SECTOR: Hoteles

RECOMENDACIÓN: **Vender.** PRECIO OBJETIVO: **5,30€/acc..**

ESTA COMPAÑÍA **NO** SE ENCUENTRA EN NUESTRAS **CARTERAS MODELO**

A continuación se ofrecen los comentarios y las notas más relevantes publicadas por el Equipo de Análisis de Bankinter sobre **NH Hoteles**, principalmente en nuestros Informes Diarios.

En este documento encontrará la perspectiva más actualizada, en base a la información más reciente y públicamente disponible. El primer comentario es el más reciente en orden cronológico y es el que contiene la información más actualizada. Por tanto, recoge la información que debe ser tenida más en cuenta, ya sea en relación a la recomendación sobre el valor, su precio objetivo o cualquier otro aspecto relevante afectado.

INFORMACIÓN RECIENTE PUBLICADAS SOBRE NH Hoteles.

13/03/2018

NH HOTELES (Vender; Pr. Obj. 5,30€/acc; Cierre 6,27 €/acc): La oferta de 650M€ por la participación de HNA (29,5% de NH) no ofrece prima.- Blackstone y Starwood han presentado una oferta preliminar para hacerse con la participación del 29,5% del Grupo chino HNA, primer accionista de NH. **OPINIÓN:** El precio propuesto (650M€) por el 29,5% de NH, supone valorar el 100% del capital de NH en 2.203M€, es decir, lo mismo que su capitalización (2.196M€ a cierre de ayer) y, por tanto, **sin prima**. Esta oferta se produce después de que, según comunicado a la CNMV el 19/01/2018, el grupo Chino ordenase la venta del total de su participación en NH. De salir adelante la operación, lo dos fondos, Blackstone y Starwood, pasarían a ser los primeros accionistas de NH, seguidos de Oceanwood Capital (12,06%) y el Grupo Hesperia (9,27%). En una operación corporativa de este tipo, lo habitual es pagar una prima de control. **Prima de control que no existe en esta oferta preliminar propuesta. Lo cual resulta inusual.**

01/03/2018

NH HOTELES (Vender; Pr. Obj. 5,30€/acc; Cierre: 6,235€/acc): Resultados de 2017 se ajustan a las previsiones de la Compañía y confirma *guidance* 2018.- Principales cifras 2017 comparadas con estimaciones BK y estimaciones de Bloomberg (BB): Ingresos 1.571M€ (+6.5%) vs. 1.634M€ estimado BK y 1.565M€ estimado BB ; Ebitda recurrente 233M€ (+29%) vs. 246M€ estimado BK y 236€ estimado BB ; Mg. Ebitda recurrente 14,8% vs. 12,3% en 2016; BNA recurrente 35M€ (+203%) vs.y BNA (incluyendo no recurrente) 36M€ (+15%) y BPA 0,048€ (+42%). Principales indicadores operativos: RevPar 64,7€ (+8%); ADR 94,9€ (+5%); Ocupación 71,7% vs. 68,6% en 3T'16 y habitaciones medias 43,688 (sin cambios).**OPINIÓN:** Los resultados de 2017 se ajustan a las previsiones de la Compañía, aunque quedan por debajo de las nuestras y de las estimaciones de consenso. No obstante, son buenas cifras y mejora significativamente los márgenes. Destaconamos positivamente la evolución de la deuda: La Deuda Financiera Neta se reduce -12% hasta 655M€ (desde dic.'16) y el apalancamiento (DFN/Ebitda recurrente) mejora significativamente al pasar a 2,8x desde 4,1x en dic.'2016. Por último, confirma *guidance*: (i) Ebitda'18 alcanzará 260M€ y Ebitda'19 podría aproximarse a los 300M€. (ii) BNA'19 recurrente aumentará hasta 100M€. (iii) La deuda financiera neta se reducirá hasta 1,2x (punto medio del rango previsto DFN/Ebitda, sujeto a la conversión del bono con vencimiento 2018) o hasta 2,1x Ebitda si no hay conversión. La Compañía ofrece más detalle en el *conference call* sobre los resultados. Con toda esta información, publicaremos una Nota sobre los resultados y perspectivas para NH. Actualmente mantenemos las recomendación sobre el valor en Vender y precio Objetivo en 5,3€. Link a los resultados de la Compañía

Bankinter Análisis (sujetos al RIC):
Ramón Forcada, Ramón Carrasco, Rafael Alonso, Jesús Amador, Pilar Aranda
Eva del Barrio, Ana de Castro, Esther G. de la Torre, Ana Achau (Asesoramiento)
http://broker.bankinter.com/
http://www.bankinter.com/
Paseo de la Castellana, 29
28046 Madrid

Todos los informes disponibles en: http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP
Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal
* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *"open weblink in Browser"* con el botón derecho de su ratón.

19/01/2018

NH HOTELES (Vender; Pr. Obj. 5,30€/acc; Cierre: 6,155€/acc.): Su principal accionista, el Grupo HNA, aprovecha el buen momento para intentar desinvertir.- Según comunicado a la CNMV, el grupo Chino ha ordenado la venta de su participación del 29,5% en NH. **OPINIÓN:** *A priori*, no es una mala noticia para NH cuyo atractivo en el mercado está en auge tras desestimar la fusión con Barceló. Por eso, el grupo chino HNA intenta aprovechar el creciente interés de los inversores para vender el 100% de su participación y con ello aliviar sus problemas de liquidez para atender sus compromisos financieros. Por otra parte, cabe mencionar que HNA es el principal accionista de NH pero sin representación en el Consejo desde junio 2016, tras las intensas disputas con miembros del consejo y otros accionistas de referencia por conflictos de interés. De manera que esta posible desinversión pondría fin a un foco de tensiones. No obstante, hay que tener en cuenta que aunque el primer impacto ha sido favorable para el valor (el viernes rebotó +1,4% a raíz de la noticia), lo importante son estos dos factores: (i) Por un lado, conocer la prima del precio de venta. Al tratarse de una participación relevante lo usual es que se pague una prima de control por el paquete accionarial y saber su destino, es decir, cuál será la nueva estructura accionarial. En estos momentos los principales accionistas son: HNA Group 29,5%; Oceanwood Capital 11,97%; Grupo Hesperia 9,27%; Janus Henderson 4,19%, y NH Hoteles 2,15%. (ii) Por otro lado, se abre el riesgo de salida de papel al mercado (negativo para NH), ya que otros accionistas podrían animarse a vender sus posiciones. En este escenario, la cotización corregiría pero, hay una lectura positiva porque, aumentaría el atractivo por precio para potenciales operaciones corporativas. En definitiva, el valor podría retroceder hasta que se cierre el precio de venta por parte del NHA. Mantenemos nuestra recomendación en Vender, al menos, hasta conocer el desenlace de la desinversión.

