Sector: Hoteles

¿OPA a la vista?

NH

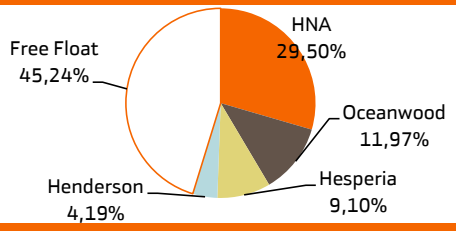
Precio Objetivo: 5,3 €
Recomendación: Vender

:: Bajamos la recomendación desde Neutral hasta Vender aprovechando la revalorización para tomar beneficios. Nuestro Precio Objetivo (fully diluted) fijado en 5,3€/acc. ya no ofrece potencial.
:: La posible fusión con el Grupo Barceló consiste en un intercambio de activos y no en una oferta económica.
:: En nuestra opinión, la operación no es atractiva para el accionista de NH ni por el ratio de canje propuesto, ni por el tipo de contraprestación ofrecida.

Datos básicos

Capitalización (M €):	2.069 M€
Último:	5,91 €/acc.
Nº Acciones (M.):	350 M acc.
Max / Min (52 sem):	6,03€/3,57€
Cód. Reuters / Bloomberg:	NHH.MC/NHH SM Equity

Accionariado



Principales ratios NH

	2016r	2017e	2018e	2019e
Ingresos	1.497	1.634	1.724	1.758
Ebitda	224	246	274	284
BNA	28	68	86	99
BPA	0,08	0,19	0,25	0,28
BPA fully ditluted	0,07	0,17	0,22	0,25
DPA	0,05	0,10	0,15	0,14
DPA fully diluted	0,04	0,09	0,13	0,12
Yield fully diluted	1,1%	1,5%	2,2%	2,1%
PER	62,6x	30,4x	23,9x	20,9x
ROE	3%	6%	7%	8%
DFN/FFPP	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x
DFN/EBITDA	3,3x	2,9x	2,4x	2,1x
EV/Ebitda	11,2x	11,3x	9,9x	9,4x
EV/Room	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x
EV/Ventas	1,7x	1,7x	1,6x	1,5x

Fuente: Análisis Bankinter. *Ratios 2016 calculados con cotización de cierre del año, resto con última cotización.*

Evolución RevPar

	2016r	Var.a/a	2017e	Var.a/a
% Ocupación	67%	+1 p.p.	69%	+1,6 p.p.
ADR	91,4 €	*2,9%*	95,6 €	*4,5%*
RevPar	61,7 €	*4,5%*	66,0 €	*7,0%*

Detalle de propuesta de Barceló.-

La fusión propuesta valora NH en 7,08€/acc. (post conversión) y asigna a sus accionistas el 40% de la compañía resultante de la operación. La integración se llevaría a cabo mediante la emisión de nuevas acciones de NH (ampliación de capital) que Barceló recibiría a cambio de su aportación de activos. La compañía cotizada seguiría siendo NH, aunque el control de la gestión correspondería a los actuales accionistas de Barceló. La operación está sujeta a la aprobación de una junta extraordinaria de accionista de NH, previamente a la cual su Consejo de Administración deberá haber emitido su posicionamiento. Por último, la operación está condicionada a que **la CNMV exima a Barceló a lanzar una OPA por el 100%,** ya que estaría obligada a lanzarla al superar el 30%. En nuestra opinión, parece poco probable que la CNMV le exonere de esta obligación, puesto que no se trata un nuevo proyecto empresarial o industrial (en cuyo caso concurriría en una de las excepciones que la ley contempla), más bien, se trata sólo de toma de control.

Nuestro **escenario central es que parece poco probable que la operación se materialice en las condiciones actuales.** Barceló tendría que mejorar su oferta, no tanto en el precio (aunque el atractivo es limitado después del *rally* de +18% que ha disfrutado la cotización al conocerse esta operación) sino en la contraprestación ofrecida (cash o una combinación de efectivo y canje de acciones).

¿Por qué recomendamos Vender?

