



Universidad Internacional de La Rioja
Facultad de Empresa y Comunicación

Máster Universitario en Dirección y Gestión Financiera

LS Invest AG:

análisis económico-financiero de una
pequeña multinacional del sector turístico

| | |
|--|----------------------------|
| Trabajo fin de estudio presentado por: | Saskia Maren Hoffmann |
| Individual / Grupal: | Individual |
| Director/a: | Manuel Gumersindo Alberola |
| Fecha: | 17.02.2022 |

Resumen

Este análisis económico-financiero de los años 2018, 2019 y 2020 de LS Invest AG presta especial atención al impacto de la pandemia del Covid-19 y de las características inherentes al sector hotelero en los resultados del grupo. Por características inherentes, se entienden la intensidad en activos fijos, los elevados niveles de apalancamiento financiero, el carácter perecedero de los servicios, la estacionalidad de los ingresos y la difícil gestión de los gastos. Se explica el macro y microentorno del grupo, seguido por un análisis del balance, de la cuenta de resultados y del estado de flujos de efectivo. A continuación, se identifican los principales riesgos financieros a los que se enfrenta el grupo junto con un plan de mejoras. Las medidas correctivas se traducen en estados financieros previsionales y un cuadro de mando integral que sirve como herramienta de control.

Palabras clave: apalancamiento financiero; Covid-19; gestión financiera en hostelería; gestión financiera en tiempos de pandemia; mecanismos de control de gastos

Abstract

This in-depth financial and economic analysis of LS Invest AG pays special attention to the impact that the Covid-19 pandemic and the inherent characteristics of the hotel sector had on the group's results in 2018, 2019 and 2020. By inherent characteristics, reference is made to a high proportion of fixed assets, high degrees of financial leverage, perishability of the services offered, seasonal revenues and challenges in cost management. After an explanation of the macro and microenvironment of the group, the balance sheet, income statement and cash flow are analyzed. Accordingly, the main financial risks the group is exposed to are presented, along with a corrective action plan. The ideas for improvement are translated into projections of financial statements, whereas a balanced scorecard is provided as a planning and control tool.

Keywords: Covid-19; cost control mechanisms; financial leverage; financial management during pandemic; hospitality financial management

Índice de contenidos

| | |
|---|----|
| 1. Introducción | 9 |
| 1.1. Sobre LS Invest AG | 10 |
| 1.2. Características inherentes al sector | 11 |
| 1.3. Impacto de la pandemia del Covid-19 en el sector | 13 |
| 1.4. Objetivos principales del análisis económico-financiero de LS Invest AG..... | 14 |
| 1.5. Metodología..... | 15 |
| 2. Análisis de LS Invest AG..... | 16 |
| 2.1. Descripción de LS Invest AG..... | 16 |
| 2.1.1. LS Invest AG, su cartera y actividades principales..... | 16 |
| 2.1.2. Informe de auditoria..... | 19 |
| 2.2. Análisis de la situación interna de LS Invest AG | 20 |
| 2.3. Análisis de la situación externa de LS Invest AG..... | 23 |
| 2.3.1. El macroentorno de LS Invest AG | 23 |
| 2.3.1.1. El entorno político | 23 |
| 2.3.1.2. El entorno económico | 25 |
| 2.3.1.3. El entorno sociocultural | 29 |
| 2.3.1.4. El entorno tecnológico | 30 |
| 2.3.1.5. El entorno ecológico..... | 31 |
| 2.3.1.6. El entorno legal | 31 |
| 2.3.2. El microentorno de LS Invest AG | 32 |
| 2.3.2.1. La amenaza de entrada | 33 |
| 2.3.2.2. La amenaza de sustitutos | 33 |
| 2.3.2.3. El poder de los proveedores en el sector..... | 34 |
| 2.3.2.4. El poder de los clientes en el sector..... | 34 |

| | | |
|----------|--|----|
| 2.3.2.5. | El grado de rivalidad entre los competidores existentes..... | 36 |
| 2.4. | Las amenazas y oportunidades que se presentan a LS Invest AG | 36 |
| 3. | Análisis económico-financiero de LS Invest AG | 38 |
| 3.1. | El balance de situación 2018, 2019, 2020..... | 38 |
| 3.2. | La cuenta de pérdidas y ganancias 2018, 2019, 2020 | 44 |
| 3.3. | El estado de flujos de efectivo 2018, 2019, 2020 | 48 |
| 3.4. | Análisis de las principales ratios | 50 |
| 3.5. | Evaluación de las políticas de inversión y financiación | 55 |
| 3.6. | Diagnóstico..... | 58 |
| 4. | Estados financieros previsionales de LS Invest AG | 60 |
| 4.1. | Principales riesgos financieros a los que se enfrenta LS Invest AG | 60 |
| 4.2. | Plan de mejoras..... | 63 |
| 4.3. | Estados financieros previsionales | 70 |
| 4.3.1. | Cuentas de pérdidas y ganancias previsionales | 70 |
| 4.3.2. | Balances previsionales..... | 73 |
| 4.3.3. | Estados de flujos de efectivo previsionales..... | 76 |
| 4.4. | Cuadro de mando integral | 77 |
| 5. | Conclusión | 81 |
| 6. | Limitaciones..... | 85 |
| 7. | Referencias bibliográficas | 86 |
| 8. | Anexos | 90 |