18/01/2018

NH HOTELES (Vender; Pr. Obj. 5,30€/acc; Cierre: 6,1€/acc.): Revisa *guidance* al alza para el crecimiento y a la baja para la deuda.- NH prevé superar el objetivo de Ebitda 2018 fijado en 260M€ y acelerar el desapalancamiento, gracias al fuerte impulso del turismo y al sostenido incremento de los precios en el sector. **OPINIÓN:** La noticia es positiva al disipar las dudas sobre el deterioro de las cifras del grupo por el descenso de las reservas hoteleras en Cataluña. Sin embargo, parecen que serán compensadas por la mejor evolución de otros mercados e impulsarán los resultados de NH más allá del *guidance* previsto en 2018, permitiendo elevar el dividendo hasta 0,15€/acc. (+50%). Este dividendo ofrece una *yield* de +2,45% vs. +1,6% del dividendo anteriormente previsto. Mantiene el objetivo de alcanzar un *pay-out* de 50% a partir de 2019. La revisión al alza del *guidance* 2018 se apoya, como ha venido siendo hasta ahora, en el aumento de precios de +4% que sitúa el ADR (precio medio por habitación disponible) por encima de los 100€ en 2018. Por otra parte, prevé reducir el endeudamiento (DFN/ebitda) hasta 3x a cierre de 20107 y hasta 1,2x en 2018 siempre que los bonos convertibles (250M€ emitidos en 2013) se convierten, finalmente, en acciones. Para que esta conversión se materialice, NH tiene que cotizar a 4,92€/acc o por encima a la fecha del vencimiento de la emisión (noviembre de 2018). De no darse esta condición, el ratio DNF/ebitda será de 2,1x. En definitiva, la noticia es positiva por la mejora de rentabilidad para el accionista vía dividendo, sin embargo no cuantifica el nuevo *guidance* para el ebitda'18 o el Revpar. Deducimos que el incremento de precios (+4% ADR) compensará las pérdidas derivadas de la incertidumbre por Cataluña. En cuanto a la reducción de la deuda era un tema ya conocido. En conclusión, pensamos que el impacto será reducido en el valor y recogerá está información de forma más bien neutra. Pensamos que la fuerte revalorización de la acción impulsada por la oferta de Barceló (ya rechazada por NH) ha puesto en precio la mejora de las cifras esperadas para NH. No obstante, los resultados del 4T'17 (publica previsiblemente a finales de febrero) serán clave para revisar nuestra recomendación al alza. Link Nota NH

11/01/2018

NH HOTELES (Vender; Pr. Obj. 5,30€/acc; Cierre: 6,1 €/acc): El Consejo rechaza la oferta de Barceló.- Los argumentos para rechazarla son 3: (i) valoración relativa insuficiente (en lo que a NH se refiere, claro). (ii) No recoge adecuadamente la capacidad de generar resultados de NH. (iii) No aporta liquidez a los accionistas de NH (es un canje de activos). Link al comunicado de NH. **OPINIÓN:** Impacto neutral o moderadamente bajista en la cotización hoy. Esperábamos que el pronunciamiento fuera en este sentido y Barceló ya ha dicho que no mejorará su oferta por NH. En realidad, los argumentos de NH para rechazar la oferta son muy similares a los expresados por nosotros el día siguiente a su presentación (20.11.2017): consideramos que ésta

Bankinter Análisis (sujetos al RIC):
Ramón Forcada, Ramón Carrasco, Rafael Alonso, Jesús Amador, Pilar Aranda
Eva del Barrio, Ana de Castro, Esther G. de la Torre, Ana Achau (Asesoramiento)
http://broker.bankinter.com/
http://www.bankinter.com/
Paseo de la Castellana, 29
28046 Madrid
Todos los informes disponibles en: http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP
Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal
* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *"open weblink in Browser"* con el botón derecho de su ratón.

(7,08€/acc., mediante aportación de activos) carece de atractivo para el accionista minoritario de NH tanto por el ratio de canje propuesto (40% NH vs 60% Barceló basado únicamente en relación de Ebitda 2016), como por el tipo de contraprestación ofrecida (un canje de activos; no una oferta en efectivo). Adjuntamos Link a nuestra Nota de NH publicada el 24/11/2017. Recordamos que el día 24.11.2017 redujimos nuestra recomendación sobre NH desde Neutral hasta Vender con el objetivo de aprovechar la revalorización posterior a la presentación de la oferta de Barceló para tomar beneficios. Una vez que esta oferta ha sido formalmente rechazada creemos que la cotización podría estabilizarse ligeramente por debajo de la frontera psicológica de los 6,00€/acc. Cuando eso suceda (si sucede) podríamos revisar al alza tanto nuestra recomendación como nuestro Precio Objetivo para considerar una valoración que recogiera una potencial prima de control en caso de una hipotética operación corporativa futura.