La operación consiste en un intercambio de activos y no en una oferta económica. Por tanto, es fundamental destacar que **no supone una oportunidad para que los actuales accionistas de NH vendan sus acciones a cambio de una contraprestación** (ni en efectivo, ni en acciones de otra compañía), sino que éstos sólo podrían decidir si continúan o no como accionistas de la compañía resultante de la fusión. **Nuestra recomendación a los accionistas de NH es aprovechar la subida de +18% desde que se conoció la propuesta (20 nov.) para vender** en base a los siguientes 3 argumentos:

(1) Se trata de un canje de activos con una compañía no cotizada y no de una oportunidad para canjear sus acciones en efectivo con una prima. Esto hace poco atractiva esta operación para el actual accionista minoritario de NH, al menos en el corto plazo.

(2) Nuestra valoración *stand alone* de NH (es decir, NH en solitario y bajo las circunstancias actuales) **es inferior a 6€/acc. (estimamos 5,3€/acc. *fully diluted* o 6,1€/acc. ex-convertibles)**, razón por la que hemos mantenido una recomendación de Neutral sobre la Compañía. Teniendo esto en cuenta y el rebote tras el anuncio de esta posible operación, **creemos razonable tomar beneficios**, aun a riesgo de dejar pasar de largo un hipotético recorrido adicional al alza en caso de que Barceló estuviera dispuesto a mejorar su actual oferta. Sin embargo, consideramos elevada la incertidumbre sobre la materialización de esta hipótesis.

(3) A pesar de la rápida mejora del ciclo económico, **estimamos que la mejora de las cifras de NH será lenta** (*stand alone* o como compañía individual). De hecho, estuvo en pérdidas entre 2012 y 2015, consiguiendo unos beneficios (BNA) de tan sólo 28M€ en 2016, cifra que estimamos podría ser aprox. 70M€ este año y, de acuerdo con el *guidance* de la propia Compañía, alcanzaría 100M€ en 2019. Aunque estas expectativas se cumplieran, los márgenes seguirían siendo bajos (2019): Margen Ebitda 16,1%, Margen BNA 5,6%... ROE 8%. Seguramente esta sea la razón por la que Barceló propone una ecuación de canje referenciada a la contribución de Ebitda de cada parte (ver explicación sobre esto más adelante). Por tanto, creemos que permanecer como accionista de NH a la espera de una mejora de los fundamentales (rentabilidad del negocio, etc.) exigiría cierta paciencia (años). Por eso éste es nuestro tercer argumento para Vender NH aprovechando esta oportunidad tras el fuerte rebote de los últimos días. Sin embargo, es importante destacar que la cotización no ha subido lo suficiente (en ninguna sesión desde que se conoció la propuesta) como para acercarse a la valoración implícita en el canje (7,08€), lo que interpretamos como demostración de que: (i) El atractivo de una adquisición mediante un canje de activos es claramente inferior al de una oferta en efectivo o en combinación de efectivo y acciones, pero de una compañía cotizada. Por eso el mercado no está dispuesto a elevar la cotización hasta el entorno del precio ofrecido. (ii) Al no sólo no superar la cotización (5,91€ en el momento de redactar este informe) el precio ofrecido, sino quedarse claramente distanciado del mismo (-16%), de alguna forma, pone de manifiesto que la probabilidad que el mercado asigna a que Barceló mejore su oferta es reducida. Nosotros coincidimos con esta perspectiva.

Equipo de Análisis de Bankinter:
Ramón Forcada, Ramón Carrasco, Eva del Barrio, Rafael Alonso, Jesús Amador, Aránzazu Bueno

Ana de Castro González (analista principal de este informe)
Esther Gutiérrez de la Torre, Joao Pisco, Susana André (Mktg. & Support)

https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis
http://www.bankinter.com/
Avda. Bruselas 14
28108 Alcobendas, Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cqi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf
* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *"open weblink in Browser"* con el botón derecho de su ratón.