Índice de figuras

| | |
|--|----|
| Figura 1. Organigrama de LS Invest AG | 18 |
| Figura 2. Accionariado de LS Invest AG | 19 |
| Figura 3. Benchmark - niveles de ocupación hotelera | 22 |
| Figura 4. Benchmark - ranking en comparación con la región según TripAdvisor | 22 |
| Figura 5. Las cinco fuerzas de Porter y LS Invest AG | 32 |
| Figura 6. Representación gráfica de los estados de flujos de efectivo 2018, 2019, 2020 | 49 |
| Figura 7. Principales riesgos financieros a los que se enfrenta LS Invest AG | 60 |
| Figura 8. Hipótesis elaboración cuentas de pérdidas y ganancias previsionales | 70 |
| Figura 9. Hipótesis elaboración balances previsionales | 73 |
| Figura 10. Representación gráfica de los estados de flujos de efectivo previsionales | 77 |
| Figura 11. Cuadro de mando integral LS Invest AG | 78 |
| Figura 12. Mapa estratégico LS Invest AG | 79 |
| Figura 13. Indicadores clave de actuación (KPIs) | 80 |

Índice de tablas

| | |
|---|----|
| Tabla 1. Indicadores de gobernanza en los mercados operativos de LS Invest AG | 24 |
| Tabla 2. Indicadores económicos de los mercados operativos de LS Invest AG (a)..... | 26 |
| Tabla 3. Indicadores económicos de los mercados operativos de LS Invest AG (b) | 26 |
| Tabla 4. Indicadores económicos de los mercados emisores (a)..... | 27 |
| Tabla 5. Indicadores económicos de los mercados emisores (b) | 27 |
| Tabla 6. Gastos en salud - Alemania vs. promedio europeo | 28 |
| Tabla 7. Cifra del balance LS Invest AG..... | 38 |
| Tabla 8. Estructura económica/activo LS Invest AG 2018, 2019, 2020; análisis vertical | 38 |
| Tabla 9. Estructura financiera/pasivo LS Invest AG 2018, 2019, 2020; análisis vertical | 39 |
| Tabla 10. Estructura económica/activo LS Invest AG 2018, 2019, 2020; análisis horizontal... | 40 |
| Tabla 11. Fondo de maniobra y ratios de liquidez 2018, 2019, 2020 | 43 |
| Tabla 12. Estructura financiera/pasivo LS Invest AG 2018, 2019, 2020; análisis horizontal.... | 43 |
| Tabla 13. Principales magnitudes de la cuenta de pérdidas y ganancias 2018, 2019, 2020 ... | 44 |
| Tabla 14. Desglose de ingresos de LS Invest AG 2018, 2019, 2020..... | 45 |
| Tabla 15. Cuenta de pérdidas y ganancias 2018, 2019, 2020; análisis vertical..... | 46 |
| Tabla 16. Cuenta de pérdidas y ganancias 2018, 2019, 2020; análisis horizontal | 48 |
| Tabla 17. Fondo de maniobra y ratios de liquidez 2018, 2019, 2020 | 50 |
| Tabla 18. Ratios de endeudamiento 2018, 2019, 2020..... | 51 |
| Tabla 19. Apalancamiento financiero y rentabilidad 2018, 2019, 2020 | 51 |
| Tabla 20. Margen y cobertura de gastos financieros 2018, 2019, 2020 | 52 |
| Tabla 21. Rotaciones 2018, 2019, 2020..... | 52 |
| Tabla 22. Enterprise value - muestra del sector..... | 53 |
| Tabla 23. Enterprise value/EBITDA - muestra del sector | 53 |
| Tabla 24. Liquidez inmediata - muestra del sector | 53 |

| | |
|---|----|
| Tabla 25. Deuda financiera/capital - muestra del sector | 53 |
| Tabla 26. Margen EBITDA sobre ventas - muestra del sector | 54 |
| Tabla 27. Margen neto - muestra del sector | 54 |
| Tabla 28. Rentabilidad económica (ROA) - muestra del sector | 54 |
| Tabla 29. Rentabilidad financiera (ROE) - muestra del sector | 55 |
| Tabla 30. Ciclo de explotación de LS Invest AG 2018, 2019, 2020 | 55 |
| Tabla 31. Fondo de maniobra vs. necesidades operativas de fondos 2018, 2019, 2020..... | 56 |
| Tabla 32. Deuda bancaria LS Invest AG a 31/12/2020 | 57 |
| Tabla 33. Cuentas de pérdidas y ganancias previsionales LS Invest AG, 2021, 2022, 2023..... | 72 |
| Tabla 34. Cuentas de pérdidas y ganancias previsionales - porcentajes verticales..... | 72 |
| Tabla 35. Estructura económica/activo de los balances previsionales 2021, 2022, 2023 | 74 |
| Tabla 36. Estructura financiera/pasivo de los balances previsionales 2021, 2022, 2023 | 74 |
| Tabla 37. Ratios clave previsionales | 75 |
| Tabla 38. Estados de flujos de efectivo previsionales 2021, 2022, 2023 | 76 |

1. Introducción

Este Trabajo Fin de Máster pretende presentar un análisis económico-financiero profundo de los últimos tres ejercicios de LS Invest AG, en concreto del 2018, 2019 y 2020, prestando especial atención a las peculiaridades inherentes al sector del turismo, principal campo de actividad del grupo, y el impacto significativo que probablemente ha tenido la crisis del Covid-19 en el mismo. Los principales objetivos que se persiguen con el análisis son los siguientes:

- Señalar la estrategia que persigue el grupo en lo relativo a sus activos fijos, teniendo en cuenta que se trata de un sector tradicionalmente intenso en activos fijos. Investigar si el grupo es tanto propietario como gestor o trabaja con contratos de gestión o franquicias.
- Establecer el nivel de apalancamiento financiero del grupo mediante análisis de su estructura financiera y comparación con los niveles típicos del sector que ascienden a hasta un 65%. Determinar qué influencia tiene el nivel de apalancamiento financiero del grupo en los resultados financieros del mismo y comprobar si existe un efecto palanca, y, dado el caso, si es positivo o negativo. Identificar las oportunidades o riesgos que implica el nivel de apalancamiento financiero del grupo, tanto en ciclos económicos normales como en momentos de crisis como la situación vivida en la actualidad a causa de la pandemia del Covid-19.
- Comprobar la medida en la que LS Invest AG logra una gestión y control eficiente de los gastos ante la estacionalidad de los ingresos y el carácter perecedero de su producto. Investigar si los gastos variables se comportan de manera proporcional a los ingresos, resultando en un margen bruto estable. Revisar si se han podido establecer los gastos fijos del grupo, tanto de personal como de explotación, como porcentajes constantes de las ventas e indicar posibles desviaciones. Examinar qué porcentaje presentan en cada año del análisis y subrayar las implicaciones para el resultado operativo. Deducir si el grupo puede presentarse como ejemplo de buenas prácticas en la gestión de gastos en el sector o si requiere de un plan de mejoras.
- Medir el impacto de la pandemia del Covid-19 en los resultados de LS Invest AG, mostrando en qué medida se han visto afectados los ingresos, y evaluar la gestión de la crisis por parte del grupo. Averiguar si el grupo se benefició de ayudas estatales para mitigar los efectos de la crisis y hasta qué porcentaje han podido compensar dichas

ayudas la disminución de los ingresos. Apuntar si y en qué áreas se han podido reducir los gastos operativos en el año 2020 y, al ser así, calcular si la reducción lograda ha alcanzado los mismos niveles que la disminución de ingresos. Identificar el comportamiento de los flujos de la actividad inversora durante la crisis y las decisiones estratégicas subyacentes. Determinar el impacto total de la pandemia en el resultado del grupo y, de nuevo, destacar tanto las buenas prácticas llevadas a cabo por el grupo como los márgenes de mejora.

- Presentar propuestas de mejora de acuerdo con el análisis realizado y los principales riesgos identificados, traduciendo los mismo en estados financieros previsionales y un cuadro de mando integral que servirá como herramienta de control.

1.1.Sobre LS Invest AG

LS Invest AG (antes: IFA Hotel & Touristik AG) es una pequeña multinacional con sede en Alemania que opera en el sector del turismo en Alemania, Austria, España y la República Dominicana. Se fundó en el 1982 con el fin de gestionar hoteles y apartamentos en España y desde el 1995, cotiza en bolsa en Alemania. Está muy vinculada a España, no solo por sus operaciones en las Islas Canarias, sino también por tener a la empresa canaria Lopesan Touristik S.A. como accionista principal. Al día de hoy, opera en dos áreas principales: El sector hotelero, compuesto tanto por hoteles como apartamentos vacacionales y, en menor tamaño, pero con cierta estabilidad, en el sector de salud, constituido entre otros por deportes, bienestar, belleza y rehabilitación.

Mientras que se podría haber optado por realizar un estudio de una de las grandes cadenas hoteleras que operan al nivel mundial, tales como Melía Hotels International S.A. o NH Hotel Group S.A., conscientemente se ha elegido LS Invest AG. Al estar presente en tan solo cuatro países con unas cifras de negocio y balance muy inferiores a las cadenas hoteleras globales, se entiende que LS Invest AG podrá beneficiarse menos o nada de economías de escala, tendrá menos poder de negociación con proveedores, menos reconocimiento de y fidelidad a la marca, y más dificultades a la hora de precisar de financiación ajena. Por lo tanto, se considera más representativo del sector hotelero y turístico en Europa que se compone mayoritariamente de PYMES.

1.2. Características inherentes al sector

Se ha optado por estudiar una empresa que opera principalmente en el sector hotelero, ya que este sector cuenta con unas características inherentes que de por sí presentan una serie de desafíos en el logro de una gestión económico-financiera eficiente:

El sector hotelero tradicional, debido a factores tales como la importancia de ubicaciones preferentes e inversiones iniciales en terrenos, construcciones, inmuebles, mobiliario y equipos, es sin duda un sector intenso en capital, o, para ser más específico, intenso en activos fijos (Singal, 2015, p. 117). Asimismo, cabe destacar que, a parte de la inversión inicial, se requieren inversiones adicionales continuas a lo largo de la vida de un proyecto hotelero, tanto por el mantenimiento de las instalaciones como el reemplazo de los activos fijos amortizados (Juarez, 2014, p. 488). No sorprende, por lo tanto, que las empresas en el sector suelen trabajar con elevados niveles de apalancamiento hasta el 65% (Singal, 2015, p. 117), hecho que pudiera conducir a mayores rendimientos sobre los fondos propios aportados si existiera un efecto palanca positivo, pero también resultar en mayores riesgos. Una tendencia en el sector ha sido, por ende, la reducción del peso de los activos no corrientes. Como resulta imposible prescindir de los principales activos fijos de referencia (terrenos, edificios, mobiliario, equipos), se ha optado cada vez más a menudo por separar la propiedad de los activos fijos de la gestión de la empresa hotelera, ligando las dos funciones por contratos de gestión o franquicias (Wood, 2015, p. 27).