04/01/2018

NH HOTELES (Vender; Pr. Obj. 5,30€/acc; Cierre: 6,00€/acc.): Barceló descarta mejorar su oferta por NH.- Simón Pedro Barceló, copresidente del Grupo Barceló, afirma en una entrevista: (i) No mejorará su oferta por NH. (ii) Desde que lanzó la actual oferta no han mantenido contactos con los accionistas de NH. (iii) No contempla salir a bolsa en solitario ni ningún otro tipo de operación corporativa en caso de que el Consejo de NH rechace su oferta. **OPINIÓN:** En todo caso este pronunciamiento podría debilitar algo la cotización de NH en las próximas sesiones, pero en realidad no aporta nada realmente nuevo porque, como ya dijimos en su momento, no esperábamos que Barceló mejorase su oferta. Como expresamos el día siguiente al lanzamiento de la oferta por parte de Barceló (20.11.2017), consideramos que ésta (7,08€/acc., mediante aportación de activos) carece de atractivo para el accionista minoritario de NH tanto por el ratio de canje propuesto (40% NH vs 60% Barceló basado únicamente en relación de Ebitda 2016), como por el tipo de contraprestación ofrecida (un canje de activos; no una oferta en efectivo). Adjuntamos Link a nuestra Nota de NH publicada el 24/11/2017. La cotización de NH (6,00€/acc. cierre de ayer) se mantiene claramente por debajo de la oferta de Barceló (7,08€/acc), como esperábamos que sucedería, razón por la que ya el día 24.11.2017 redujimos nuestra recomendación sobre NH desde Neutral hasta Vender con el objetivo de aprovechar la revalorización de los 2 días siguientes a la presentación de la oferta de Barceló para tomar beneficios. El Consejo de NH se reúne de forma extraordinaria el 10 de enero para pronunciarse sobre la oferta. Seguimos pensando que es improbable que la operación se materialice en las condiciones propuestas.

28/12/2017

NH HOTELES (Vender; Pr. Obj. 5,3€/acc; Cierre: 5,905€/acc.): Vende un Hotel en Ámsterdam por 155M€.- El grupo NH ha alcanzado un acuerdo de venta y posterior arrendamiento (contrato de alquiler prorrogable hasta 60 años) con el fondo alemán Deka Immobilien para el hotel NH Collection Barbizon Palace, situado junto a la estación Central de Ámsterdam. La renovación del hotel (con 274 habitaciones) finalizó en 2017. **OPINIÓN:** Esta operación permitirá a NH: (i) Reducir la exposición inmobiliaria en línea con el plan de desinversión previsto por la Compañía. (ii) Mantener la explotación del Hotel NH Collection Barbizon Palace mediante el contrato de alquiler de renta variable de duración de 20 años y prorrogable hasta 60 (incluye la opción de ejercitar dos prórrogas 20 años cada una). (iii) El precio de venta de 155,5M€ supone una caja neta de 122,4M€ y una plusvalía de 55M€. NH no ha especificado cuál será el destino de los fondos pero parece razonable que se utilice para amortizar deuda. En concreto, el bono convertible de 250M€ (representa aproximadamente el 15% de capital actual de la Compañía) y permitiría cumplir el objetivo de reducir la deuda financiera neta hasta 1,5/2x Ebitda. En definitiva, se trata de una buena noticia por la generación de caja que permite seguir reduciendo deuda y, por otro lado, favorece la credibilidad de la Compañía que demuestra que cumple los planes previstos. Por ello, NH debería cotizar con ligera alzas aunque la operación propuesta con Barceló (precio ofrecido en la fusión 7,08€/acc.) limitará las subida del valor.

21/12/2017

NH HOTELES (Vender; Pr. Obj. 5,3€/acc; Cierre: 5,92€/acc.): Pospone hasta el 10 de enero la decisión definitiva a la propuesta de Barceló.- Según ha comunicado a la CNMV, NH celebrará una reunión extraordinaria del Consejo de Administración (10 ene. 2018) para adoptar la resolución definitiva. **OPINIÓN:** Este comunicado no ofrece novedades en cuanto a la información conocida hasta este momento. NH continuará durante este

Bankinter Análisis (sujetos al RIC):
Ramón Forcada, Ramón Carrasco, Rafael Alonso, Jesús Amador, Pilar Aranda
Eva del Barrio, Ana de Castro, Esther G. de la Torre, Ana Achau (Asesoramiento)
http://broker.bankinter.com/
http://www.bankinter.com/
Paseo de la Castellana, 29
28046 Madrid
Todos los informes disponibles en: http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP
Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal
* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *"open weblink in Browser"* con el botón derecho de su ratón.

periodo (hasta el 10 de enero) valorando diferentes alternativas con asesores externos para responder a la propuesta de fusión de Barceló. **Pensamos que hoy no tendrá impacto la cotización del Valor.** Adjuntamos Link a nuestra Nota de NH publicada el 24/11/2017 En nuestra opinión, la oferta de la operación no es atractiva para el accionista minoritario de NH ni por el ratio de canje propuesto, ni por el tipo de contraprestación ofrecida (un canje de activos vs. oferta económica). 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. Parece razonable que NH valore sus activos, su potencial de crecimiento con la implementación de su nuevo plan estratégico y cuantifique las sinergias resultantes de una posible fusión. De manera que la operación genere el máximo valor al accionista. La cotización de NH (5,92€/acc. cierre de ayer) se mantiene por debajo de la oferta de Barceló (7,08€/acc). Precio que no ha superado en ninguna sesión la cotización desde que se conoció la propuesta (20 de nov.). Como explicamos en dicha Nota, este diferencial entre cotización y oferta (-20%) reflejaría la reducida probabilidad que otorga el mercado a que Barceló esté dispuesto a mejorar su oferta. Por ello, pensamos que parece poco probable que la operación se materialice en las condiciones actuales.

