dirección en su Escenario de Expansión, utilizando la misma tasa de descuento (10,4%) y la misma tasa de crecimiento a largo plazo (2,0%) del Escenario Base. Este cálculo refleja el valor máximo que aportaría dicho Escenario de Expansión si se hubiera ejecutado ya. Es decir, bajo las hipótesis de que el riesgo de ejecución de dichos flujos fuera idéntico al del Escenario Base, a pesar de que dicho Escenario Base contemple una cartera en funcionamiento y unas aperturas ya identificadas, que el Escenario de Expansión no tiene. Por lo tanto, este análisis no es un reflejo de ningún valor adicional que un tercero pagaría por el hecho de que la Compañía cuente con un plan de expansión.

El resultado de valor de estos flujos a nivel de Enterprise Value de €134,2 millones.

€m	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	VT
EBITDA	-	-	5,8	17,8	32,0	32,7
D&A	-	-	(1,1)	(2,2)	(4,5)	(9,7)
EBIT	-	-	4,6	15,6	27,5	23,0
Impuestos	-	-	(1,2)	(4,2)	(7,4)	(6,1)
NOPAT	-	-	3,4	11,4	20,2	16,8
D&A	-	-	1,1	2,2	4,5	9,7
CapEx	-	(5,6)	(11,1)	(10,4)	(13,5)	(9,7)
Variación del capital circulante	-	-	0,1	0,2	0,3	0,4
Movimiento de activos	-	(2,5)	(2,5)	(2,5)	(2,5)	-
Flujo de Caja Libre	-	(8,1)	(9,0)	0,9	8,9	17,2
Renta a perpetuidad						206,1
Período de descuento	0,13	1,13	2,1	3,1	4,1	4,1
Factor de descuento	0,99	0,93	0,84	0,76	0,69	0,69
Flujo de Caja Libre Descontado	-	(7,5)	(7,6)	0,7	6,2	142,5

€m	
Valor presente período discreto	(8,2)
Valor Terminal	142,5
Valor del plan de expansión	134,2
Total DCF EV	3.244,7
(-) Deuda ⁽¹⁾	(471,5)
(+) Caja ⁽¹⁾	191,9
(-) PFN	(279,6)
(+/-) OAP ⁽¹⁾	(49,6)
(+) Inversiones sin control ⁽¹⁾	44,9
(-) Minoritarios ⁽¹⁾	(146,3)
(-) Pago diferido Brasil ⁽¹⁾	(42,8)
Equity Value	2.905,4
Número de acciones (millones)	435,7
Valor por acción	6,67

Conclusión

Una incorporación teórica de los flujos estimados en el Escenario de Expansión como si ya estuviera ejecutado dicho plan de crecimiento, resultaría en un valor de las acciones de MHEA de **6,67** euros por acción. Este resultado no forma parte de nuestra opinión de valor y está incorporado únicamente a modo ilustrativo, situándose dentro del rango de valor del DCF del Escenario Base.

Notas: (1) Para más información, ver Anexo VI hasta Anexo IX.
Fuente: Análisis de EY e información proporcionada por la Compañía