Otro factor que hace de la gestión económico-financiera exitosa de una empresa en el sector hotelero una tarea difícil es el control limitado que se puede ejercer sobre ingresos y gastos. En cuanto a los ingresos, es preciso señalar que un hotel no solo está sujeto a las fluctuaciones de demanda por sus productos o servicios que pudiera experimentar cualquier empresa, sino que también se ha asociado desde que surgió el término en los años 1970 con el concepto del inventario perecedero, entendiendo por este la imposibilidad de almacenar un producto o servicio. En términos más prácticos, implica que cada habitación de un hotel que se quede sin ocupar en una noche x representa una oportunidad de ingresos perdida para siempre. Recordando que un complejo hotelero cuenta además con una cantidad fija de habitaciones y es incapaz de adaptar su capacidad en el corto plazo a las fluctuaciones de demanda, ya sean

estacionales o cíclicas, se puede deducir que corre peligro de contar con una elevada capacidad ociosa. De la misma forma, resulta imposible guardar la demanda superior a la capacidad actual para un futuro próximo. En el intento de mitigar el riesgo operativo asociado a la naturaleza perecedera de los servicios ofrecidos por las empresas del sector hotelero, se utilizan una serie de herramientas y mecanismos de previsión y optimización, tanto de ocupación como de precios, generalmente conocidos como “yield management” (Nettesine & Shumsky, 2002, p. 34-35).

Visto el desafío que supone el control de ingresos en el sector, sería lógico pensar que las empresas hoteleras contaran con un bajo apalancamiento operativo, es decir un mayor peso de costes variables frente a los costes fijos, con el fin de así reducir el riesgo de pérdidas. El negocio hotelero, no obstante, no consiste solo en alquilar una habitación, sino sobre todo en el valor añadido que representan los servicios ofrecidos, dónde la interacción humana y hospitalidad, los grandes componentes intangibles, resultan cruciales. Posiblemente por eso, el sector hotelero no se ha visto demasiado reformado por la automatización de procesos y sigue dependiendo altamente de la mano de obra, resultando en elevados gastos de personal (Kotlyarov et al., 2018, p. 123). Aunque la subcontratación se haya hecho más popular, sobre todo en los departamentos de pisos y limpieza, muchas empresas hoteleras siguen manteniendo un alto porcentaje de plantilla fija, traduciéndose en elevados gastos fijos y, en cambio, un apalancamiento operativo que tiende a ser alto.

Por último y sin disponer de estudios publicados al respecto, es probable que la gestión del periodo medio de maduración financiera deba de presentar un reto más para la dirección financiera en empresas del sector hotelero, puesto que muchos ingresos se consiguen a través de terceros quienes, sin importar si se trata de tour operadores en el caso de viajes de ocio o empresas en el caso de viajes de negocio, suelen hacer del crédito comercial con elevados plazos de pago una condición básica del acuerdo.

Adelantando que LS Invest AG tiene en su cartera, a parte de los complejos hoteleros y vacacionales, dos clínicas privadas, se puede decir con tranquilidad que todos los factores expuestos arriba relativos al sector hotelero se pueden transferir tal cual a las clínicas privadas: Requieren de inversiones en activos fijos igual de considerables o hasta mayores, teniendo en cuenta el valor de los equipos técnicos necesarios en un centro médico; ofrecen un servicio de naturaleza perecedera, ya que una cama hospitalaria u hora de consulta

desaprovechada no podrá rentabilizarse en un futuro; incurren unos alto gastos fijos por su dependencia de los recursos humanos; y, por último, dependen de intermediarios con gran poder de negociación relativo a los plazos de pago.

1.3. Impacto de la pandemia del Covid-19 en el sector

Si ya se expuso que la dirección financiera de una empresa hotelera ha sido desde siempre, por las características inherentes a la industria, un área de trabajo complejo y desafiador, hace falta añadir que el año 2020, marcado por la crisis mundial causada por la pandemia del Covid-19, ha obligado a los directores financieros del sector a enfrentarse a nuevos retos considerables. Es de conocimiento común que la pandemia ha tenido y sigue teniendo un impacto significativo en la economía en todo el mundo, resultando en una recesión global. Mientras que el nivel de contracción económica al nivel mundial se estimaba en un 4,4% para el 2020 en octubre del mismo año, se espera que el sector del turismo será de los más impactados de la crisis sanitaria y experimentará unos niveles de caída económica muy superiores a la media (Behsudi, 2020, p.37). A diferencia de algunos sectores como el comercio minorista que han sido capaces de compensar al menos parte de las pérdidas ocasionadas por el Covid-19 con ventas online, el ámbito hotelero se ha visto obligado al cese casi completo, sea por órdenes de cierre temporal dictados por los Ministerios de Sanidad, el cierre de fronteras, las restricciones de movilidad y viaje, los confinamientos o la inexistencia de demanda alguna tras los primeros meses de la pandemia. Se estima que las cifras de negocio de las operaciones turísticas en España hayan experimentado una reducción de 40.000 millones de euros tan solo en el tercer trimestre del 2020 y que la facturación global del sector turístico no volverá a alcanzar los ingresos del 2019 antes del 2023 (Deloitte Financial Advisors, SLU, 2020, p. 4; Behsudi, 2020, p.37). Encima, se teme que la pandemia pueda haber alterado la demanda hotelera a largo plazo, tanto en lo relativo a los viajeros de ocio quienes podrían tender a realizar menos viajes internacionales tras haber descubierto destinos domésticos, como referente a los viajeros de negocio quienes podrían verse obligados a ahorrar en gastos de viaje y seguir utilizando la tecnología de reuniones online, la gran ganadora de las situaciones de confinamiento total (Behsudi, 2020, p.39).