01/12/2017

NH HOTELES (Vender; Pr. Obj. 5,3€/acc; Cierre: 6,175€/acc.): Estudia la oferta de Barceló.- Según la prensa económica NH estaría valorando diferentes alternativas para responder a la propuesta de fusión de Barceló. **OPINIÓN:** En nuestra nota publicada el 24/11/2017 expusimos que la oferta de la operación no es atractiva para el accionista minoritario de NH ni por el ratio de canje propuesto, ni por el tipo de contraprestación ofrecida (un canje de activos vs. oferta económica). 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. Parece razonable que NH valore sus activos, su potencial de crecimiento con la implementación de su nuevo plan estratégico y cuantifique las sinergias resultantes de una posible fusión. De manera que la operación genere el máximo valor al accionista. La cotización de NH (6,175€/acc. cierre de ayer) se mantiene por debajo de la oferta de Barceló (7,08€/acc). Precio que no ha superado en ninguna sesión la cotización desde que se conoció la propuesta (20 de nov.). Como explicamos en nuestra Nota, este diferencial entre cotización y oferta (-13%) reflejaría la reducida probabilidad que otorga el mercado a que Barceló esté dispuesto a mejorar su oferta. En todo caso, pensamos que parece poco probable que la operación se materialice en las condiciones actuales. Link Nota de NH

Bankinter Análisis (sujetos al RIC):
Ramón Forcada, Ramón Carrasco, Rafael Alonso, Jesús Amador, Pilar Aranda
Eva del Barrio, Ana de Castro, Esther G. de la Torre, Ana Achau (Asesoramiento)
http://broker.bankinter.com/
http://www.bankinter.com/
Paseo de la Castellana, 29
28046 Madrid

Todos los informes disponibles en: http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP
Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal
* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *"open weblink in Browser"* con el botón derecho de su ratón.

Sector: Hoteles

¿OPA a la vista?

NH

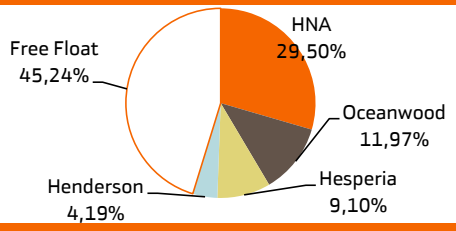
Precio Objetivo: 5,3 €
Recomendación: Vender

:: 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

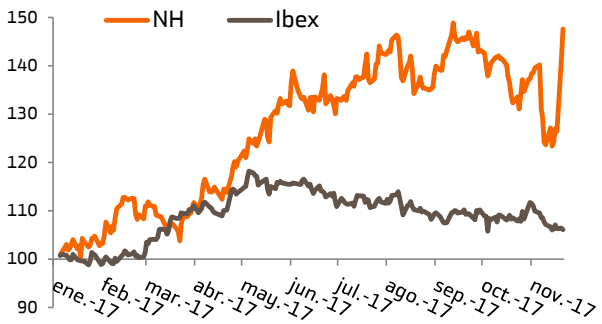
Según nuestras estimaciones preliminares, esta operación daría lugar a una compañía con Equity Value de unos 7.100M€, de los cuales 2.840M€ corresponderían a NH (40% del total) y los restantes 4.260M€ a Barceló (60%). Deducimos que este ratio (60% Barceló - 40% NH) se ha extraído de la contribución que 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.

29/09/2017

NH HOTELES (Neutral; Cierre: 5,65€; Var. Día: -2,6%), Plan Estratégico 2017/2019.-La cadena hotelera presentó ayer su PE17/19 mejorando previsiones. **OPINIÓN:** Detallamos los puntos más relevantes:

(i) El Ebitda 2017 ascenderá a 230M€ (+27% a/a) vs. 225M€ anterior estimación; el Ebitda 2018 alcanzará 260M€ y en 2019 el Ebitda mejorará en el rango 285/290M€ pudiendo superarlo y aproximarse a los 300M€. El BNA aumentará +4%/+4,5% hasta 100M€ en 2019 y el RevPar en el rango +5%/+5,5%. Estas cifras no incluyen partidas no recurrentes. Es decir, ni venta de activos, ni extraordinarios. La mejora de los resultados se basará en la evolución del negocio, en la estrategia de control de gastos y en un tercer factor clave – en el que han trabajado en este último año – la gestión de contratos de leasing de calidad. Con ello NH aplica una metodología basada en la selección más que en el volumen de contratos. De manera que los propietarios de los inmuebles se involucren con una mayor aportación al capex de mantenimiento. Estiman que una vez finalizado por completo el programa de reposicionamiento (finales de 2017) el capex normalizado será 4%/5% sb/ingresos. Si bien, se trata de un porcentaje superior al capex previo a esta fase de reposicionamiento de marca y hoteles, hay que tener en cuenta que el nuevo modelo de negocio exige ahora una elevada inversión en tecnología que incrementa el capex.

(ii) La deuda financiera neta se reducirá hasta 1,5/2x Ebitda Supone una significativa mejora y un ambicioso objetivo ya que se reduce desde niveles de apalancamiento muy elevados, entono a 6x Ebitda, en los años previos. La Compañía prevé amortizar el bono "high yield" con vencimiento 2019 mientras que antes estimaba hacerlo en noviembre/diciembre de este año. Estima que el coste medio de la deuda se situará cerca al 4%.

(iii) El dividendo se normalizará y prevé un *payout* del 50% en 2019. Aceptando el objetivo de 100M€ de BNA'19, la rentabilidad por dividendo seria 2,5%.

En definitiva, valoramos positivamente el P/E. Publicaremos una Nota con precio objetivo y recomendación incluyendo estas nuevas previsiones.

25/08/2017

NH HOTELES (Neutral; Cierre: 5,35€; Var. Día: -0,36%): El segundo accionista reduce su participación hasta el 11,8%.- El fondo Oceanwood Capital Management, fondo de capital riesgo británico, ha reducido su participación un -2,4% hasta 11,8%, lo que supone 42 millones de títulos de NH Hoteles. La semana pasada el fondo de inversión había aumentado su participación hasta 14,3%. **OPINIÓN:** Con esta reducción en el capital de la compañía la estructura accionarial de NH no se ve modificada. En estos momentos los principales accionistas son: HNA Group 29,50% (grupo inversor chino), Oceanwood Capital 11,8%, Grupo Hesperia 9,10%, Janus Henderson 4,19%, Bandendina 2,96%, NH Hoteles 2,15% y Dimensional Fund Advisor 2,05%.