Propuesta fusión de Barceló. Algunas cifras:

2016	NH	%	Barceló	%	NH+Barceló
Patrimonio Neto	1.646 M€	60%	1.103 M€	40%	2.749 M€
Ingresos	1.497 M€	34%	2.855 M€	66%	4.352 M€
Ebitda	224 M€	40%	339 M€	60%	562 M€
BNA	28 M€	18%	125 M€	82%	153 M€
DFN	747 M€	60%	495 M€	40%	1.242 M€
DNF/Ebitda	3,3x		1,5x		

PROPUESTA Barceló	**7,08€/acc.**		
Nº acciones NH	350 M acc.		
Convertibles NH	51 M acc.		
Total acciones NH	401 M acc.		
			P/VC
Eq.V operación NH	2.840 M€	40%	1,7x
Eq.V Barceló	4.260 M€	60%	3,9x
Eq.V NH + Barceló	7.099 M€	100%	2,6x

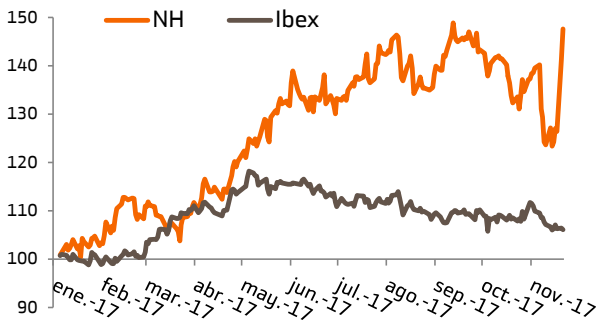
Según nuestras estimaciones preliminares, esta operación daría lugar a una compañía con Equity Value de unos 7.100M€, de los cuales 2.840M€ corresponderían a NH (40% del total) y los restantes 4.260M€ a Barceló (60%). Deducimos que este ratio (60% Barceló - 40% NH) se ha extraído de la contribución que cada compañía tiene en términos de Ebitda 2016 (339M€ vs 224M€). Sin embargo, este ratio de canje implica **aceptar una cierta desproporción desfavorable para NH en términos de P/VC: 1,7x NH vs 3,9x Barceló, también según nuestras propias estimaciones.**

En nuestra opinión, la operación no es atractiva para el accionista de NH ni por el ratio de canje propuesto, ni por el tipo de contraprestación ofrecida. Creemos probable que esta oferta sobrevalore Barceló (no cotiza) con respecto a NH.

En definitiva, **recomendamos a los accionistas minoritarios Vender aprovechando la revalorización tras el fuerte rebote desde que conoció la oferta (+18% desde 20.nov).**

NOTA COMPLEMENTARIA: Incluimos NH en nuestra Carteras Modelo de Acciones de 20 Valores (31/10/17) con un peso del 4% de manera táctica debido a la recuperación de las reservas hoteleras, empujadas por el vigor del ciclo económico, por la probable consolidación de su BNA'17 en positivo y, también, ante la posibilidad de una operación corporativa, que finalmente toma forma en esta propuesta de Barceló (las especulaciones sobre HNA y otros competidores se conocían desde tiempo atrás).Tras este desenlace es probable, aunque no seguro, que excluyamos NH de esta cartera modelo (revisión por calendario en los primeros días de diciembre) para consolidar la toma de beneficios.

Evolución bursátil NH vs. Ibex



Resultados NH 9M'17 (M €)

	9M'16	9M'17	Var. a/a
Hab. Medias	44.697	44.476	-0,5%
% Ocupación	68,7%	71,2%	+2,5 p.p.
ADR (precio medio diario)	90,4 €	95,6 €	5,8%
RevPar (ingreso por hab. disponible)	62,1 €	68,1 €	9,6%
Ingresos	1.096	1.169	7%
Ebitda	129	173	35%
Margen Ebitda	*12%*	*15%*	
BNA	22	25	14%

Porfolio por tipo de hotel/habitación

9M'17	Propiedad	Alquiler	Gestión	TOTAL
Hoteles	75	223	83	381
Habitaciones	12.162	32.934	13.934	59.030
% Peso Hoteles	20%	59%	22%	100%
% Peso Hab.	21%	56%	24%	100%

Resultados de 9M'17.- Buenos, continuando con la tendencia de mejora mostrada de este año. La Compañia confirmó *guidance* de corto y medio plazo. Destacamos positivamente los siguiente aspectos:

(i) El incremento de los ingresos se explica casi en un 70% por el aumento de precios (+21% respecto a la media del periodo pre-crisis, 2003/2008). La ocupación evoluciona a un ritmo más moderado pero supera en +7 p.p. el nivel precrisis (64% ocupación media 2003/2008).Todas las unidades de negocio mejoran. El mejor comportamiento se centra en dos zonas geográficas, España (+14,1%) y Benelux (+10,6%), que aportan la mayor contribución al crecimiento en contraste con Europa Central (Alemania) debido a la reforma de tres hoteles en el tercer trimestre. **(ii) El esfuerzo en la gestión de cotes** se traduce en una mejora de la eficiencia. En concreto, los gastos (personal, gestión y arrendamientos) aumentan algo menos de +2,6%, mientras que los ingresos lo hacen a un ritmo de +6,3%. En consecuencia, los márgenes mejoran pero siguen en niveles bajos (Mg. Ebitda recurrente 16,6% vs. 13,5% en 3T'16). **(iii) El apalancamiento** (DFN /Ebitda recurrente) se reduce hasta 3,1x (calculado con Ebitda 12 meses recurrente 226M€) vs. 4,1x en dic.'16. Siendo este punto clave para la Compañía al dejar atrás niveles excesivos de endeudamiento (>7x Ebitda) que suponían un elevado riesgo financiero. El 30 noviembre será efectivo el pago y amortización de 100M€ del bono con 2019 con cargo a caja. **(iv) Normalización del dividendo.** El dividendo planteado equivale a una *yield (fully diluted)* de 1,5% este año y entorno a 2% en 2018/2019 (estimación propia).

Objetivos 2017 y 2018/2019 : (i) Ebitda'17 recurrente 230M€ tras ser revisado al alza desde 225M€ en el "Investor Day" del 28 de septiembre; el Ebitda'18 alcanzará 260M€ y Ebitda'19 en el rango 285/290M€ pudiendo superarlo y aproximarse a los 300M€. (ii) BNA'19 recurrente aumentará hasta 100M€. (ii) La deuda financiera neta se reducirá hasta 1,5/2x Ebitda (sujeto a la conversión del bono con vencimiento 2018). (iii) Dividendo'17: 0,10€; Dividendo'18: 0,15€ y a partir de 2019 prevé un *payout* del 50% del BNA recurrente.

Equipo de Análisis de Bankinter: Ana de Castro (analista principal de este informe)
Ramón Forcada, Rafael Alonso, Aránzazu Bueno
Eva del Barrio, Jesús Amador, Joao Pisco
Ramón Carrasco, Esther Gutiérrez de la Torre, Susana André (Mktg. & Support)
https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis
http://www.bankinter.com/
Avda. Bruselas 14
28108 Alcobendas, Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf
* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *"open weblink in Browser"* con el botón derecho de su ratón.

PYG Resumida (M€)	2015r	2016r	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	TAMI 17/22
Total Ingresos	**1.377**	**1.497**	**1.634**	**1.724**	**1.758**	**1.815**	**1.883**	**1.962**	*4%*
Coste Operativos	-1.234	-1.274	-1.388	-1.449	-1.474	-1.514	-1.559	-1.611	*3%*
EBITDA	**143**	**224**	**246**	**274**	**284**	**301**	**324**	**351**	*7%*
Margen Ebitda	*10%*	*15%*	*15%*	*16%*	*16%*	*17%*	*17%*	*18%*	
EBIT	68	107	136	166	176	195	218	246	*13%*
Margen Ebit	*5%*	*7%*	*8%*	*10%*	*10%*	*11%*	*12%*	*13%*	
BNA	-26	28	68	86	99	118	142	169	*20%*
Margen BNA	*-2%*	*2%*	*4%*	*5%*	*6%*	*7%*	*8%*	*9%*	
BPA	-0,07	0,08	0,19	0,25	0,28	0,34	0,40	0,48	*20%*
BPA *fully diluted (**)*	-0,06	0,07	0,17	0,22	0,25	0,29	0,35	0,42	
DPA	n.a.	0,05	0,10	0,15	0,14	0,17	0,20	0,24	*19%*
DPA *fully diluted*	n.a.	0,04	0,09	0,13	0,12	0,15	0,18	0,21	