Ante una situación sanitaria sin precedente y la precaria situación económica resultante de la misma, algunas de las Grande Auditorías se han unido con profesionales del sector hotelero y turístico para establecer unas mejores prácticas para la gestión de la inesperada crisis, tanto desde el punto de vista operativo como financiero. Hay consenso en que la gestión de la liquidez será un factor crucial para sobrevivir, pero también se admite que la inestabilidad económica complicará la negociación de recursos adicionales considerablemente e implicará intereses y comisiones más elevadas. A corto plazo, resulta evidente que se recomienda posponer o reducir al mínimo imprescindible cualquier inversión, sea en activos fijos o en capital de trabajo. En la medida de lo posible, se aconseja negociar reestructuraciones de la deuda, cambiando los vencimientos de la misma al largo plazo; considerar instrumentos de financiación alternativa; y solicitar ayudas estatales, subvenciones y desgravaciones fiscales. Ante la inseguridad que reina en el sector, se sugiere debatir una variedad de escenarios pesimistas, moderados y optimistas para paso seguido elaborar estados financieros previsionales para cada uno de los escenarios y poder prever las necesidades de caja, financiación e inversión. Por último, pero no menos importante, se insiste en la importancia de unas técnicas de yield management avanzadas para poder reaccionar de forma inmediata a cambios en la demanda con los precios más adecuados y así optimizar los rendimientos una vez que se reanime el negocio (Behsudi, 2020; Ernst & Young LLC, 2020; Deloitte Financial Advisor, SLU, 2020; Deloitte Touche Tohmatsu Limited, 2020).

1.4. Objetivos principales del análisis económico-financiero de LS Invest AG

Visto lo planteado, tanto con respecto a las características del sector hotelero que hacen necesario un excelente trabajo de la dirección financiera, como relativo al impacto de la crisis del Covid-19, este Trabajo Fin de Máster tiene un doble objetivo: Por un lado, se aspira a determinar las medidas que ha tomado LS Invest AG para gestionar los retos asociados a las características inherentes al sector y mitigar sus efectos. Se prestará especial atención a los factores introducidos anteriormente, como las inversiones en CAPEX, la maximización de ingresos y el simultáneo control de gastos fijos, sobre todo de personal, y el ciclo de operación. Como no puede ser de otra manera, estos aspectos se analizarán sobre todo en base a los ejercicios 2018 y 2019. Se tiene la intención de evaluar los resultados, detectar posibles ineficiencias y proponer medidas de mejora. Por el otro lado, en base al ejercicio 2020, se

procura realizar un diagnóstico del impacto que ha tenido la pandemia del Covid-19 en la situación financiera de LS Invest AG, con el fin de identificar y evaluar, siempre y cuando las hubiera, las medidas que ha tomado la empresa para salir de la mejor manera posible de la crisis. Las estrategias y actuaciones de LS Invest AG ante la crisis se contrastarán con las recomendaciones de las Grandes Auditorías y, siempre que proceda, con recomendaciones adicionales de elaboración propia.

1.5. Metodología

Para lograr los objetivos de este Trabajo Fin de Máster, se realizará un análisis interno y externo de LS Invest AG con la ayuda de los conceptos del DAFO, las cinco fuerzas de Porter y el modelo PESTEL. Acto seguido, se procederá al análisis de los principales estados financieros, en concreto el balance, la cuenta de resultados y el estado de flujos de efectivo. Se complementará el análisis por el estudio de las principales ratios financieras y la evaluación de las políticas de inversión y financiación. En base de los resultados obtenidos, se redactará el plan de mejoras, representado tanto en forma de un plan de medidas como en unos estados financieros previsionales.