NH HOTELES (Neutral; Cierre: 5,55€; Var. Día: +2,2%): Resultados del 1S 2017 son buenos y en línea de lo estimado. Destacamos la generación de beneficios, la mejora del margen Ebitda y la reducción del apalancamiento.-

Principales cifras comparadas con el consenso de Bloomberg: Ingresos 764M€ (+6,9%) vs 766,5M€ estimado; Ebitda 103M€ (+30%) vs.100M€ estimado y BNA 8,7M€ (frente a unas pérdidas de -8,3M€ en 1S'16) vs. +8,5M€ estimado. Principales indicadores operativos del 1S'17: RevPar 66,6€ (+10,7%); ADR 95,7€ (+6,1%); Ocupación 69,8% vs. 67,0% en 1S'16 y habitaciones medias 44.370 (-0,9%). La deuda financiera neta se reduce hasta €726M (-3% desde dic.'16).

OPINIÓN: Las cifras muestran, *a priori*, un buen crecimiento de los ingresos. Así el RevPar (ingresos medios por habitación) aumentan +11% gracias, no sólo a la estrategia de aumento de precios, sino también por la mayor ocupación hotelera. El Ebitda avanza +30% (esto supone batir estimaciones) y consigue generar beneficios casi 9M€ frente a pérdidas de -8M€ el año pasado. Destacamos principalmente dos aspectos: **(i)** La mejora de márgenes. El Mg. Ebitda se amplía hasta 13,5% frente 10,2% en 1S'16. **(ii)** El ratio de apalancamiento (Deuda Financiera Neta /Ebitda recurrente) pasa a 3,4x desde 4,1x en diciembre. Con esta

Bankinter Análisis (sujetos al RIC):
Ramón Forcada Ramón Carrasco Rafael Alonso Jesús Amador Pilar Aranda
Eva del Barrio Ana de Castro Esther G. de la Torre Ana Achau (Asesoramiento)
http://broker.bankinter.com/
http://www.bankinter.com/
Paseo de la Castellana, 29
28046 Madrid
Todos los informes disponibles en: http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP
Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal
* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *"open weblink in Browser"* con el botón derecho de su ratón.

reducción se acerca al objetivo fijado por la Compañía de situar el apalancamiento en el rango 3,0x/3,25x. Por último, el dividendo aprobado con cargo al ejercicio 2016 es de 0,05€/acc. con una *yield* de 0,9%. En definitiva, los resultados son buenos y nos gustan. Tras el *conferecne call de NH* ampliaremos esta información y probablemente pasemos la recomendación a Comprar desde Neutral. Acceso directo a los Resultados de la Compañía.

11/05/2017

NH HOTELES (Neutral; Cierre: 4,88€; Var. Día: 1,21%): Rdos 1T buenos y mejores de lo esperado. Confirma objetivos 2017.- Resultados del 1T frente a consenso Bloomberg: Ventas 328,6M€ (+8,9%) vs 321M€ esperado; Ebitda 10,8M€ (vs -4,8M€ en 1T'16) y 6M€ esperado; BNA -24,8 (vs -39,6M€ en 1T'16) y -28M€ esperados. ADR 89€ (+5,5%). El RevPAR se incrementa +11,9%. Tras la favorable tendencia y evolución experimentada durante el 1T, la compañía ha confirmado la previsión para 2017 de alcanzar un Ebitda de 225M€ y reducir el apalancamiento (DN/Ebitda) a 3,0x-3,25x. A su vez, consolida las buenas perspectivas para 2018 impulsadas por el crecimiento en los principales mercados, la mejora por las reformas llevadas a cabo en 2016 y la segunda fase del Plan de Eficiencia, con ahorros de entre €7M€ y 10M€. **OPINIÓN:** Buenos resultados y mejores de lo esperado. Destacar que es la primera vez en los últimos 5 años en la que el Ebitda es positivo en las cuentas del 1T. Pensamos que la compañía los descontará positivamente. Acceso directo a los Resultados.

28/02/2017

NH HOTELES (Neutral; Cierre: 4,39€; Var. Día: +2,45%): Los Resultados de 2016 baten estimaciones en beneficios. *Guidance* 2017 mejora en ingresos y en márgenes.

Principales cifras del 2016: Ingresos 1.475M€ (+6%) vs. 1.482M€ estimado; Ebitda 181M€ (+21%); Mg. Ebitda 12% vs. 10,7% en 2015; BNA recurrente 32M€ (105%); BNA recurrente 11,5M€ (+14%) y BNA (incluyendo no recurrente) 31M€ (+29%) y BPA 0,088€ (+3%) vs 0,065€ estimado

Principales indicadores operativos del 2T: RevPar 62€ (+6%); ADR 90,6€ (+5%); Ocupación 68,4% vs. 67,6% en 2015. y habitaciones medias 44.718 (0,6%).

Apalancamiento: Deuda Financiera Neta /Ebitda recurrente 4,1x vs. 5,6x en 2015

Guidance 2017: Ingresos 1.535/1.565M€ (+4/+6%); Ebitda 220/225M€, Margen Ebitda 14%, Ahorro de Costes 7/8M€ en 2017 y 7/10M en 2018 y apalancamiento 3,0x/3,25x (DFN/Ebitda recurrente). Capex de mantenimiento 4/5% sobre ingresos (aprox. 70M€) y Capex de expansión (incluye renegociación de rentas) 10/15M€.

Dividendo máximo (pendiente de aprobación en JGA) 0,05€/acc.