Fuente: Análisis Bankinter y propia compañía. *(*) TAMI (Tasa Anual Media de Incremento)*

(**) Ajustado por el efecto dilutivo del impacto de los bonos convertibles acciones con vencimiento 8-nov.-18 y en acciones (50,8M nuevas acciones)

Balance Resumido (M€)	2015r	2016r	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Inmovilizado	2.322	2.219	2.229	2.206	2.187	2.171	2.159	2.152
Activo Corriente	311	272	297	313	319	329	341	355
Tesorería	78	137	149	156	158	162	167	173
TOTAL ACTIVO / PASIVO	**2.711**	**2.627**	**2.675**	**2.675**	**2.664**	**2.663**	**2.668**	**2.680**
Patrimonio Neto Total	1.126	1.156	1.189	1.223	1.272	1.331	1.402	1.487
Pasivo Corriente	351	346	357	371	375	384	394	406
Deuda Financiera	887	862	861	813	750	681	605	519
Pasivo No Corriente	347	263	268	268	267	266	267	268
Fondo de Maniobra	38	62	89	98	102	108	115	122

Fuente: Análisis Bankinter y propia compañía.

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo

			2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	VR
Crecimiento sostenible(g)	0,75%	**BNA**	86	99	118	142	169	
Coste de capital (Ke)	7,3%	Amortización	109	107	106	106	105	
Coste de la deuda (Kd)	6,9%	Financieros (1-T)	40	43	39	35	30	
Prima de riesgo (Rp)	5,5%	**CFO**	235	249	264	282	304	
Tasa libre de riesgo (RFR)	1,5%	(-)Inversiones	-86	-88	-91	-94	-98	
WAAC	7,0%	+/- Var. F. M.	-9	-4	-6	-7	-7	
Beta (5 años)	1,05	**CFL**	140	157	167	181	199	3.226

Fuente: Análisis Bankinter.

Valor más probable (escenario central)

EV	2.888 M€
-Minoritarios	3 M€
- DFN	747 M€
EqV	2.138M€
Nº acciones (M)	401
Pr. objetivo (€/acc.)	5,3 € (*)
Cotización (€/acc.)	5,91 €
Potencial	-10%

(*) Calculado con el total de acciones 401M acc. = 350M acc. actualmente emitidas + 51M acc. nuevas del bono convertible con vencimiento 8/11/18 (representa aproximadamente el 15% de capital actual de la Compañía).

Matríz de Sensibilidad.

		g				
Rp	WACC	0,55%	0,65%	0,75%	0,85%	0,95%
7,0%	7,90%	4,2 €	4,3 €	4,4 €	4,4 €	4,5 €
6,5%	7,59%	4,5 €	4,6 €	4,7 €	4,7 €	4,8 €
6,0%	7,28%	4,8 €	4,9 €	5,0 €	5,1 €	5,1 €
5,5%	6,96%	5,2 €	5,2 €	5,3 €	5,4 €	5,5 €
5,0%	6,65%	5,5 €	5,6 €	5,7 €	5,8 €	5,9 €
4,5%	6,34%	5,9 €	6,1 €	6,2 €	6,3 €	6,4 €
4,0%	6,03%	6,4 €	6,5 €	6,7 €	6,8 €	6,9 €

Fuente: Análisis Bankinter.

La Compañía ha sido informada sobre esta recomendación antes de la publicación de esta Nota.

Equipo de Análisis de Bankinter: Ana de Castro (analista principal de este informe)
Ramón Forcada, Rafael Alonso, Aránzazu Bueno
Eva del Barrio, Jesús Amador, Joao Pisco
Ramón Carrasco, Esther Gutiérrez de la Torre, Susana André (Mktg. & Support)
https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis
http://www.bankinter.com/
Avda. Bruselas 14
28108 Alcobendas, Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf
* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *"open weblink in Browser"* con el botón derecho de su ratón.