2. Análisis de LS Invest AG

2.1. Descripción de LS Invest AG

2.1.1. LS Invest AG, su cartera y actividades principales

Tal como se adelantó en la introducción a este Trabajo Fin de Máster, LS Invest AG es una pequeña multinacional que se fundó como IFA Hotel & Touristik AG en el año 1982 con el fin de gestionar hoteles y apartamentos en España. Aunque el cambio del nombre se ha producido recientemente, en aras de la simplicidad y con el motivo de evitar confusiones, en este trabajo se hablará siempre de LS Invest AG, sea cual sea el momento de la historia empresarial al que se está haciendo referencia. En la actualidad, LS Invest AG opera en dos áreas principales: El sector de alojamientos turísticos, incluyendo en el mismo tanto hoteles como apartamentos, y el sector de salud, haciendo en este caso referencia a tratamientos y alojamiento en clínicas de rehabilitación. Por consiguiente, se puede deducir que, a casi 40 años desde la fundación de LS Invest AG, el turismo sigue siendo el campo de actividad principal de la empresa, independientemente de si se trata de turismo puramente vacacional; de turismo de reuniones, incentivos, congresos y eventos (el denominado sector MICE por sus siglas en inglés); o de turismo de salud. LS Invest AG data de una larga trayectoria y ha pasado, a lo largo de los años, por varias etapas y cambios, desde fases de expansión, adquisiciones y entrada en nuevos mercados hasta fases de desinversiones, ventas y salidas de determinados países. A partir de la adquisición del primer hotel del grupo, el Hotel IFA Alpenhof Wildental en Austria en el año 1984, LS Invest AG experimentó una fase de crecimiento continuo hasta principios de los años 2000, momento en el cual contaba con 22 establecimientos hoteleros y complejos de apartamentos en un total de siete países, en concreto en Alemania, Austria, Bulgaria, España, Italia, Turquía y la República Dominicana. A continuación, LS Invest AG entró en una fase de desinversión paulatina pero permanente, durante la cual salió de los mercados de Bulgaria, Italia y Turquía, y redujo su cartera en el sector de los alojamientos turísticos en casi un 60%, manteniendo desde el 2018 tan solo nueve establecimientos hoteleros y complejos de apartamentos; una decisión estratégica que se tomó, según las propias declaraciones de la empresa, con el motivo de sanear la cartera y concentrar los esfuerzos en los mercados más relevantes. Cabe mencionar que hubo menos alteraciones en el sector de salud, área en el cual LS Invest AG limitó su actividad desde siempre al norte de Alemania. Las

tres clínicas que LS Invest adquirió en los años 1992, 1993 y 1995 se mantuvieron hasta el año 2008, momento en el que se procedió al cierre de la clínica “Bernsteinklinik” en la isla de Rügen por una exagerada necesidad de inversiones frente a bajos rendimientos. (Lopesan Hotel Group, 2021).

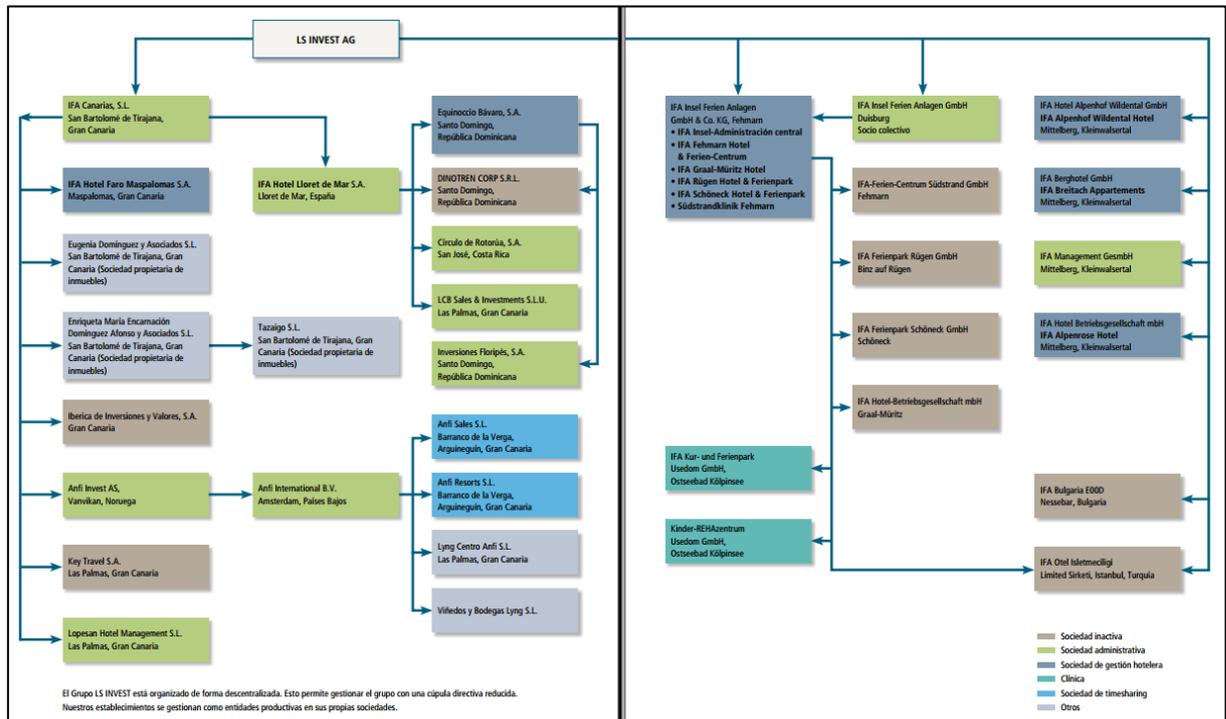
A finales del ejercicio 2020, la cartera de LS Invest AG se compuso, por ende, por los establecimientos siguientes:

- Cuatro complejos hoteleros/vacacionales de clase y tamaño medios con un total de 1.437 habitaciones y apartamentos en Alemania, de los cuales se encuentran tres, el IFA Rügen Hotel & Ferienpark, el IFA Fehmarn Hotel & Ferien Centrum y el IFA Graal-Müritz Hotel, en el Mar Báltico y uno, el IFA Schöneck Hotel & Ferienpark, en una zona rural de Sajonia, apta para deportes al aire libre y el esquí en invierno.
- Tres complejos hoteleros/vacacionales de clase media y menor tamaño, con un total de 187 habitaciones y apartamentos, en concreto el IFA Alpenrose Hotel, el IFA Alpenhof Wildental Hotel y los IFA Breitach Apartments, que están todos ubicados en la zona turística Kleinwalsertal en los Alpes en Austria, destino popular para vacaciones en familia, de relax, o de deportes al aire libre, tanto en verano como en invierno.
- Un hotel de alta gama, el Hotel Faro – a Lopesan collection hotel (antes: IFA Faro Hotel) con 179 habitaciones en la isla de Gran Canaria en España, situado al lado del conocido faro de Maspalomas y dirigido a una clientela “solo adultos”.
- Un hotel de alta gama y gran tamaño con un total de 1.042 suites, el Lopesan Costa Bávaro Resort, Spa y Casino, en Punta Cana en la República Dominicana.
- Dos complejos clínicos en el Mar Báltico en el Norte de Alemania, por un lado, la clínica Südstrand-Klinik Fehmarn en la isla de Fehmarn y por el otro lado el conjunto de las clínicas Kinder-Rehazentrum Usedom e IFA Kurheim Usedom en la isla de Usedom.

Visto lo expuesto sobre la evolución de LS Invest AG desde su formación en el año 1982, no sorprende que el organigrama del grupo sea amplio y comprenda, a parte de las sociedades administrativas, de gestión hotelera y de clínicas también sociedades inactivas que se corresponden con las desinversiones a lo largo de los años. Además, el organigrama demuestra que el grupo está activo en otra parte del sector turístico, el denominado time-sharing, donde varios compradores adquieren un periodo x de tiempo para el uso vacacional

de un apartamento o una vivienda. LS Invest AG entró en esta área de negocio en el 2016 con la compra de participaciones en el grupo Anfi, por lo que esta participación debería de añadirse a la cartera de la empresa. (LS Invest Aktiengesellschaft, 2021).

Figura 1. Organigrama de LS Invest AG

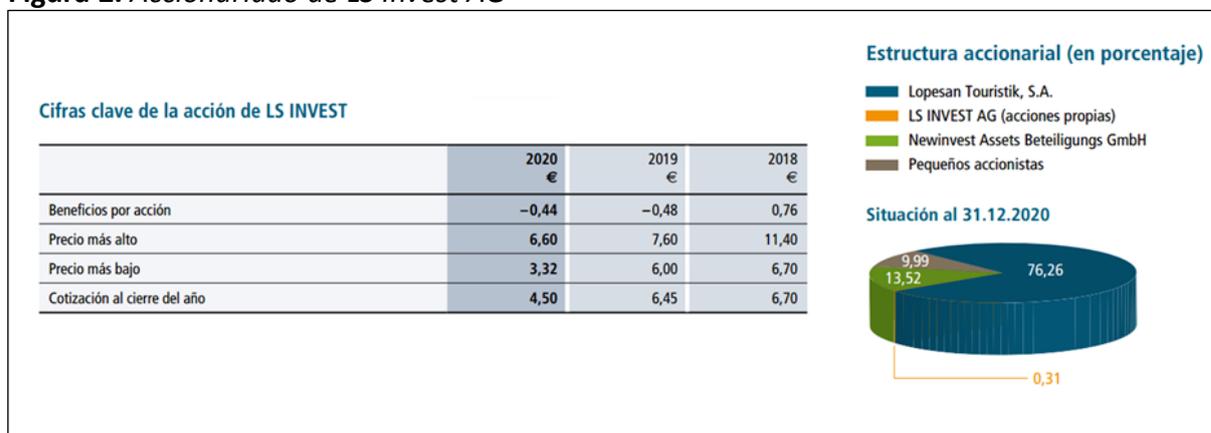


Fuente: LS Invest Aktiengesellschaft, 2021

Mientras que sobra el repaso detallado de cada uno de los acontecimientos de la larga historia de LS Invest AG, sí se deberían destacar aquellos años en los cuales se produjeron cambios significativos relativos al accionariado. LS Invest AG salió a la bolsa alemana en Fráncfort del Meno y Dusseldorf en el 1995, en aquel momento con un precio de emisión de 30,00 marcos alemanes por acción. En el 1999, el grupo canario Lopesan adquirió la mayoría del grupo LS Invest AG a través de su empresa Creativ Hotel Buenaventura S.A., siendo su cuota en aquel momento del 50,1%. Amplió su participación a una clara mayoría del 76,26% a principios del 2019. A finales del ejercicio 2020, el capital social de LS Invest AG se compuso de un total de 49.500.000 acciones sin valor nominal y en un principio con derecho a beneficios. El segundo accionista más significativo a parte del grupo Lopesan es el empresario dominicano Víctor Garrido Montes de Oca quien mantiene un 13,52% del capital social por medio de las

empresas Newinvest Assets Co S.A. en Panamá y Newinvest Beteiligungs GmbH en Alemania. Un 9,9% de las acciones pertenecen a pequeños accionistas, mientras que 0,31% son acciones propias sin derecho a dividendos.