OPINIÓN: Ha presentado al cierre de mercado. Los resultados a primer avista tienen buena pinta. Mejoran ingresos y márgenes. El aumento de márgenes destaca positivamente por haber sigo uno de los principales hándicaps de la Compañía. El *guidance* 2017 apunta en esta misma línea (aumento de ingresos y ahorro de costes), además de reducir el apalancamiento (actualmente en niveles considerablemente altos).En concreto identificamos la elevada deuda como unos de los principales riesgos. El dividendo propuesto equivale ofrece una escasa rentabilidad de 1% pero supone un avance positivo tras los últimos años. Mañana la compañía ofrece un *conference call* para detallar toda esta información. Con todo ella publicaremos una Nota con recomendación sobre el valor (actualmente en Neutral) y precio Objetivo. Link a los resultados de la Compañía

29/06/2016

NH HOTELES (Neutral; Cierre: 3,895€; Var. Día: -3,8%): Genera beneficios en el 1S´16 gracias a los buenos resultados del 2T´16, no sólo por las plusvalías de la venta de activos.

Resultados del 2T 2016:

Principales cifras del 2T 2016: Ingresos 413M€ (+7%); Ebitda 79,5M€ (+19%); BNA recurrente 32M€ (105%); BNA (incluyendo no recurrente) 49M€ (+321%) y BPA 0,14€ vs 0,04€ en 2T´15.

Bankinter Análisis (sujetos al RIC):
Ramón Forcada, Ramón Carrasco, Rafael Alonso, Jesús Amador, Pilar Aranda
Eva del Barrio, Ana de Castro, Esther G. de la Torre, Ana Achau (Asesoramiento)
http://broker.bankinter.com/
http://www.bankinter.com/
Paseo de la Castellana, 29
28046 Madrid
Todos los informes disponibles en: http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP
Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal
* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *"open weblink in Browser"* con el botón derecho de su ratón.

Principales indicadores operativos del 2T: RevPar 69,5 (+7%); ADR 95,3 (+6%); Ocupación 73,0% vs. 72,5% en 2T´15. y habitaciones medias 45.020 (0%).

Resultados del 1S 2016:

Principales cifras del 1S 2016 comparadas con el consenso de Bloomberg: Ingresos 715,1M€ (+7,5%) vs. 715,5M€ estimado; Ebitda 76M€ (+22%); BNA recurrente -5,5M€ vs pérdidas de -12,5M€ en 1S´15; BNA (incluyendo no recurrente) 9,7M€ vs. pérdidas de -17M€ en 1S´15 y BPA 0,043€ vs -0,04€ en 1S´15.

Principales indicadores operativos del 1S: RevPar 60,1 (+6,5%); ADR 90,2 (+5%); Ocupación 66,7% vs. 65,8% en 1S´15. y habitaciones medias 44.780(+1%).

La primera impresión es que los resultados son buenos por los siguientes motivos:

(i) Genera beneficios gracias al buen comportamiento del negocio hotelero en el 2T, no sólo por la venta de activos durante el primer semestre del año. Sin dichas plusvalías habría cerrado el 1S´16 en pérdidas (-5M€) lastrado por los resultado del 1T´15 (BNA -36M€). No dejaría de ser una importante mejora relativa que compara con -13M€ en 1S 2015.

(ii) Mejora su posición financiera. La deuda financiera neta se sitúa en 801M€ (-4% respecto a dic.´15). Equivale a un ratio de apalancamiento 4,8x (DFN/Ebitda últimos 12 meses) vs.5,6x en dic. 15.

(iii) La mejora de las cifras se debe a la mayor contribución del ADR (+6%) al crecimiento al RevPar (del 91%) de la estrategia de *pricing*. El RevPar aumenta +7% y +9,4% si excluimos el efecto de tipo de cambio. Destaca positivamente el comportamiento de España (+13,8%) y Europa Central (+11,4%).

Mantiene *guidance* 2016 para el Ebitda en 190M€ y el objetivo de reducción de apalancamiento hasta 4,0x (DFN/Ebitda recurrente). No se pronuncian sobre las previsiones de ingresos cuando antes estimaban un incremento de 7%/9%.En definitiva se trata de buenos resultados. Fruto de la estrategia de reposicionamiento de marca y la estrategia de *pricing*. Un trasvase hacia un **modelo de negocio más enfocado a la gestión de la actividad hotelera**, que justifica el proceso de desinversión de activos. El objetivo de desinversión es de €140M€ este año. En 1S´16 han alcanzado el 54% de este objetivo y con las transacciones firmadas el mes de julio el 73%. La venta del Hotel de Nueva York (en proceso) permitirá materializar el 100% de este objetivo, cumplir con el de reducción de apalancamiento, continuar con el plan de reposicionamiento y cumplir con el compromiso de **reanudar el pago de dividendos en 2017**. Las acciones deberían cotizar al alza tras estos resultados y el fuerte retroceso de ayer. Actualizaremos nuestra recomendación (actualmente en Neutral) después del *conference* con la Compañía. Link a los resultados de la Compañía.