Glosario

Abreviaturas y glosario

€	Euro	ESMA	European Securities and Markets Authority
ADR	Average Daily Rate (Tarifa Media Diaria)	EUR	EURO
AME	América	EV	Enterprise Value o Valor de Negocio
APAC	Asia Pacific	EY	Ernst and Young Servicios Corporativos S.L.
B	Beta	F&B	Food & beverage
B2B	Business to business (Comercio a comercio)	FCF	Free Cash Flow
BEN	Benelux	FF&E	Furniture, Fixture and Equipment ((Mobiliario, Accesorios y Equipos)
BINS	Bases imponibles negativas	FMI	Fondo Monetario Internacional
c.	Circa	FY	Fiscal Year
CapEx	Capital Expenditure (Inversión en Capital)	g	Tasa de crecimiento a largo plazo
CapEx CS&HQ	Capital Expenditure for customers services and headquarters (Inversión en Capital en servicios para los clientes y en la sede central)	GBP	Libra británica
CAPM	Capital assets pricing model	GOP	Gross Operating Profit (Resultado Bruto de Operación)
CEN	Centro Europea	Grupo	Minor Hotels Europe & Americas (Minor Hotels Europe & Americas S.A. y sociedades dependientes)
CLA	Collective Labor Agreement (Convenios Salariales Colectivos)	HQ	Headquarters (Servicios Centrales)
CMP	Cotización Media Ponderada	IBI	Impuesto sobre Bienes e Inmuebles
COFIR	Corporación Financiera Reunida	ICO	Instituto de Crédito Oficial
Compañía	Minor Hotels Europe & Americas S.A.	IPC	Indice de Precios al Consumo
Cont'	Continuación	ITA	Italia
COVID19	Pandemia del Coronavirus	IVSC	International Valuation Standars Council
CS	Corporate Services (Servicios Corporativos)	k	Miles
D&A	Amortización y Depreciación	Kd	Coste de la deuda
D/E	Debt to Equity	Ke	Coste del equity
DCF	Discounted Cash Flow	KPIs	Key Performance Indicator (Indicador Clave de despempeño)
DFC	Descuento de Flujos de Caja	LATAM	Latinoamerica
DFN	Deuda financiera neta	LFL	Like for Like
Dirección de la Compañía	Director Ejecutivo (CEO), Director Financiero (CFO), el Vicepresidente de Planeación Financiera y el Vicepresidente de Contabilidad Corporativo & Reporte Financiero de Minor Hotels Europe & Americas, S.A	LFY	Last Fiscal Year
EBITDA	Earnings before interest taxes depreciation and amortization (Ingresos antes de impuestos depreciación y amortización)	LTM	Last Twelve Months
EMBI	Emerging Market Bond Index (Índice de bonos de paises emergentes	m	Millón
EMEA	Europe, Middle East and Africa	Md _{AG}	Mediana de Alquiler y Gestión
Equity Value	Equity Value o Valor de las acciones	Md _{COM}	Mediana de Combinadas

Glosario

Abreviaturas y glosario

Mdp	Convenios salariales colectivos	TACC	Tasa Anual de Crecimiento Compuesto
MHEA	Minor Hotels Europe & Americas S.A.	USD	United States Dollar
Minor Hotels	Minor Hotels Europe & Americas S.A.	Var.	Variación
MINT	MHG Continental Holding (Singapore) Pte. Ltd.	VT	Valor Terminal
MM	Miles de Millones	VTC	Valor Teórico Contable
NFY	Next Fiscal Year	VWAP	Volume Weighted Average Price (Precio Medio Ponderada por Volumen)
NH	Minor Hotels Europe & Americas S.A.	WACC	Weighted Average Cost of Capital (Coste Medio Capital Ponderado)
NIIFs	Normas Internacionales de la Información Financiera	W_{AG}	Porcentaje de EBITDA en Alquiler o en Gestión de la Compañía
NOLs	Net Operating Losses	Working Capital	Capital Circulante
NOPAT	Net Operating profit after taxes (Unidad Operativa Neta después de impuestos)	W_p	Porcentaje EBITDA en propiedad de la compañía
Occ.	Ocupación	Y -o- Y	Year over year
OMS	Organización Mundial de la Salud		
OPA	Oferta Pública de Adquisición		
OAPs	Otros Activos y Pasivos		
OpEx	Operating Expenses (Gastos Operativos)		
p.p.	Puntos Porcentuales		
PFN	Pasivos financieros neto		
PP&E	Property, Plants and Equipment		
PRM	Prima de Riesgo de Mercado		
RCA	Real Capital Analytics		
RD	Real Decreto		
REIT	Real Estate Investment Trust		
RevPAR	Revenue per Available Room		
Rf	Risk Free Rate		
SC - HO	Servicios Centrales - Head Office		
SEK	Corona Sueca		
SMN	Sistema multilaterales de negociación		
SOCIMIs	Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria		
SoTP	Sum of the Parts		
SPA	España		

EY | Assurance | Tax | Strategy and Transactions | Consulting

About EY

EY is a global leader in assurance, tax, transaction and advisory services. The insights and quality services we deliver help build trust and confidence in the capital markets and in economies the world over. We develop outstanding leaders who team to deliver on our promises to all of our stakeholders. In so doing, we play a critical role in building a better working world for our people, for our clients and for our communities.

EY refers to the global organization, and may refer to one or more, of the member firms of Ernst & Young Global Limited, each of which is a separate legal entity. Ernst & Young Global Limited, a UK company limited by guarantee, does not provide services to clients. For more information about our organization, please visit ey.com.

Ernst & Young Servicios Corporativos, S.L. is a client-serving member firm of Ernst & Young Global Limited operating in the Kingdom of Spain.

© 2024 Ernst & Young Servicios Corporativos, S.L.
All Rights Reserved.