23/06/2016

NH HOTELES (Neutral; Cierre: 4,325€; Var. Día: -3,0%): La nueva etapa en el grupo se inaugura con nuevos planes- El nuevo consejo del grupo (encabezado por Hesperia y el fondo Oceanwood) ha señalado en qué aspectos se centrarán los principales objetivos para la cadena hotelera: (i) Retribución para el accionista, (ii) desapalancamiento, (iii) racionalización de la inversión en capex y (iv) un plan de incentivos a largo plazo. **OPINIÓN:** Se trata de una buena noticia tras la salida del consejero delegado, González Tejada, que hasta ayer había dirigido el Plan a cinco años (2014/2018) del grupo. Los nuevos objetivos planteados sugieren – *a priorir* – reforzar algunos de los puntos débiles del grupo. Así, se fija el compromiso de restaurar el pago de dividendo de manera sostenible a partir de 2017 (el último dividendo se pagó en 2008, antes de la crisis). En cuanto a la reducción de la deuda (la DFN ascendió a 868M€ en mar`16, representado un elevado ratio de endeudamiento de 5,4x DFN/Ebitda) se llevará a cabo mediante la desinversión en activos. En concreto, esperan completar la venta del hotel Jolly Madison en Nueva York en la segunda mitad de 2016. Mediante esta venta, la de otros activos - calificados como no estratégicos - y un plan de gestión de costes (reducción y eficiencia) desarrollarán una nueva estrategia de inversión y crecimiento, combinada con el actual proceso de reposicionamiento. Por otra parte, si logran desapalancarse (recordemos que el Plan Estratégico 14/18 contemplaba una disminución del ratio DFN/Ebitda hasta 3x/4x) podrían mejorar la calificación crediticia de NH, actualmente por debajo del grado de inversión (S&P le asigna un rating de B- con perspectiva estable y hace dos meses Fitch revisó a "positiva" la perspectiva de su *rating*), lo que podría favorecer su acceso al mercado de capitales. Por último, pondrán en marcha un plan de incentivos a largo plazo que estará vinculado a la eficiencia en costes y al desapalancamiento comentados anteriormente y, además, a la generación de caja y al precio de la acción. De manera que NH toma un nuevo rumbo y hoy debería recuperar algo del terreno

Bankinter Análisis (sujetos al RIC):
Ramón Forcada Ramón Carrasco Rafael Alonso Jesús Amador Pilar Aranda
Eva del Barrio Ana de Castro Esther G. de la Torre Ana Achau (Asesoramiento)
http://broker.bankinter.com/
http://www.bankinter.com/
Paseo de la Castellana, 29
28046 Madrid
Todos los informes disponibles en: http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP
Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal
* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *"open weblink in Browser"* con el botón derecho de su ratón.

perdido tras la corrección sufrida en la sesión de ayer. No obstante, es probable que en el corto plazo, el valor pueda seguir presionado hasta que se soluciones definitivamente el conflicto con los accionistas chinos. El grupo HNA (principal accionista expulsado ayer del consejo) ha comunicado que iniciará acciones judiciales para pedir el cese de los consejeros de Hesperia por "otro" conflicto de interés. En este caso relacionado con el contrato de gestión entre NH y los hoteles de Hesperia. En definitiva, el Nuevo Plan de Negocio podría perder visibilidad si continúan las disputas. Si bien, este nuevo plan permitirá reducir costes y ampliar los márgenes, uno de los principales riesgos que lastran a NH, y dar el impulso necesario para para que finalmente logre abandonar los números rojos y cierre este ejercicio con beneficios por primera vez desde 2009.

23/05/2016

NH HOTELES (Neutral; Cierre: 4,20€; Var. Día: +2,44%): Reanudará el pago de dividendos en 2017.- Ha anunciado que estiman que generarán suficientes beneficios en 2017 para retomar el pago de dividendo. **OPINIÓN:** La mejora de los resultados se logrará mediante la desinversión de activos. En concreto estudian diferentes opciones corporativas sobre el hotel NH New York Jolly Madison Towers, que forma parte del plan de desinversiones previsto por la compañía con el objetivo de favorecer el crecimiento del Ebitda. Se trata del único hotel que tiene en EE.UU., con categoría de tres estrellas y con 242 habitaciones. Forma parte de la cartera de activos desde la adquisición del grupo italiano Jolly, en el proceso de expansión de NH en EE.UU. y en Francia. Si finalmente, se materializase la venta, supondría su salida de una ciudad en la que recientemente han desembarcado otras cadenas españolas como Riu y Meliá. En nuestra opinión, el talón de Aquiles de NH son los márgenes, de manera que la desinversión en activos no estratégicos debería ayudar a corregir este aspecto. Según datos del grupo hotelero, las desinversiones acometidas hasta ahora han sido en activos no estratégicos, con escasa contribución en el ebitda (entre 4%/5% sobre ebitda).Se trata de una buena noticia para la cadena hotelera que abandonó el pago de beneficios en 2008.

22/06/2016

NH HOTELES (Neutral; Cierre: 4,46€; Var. Día: +1,71%): Los representantes del Grupo Chino HNA salen del Consejo.- La junta de accionistas apoyó con un 59% de los votos a favor de la destitución de los tres consejeros nombrados por el grupo chino HNA por el conflicto de intereses tras el acuerdo de compra alcanzado con Carlson (cuyo primer accionistas con el 50,21% del capital es Rezidor, competidor de NH en varios mercados). Estos serán sustituidos por los representantes de Hesperia (su máximo accionista, Jose Antonio Castro presidirá la comisión delegada) y del fondo Oceanwood (Alfredo Fernandez presidirá el consejo reemplazado a Mobus). **OPINIÓN:** Esta decisión pone fin a un periodo de tensión entre los miembros del consejo y a las posibles especulaciones respecto al lanzamiento de una OPA por parte de HNA para hacerse con el capital que no controla o una hipotética fusión del grupo NH con Rezidor. Por otra parte, la junta celebrada ayer apoyó con un 58% de los votos la reelección de Federico González Tejera como consejero delegado (un 17% de votos en contra y un 24% de abstención). No obstante, González (que desde 2012 ha desarrollado con éxito la mitad del plan de negocio a cinco años) no contó con el apoyo de consejo, dimiendo de su cargo varias horas después. Será sustituido por tres directores generales: Ramón Aragonés (como director General de Negocio y operaciones), Beatriz Puente (como directora general financiera) y Rufino Perez (como director general ejecutivo).

10/05/2016

NH HOTELES (Neutral; Cierre: 4,22€; Var. Día: -0,12%): Resultados del 1T´16 mejoran pero siguen siendo débiles, además se aviva el conflicto en el consejo de administración por Mobus.- Principales cifras del 1T 2016 comparadas con el consenso de Bloomberg): Ingresos 301,8M€ (+8,5%) vs. 299M€ estimado; Ebitda -3,6M€ vs. -4,2M en 1T´15; BNA -37,7M€ vs pérdidas de -28,2M€ en 1T´15 y BPA -0,10€ vs -0,08€ en 1T´15 y -0,035€ estimado. Principales indicadores operativos del 1T: RevPar 50,6 (+6,5%); ADR 83,9 (+3,4%); Ocupación 60,3% vs. 58,6% en 1T´15. y habitaciones medias 44.570 (+1%). Mantiene *guidance* 2016: crecimiento de ingresos 7%/9% y situar el Ebitda en 190M€ (€200M en criterio comprable). **OPINIÓN:** Estos resultados mejoran ligeramente respecto al 1T 2015, sin embargo siendo claramente débiles sin lograr abandonar las pérdidas, ya que además desde el 4 de marzo de 2015, consolida con la cadena Hoteles Royal. Los ingresos aumentan casi 9% en total, pero en perímetro comparable (LFL) el incremento es menor +7,4%, de los que +4,6% es por nuevas aperturas. Las cuentas se han visto negativamente afectadas por el efecto divisa en países como como Argentina, Colombia y México (Peso Argentino -63%; Colombiano -29% y Mexicano -19%). Excluyendo el tipo de cambio los ingresos habrían aumentado +12,2%. Por regiones destaca positivamente la evolución de España, Italia y Latinoamérica (en divisa local). Sin embargo, en nuestra

Bankinter Análisis (sujetos al RIC):
Ramón Forcada, Ramón Carrasco, Rafael Alonso, Jesús Amador, Pilar Aranda
Eva del Barrio, Ana de Castro, Esther G. de la Torre, Ana Achau (Asesoramiento)
http://broker.bankinter.com/
http://www.bankinter.com/
Paseo de la Castellana, 29
28046 Madrid
Todos los informes disponibles en: http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP
Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal
* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *"open weblink in Browser"* con el botón derecho de su ratón.

opinión, la cadena hotelera sigue teniendo un problema de márgenes y queda muy alejado de cumplir las estimaciones previstas (consenso) que situaban el BPA muy próximo a cero (casi sin pérdidas), aunque sí logra batir en ingresos. Esto se explica por la estrategia de precios (se han incrementado +3,4% en 1T´16) al reemplazar las tarifas menos rentables tras el cambio de segmentación que se puso en marcha en 2015. La ocupación también mojara, a pesar de la estacionalidad del negocio (la ocupación en 1T´16 es -8 p.b inferior a la ocupación media de los tres trimestres previos de 2015). Con ello han logrado una mejora del RevPar (ingresos por habitación disponible) de +6,5%, correspondiendo el 52% al aumento de precios. Por el lado positivo, la Deuda Financiera Neta se mantiene prácticamente estable, 868M€, supone un leve incremento de +1% desde diciembre, gracias al cumplimiento del plan de desinversiones. El objetivo de desinversión de 2016 es de 140M€, habiendo alcanzado ya el 37% y esperan materializar el 50% a finales de mayo por la venta de activos no estratégicos. Mantenemos nuestra recomendación en Neutral y ampliaremos esta nota con la información del *conference call* con la compañía. Si bien, pensamos que a la debilidad de estas cifras se une el aumento de tensión en el consejo de administración por la destitución del representante del grupo chino HNA y primer accionista de NH (decisión que ahora se ha trasladado a la junta de accionistas), que ambos factores pesarán negativamente sobre la cotización del valor. Link a los resultados de la compañía.

04/05/2016

NH HOTELES (Neutral; Cierre: 4,09€; Var. Día: -1,44%): Vuelen las tensiones entre sus principales accionistas.- Los fondos de inversión representados por Oceanwood Capital, ostentan la segunda posición en el accionariado con el 22% del capital y piden la dimisión de Mobus, el copresidente de NH y representante del grupo chino HNA (con el 29,5%) del capital. OPINIÓN: La decisión se tomará en el consejo del próximo 10 mayo al ser acusado de conflicto de intereses ya que asesoró a HNA en la compra de Carlson Rezidor, uno de los principales competidores de NH en algunos países de Europa. Por otra parte se le acusa de haber nombrado como consejera independiente de NH a una persona de su influencia. No es la primera vez que surgen fricciones entre los accionistas que buscan un gobierno corporativo para impulsar el negocio (los fondos de inversión y el grupo Hesperia) contra el grupo chino HNA (que persigue hacerse con el control). El año pasado lograron frenar la toma de control y reconducir al grupo NH que presenta resultados del 1T´16 el próximo 10 de mayo, coincidiendo con el día que Mobus podría ser cesado. NH logró volver a generar beneficios el año pasado, a pesar de tener unos márgenes que permiten poco holgura a la compañía. El ruido de fondo sobre los conflictos entre el accionariado podrían tener impacto negativo sobre la cotización del valor y deslucir los resultados – en caso de ser mejores de lo esperado -

21/04/2016

NH HOTELES (Neutral; Cierre: 4,43€; Var. Día: +4,48%): Fitch revisa a "positiva" la perspectiva de su rating.- La agencia de calificación Fitch mantuvo la calificación de su deuda en B- pero mejoró la perspectiva desde estable hasta positiva. OPINIÓN: Se trata de una noticia favorable para NH. El principal argumento ha sido la valoración positiva de su plan de renovación y relanzamiento de marca que podría permitir a la cadena hotelera diversificar su modelo de negocio y alcanzar, como ya hizo en 2015, mejoras operativas.

Bankinter Análisis (sujetos al RIC):
Ramón Forcada Ramón Carrasco Rafael Alonso Jesús Amador Pilar Aranda
Eva del Barrio Ana de Castro Esther G. de la Torre Ana Achau (Asesoramiento)
http://broker.bankinter.com/
http://www.bankinter.com/
Paseo de la Castellana, 29
28046 Madrid

Todos los informes disponibles en: http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP
Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal
* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *"open weblink in Browser"* con el botón derecho de su ratón.