Figura 2. Accionariado de LS Invest AG



Fuente: LS Invest Aktiengesellschaft, 2021

2.1.2. Informe de auditoría

Desde el 2017, las cuentas anuales de LS Invest AG se auditan de forma ininterrumpida por la auditoría Ernst & Young GmbH que afirma que dichas cuentas cumplen tanto con las Normas Internacionales de Información Financiera aplicables en la Unión Europea como con las normas alemanes complementarias y por ende representan una imagen fiel de la situación patrimonial y financiera del grupo. En el 2020, se excluyen de esta opinión de la auditoría las valoraciones de las participaciones de LS Invest AG en las dos sociedades de time-sharing Anfi Sales S.L. y Anfi Resort S.L., activos que se han contabilizado en el balance consolidado al coste de adquisición de un total de EUR 36.000.000. Se sugiere que, debido a los cambios en el entorno macroeconómico, el coste de adquisición ya no suponga una imagen fiel del valor actualizado, aunque se acepte a falta de datos financieros recientes de ambas sociedades. Cabe destacar también que Ernst & Young señala como hechos de especial interés en la auditoría la clasificación de las mencionadas participaciones como participaciones en vez de empresas asociadas y el valor efectivo del fondo de comercio atribuido al segmento de la República Dominicana, aunque sin presentar objeciones al respecto tras unos amplios estudios de los datos disponibles (LS Invest AG, 2020, p. 118-123; LS Invest AG, 2021, p. 117-123).

2.2. Análisis de la situación interna de LS Invest AG

La larga historia de LS Invest AG que comenzó hace casi 40 años se puede interpretar como fortaleza del grupo, siempre y cuando se supone que se esté aprovechando de la curva de experiencia para ser más eficiente y rentable. El grupo afirma que la amplia experiencia al mismo tiempo le permitió establecer las marcas de IFA Hotels y Lopesan Hotels como unas de las marcas líderes en el sector que gozan de una excelente reputación.

No se puede negar que todos los establecimientos hoteleros, complejos de apartamentos y clínicas del grupo cuentan con ubicaciones muy privilegiadas en plena naturaleza en zonas turísticas populares, hecho que destaca positivamente en la mayoría de las reseñas online. Igualmente, cuenta con unas amplias ofertas de servicios adicionales, tales como spa, parques acuáticos o parques infantiles. Según el grupo mismo, se ofrece un servicio de excelencia en todo momento, ya que se trabaja con equipos de profesionales.

LS Invest AG, al estar presente en varios países y operar tanto alojamientos turísticos como clínicas, logró cierto nivel de diversificación que pudiera resultar en un menor riesgo para los inversores del grupo. Encima, al contar con varias sucursales, se entiende que el grupo sea capaz de aprovecharse de ciertas economías de escala, sea en lo relativo a las funciones administrativas o en la negociación de contratos de suministros.

El grupo asegura no solo mantener excelentes relaciones con ayuntamientos, organismos y administraciones financieras, sino también estar en contacto constante con centros de formación y universidades con el fin de facilitar el reclutamiento de personal calificado. Las buenas relaciones con los proveedores locales no son menos significantes, ya que garantizan un suministro mínimo de calidad en todo momento. El grupo parece estar bien conectado, hecho que se debe clasificar como punto fuerte sin duda ninguna.

Al nivel financiero, cabe destacar como fortaleza de LS Invest AG el compromiso de los accionistas con el grupo que queda evidente en la decisión de ampliar el capital del grupo en 199.867 miles de euros en el 2019. Debido a dicha ampliación del capital, el grupo dispone en la actualidad de unos niveles de liquidez muy elevados que pudieran garantizar la continuidad de la empresa a pesar del impacto considerable de la pandemia del Covid-19 en el sector turístico. A la vista del alto nivel de autonomía financiera, se le puede atribuir un bajo riesgo de insolvencia.

Por el otro lado, LS Invest AG también cuenta con debilidades: Al nivel operativo, cabe mencionar la antigüedad del grupo que se refleja en las instalaciones de sus hoteles y complejos de apartamentos, sobre todo en Alemania y Austria. No solo implica unas mayores necesidades de mantenimiento y reposición, sino también resulta en quejas por parte de los clientes. Frente a los competidores más recientes, LS Invest AG cuenta con una desventaja en Alemania y Austria, dado que sus instalaciones no se ajusten al 100% a las necesidades del viajero moderno. Además, a pesar de las declaraciones contrarias de LS Invest AG, parece ser que el nivel de servicio ofrecido por parte de los empleados no sea tan alto como se aspira: En las reseñas online, a menudo se reclaman las habilidades y la actitud del personal.

Al nivel financiero, es importante notar que LS Invest AG no solo actúa como gestor de las empresas en su cartera, sino también es propietario. Debido al elevado peso de los activos fijos y las inversiones asociadas a estos, es de esperar que logre una menor rentabilidad financiera que los grupos que operan con contratos de franquicias. También utiliza bajos niveles de apalancamiento financiero y parece operar con niveles de liquidez exagerados, por lo que probablemente se esté perdiendo oportunidades frente a la competencia.

En resumen, se puede describir el modelo de negocio del grupo como un modelo basado en propiedad donde la principal ventaja competitiva se compone de la amplia experiencia, de la imagen de la marca, de las ubicaciones de las sucursales y de la red de contactos con personas, empresas y organizaciones influyentes en el sector. Al tratarse de una ventaja basada principalmente en intangibles, se sugiere que se trate de una ventaja competitiva fuerte y sostenible en el tiempo. Sin embargo, el grupo debería de estar muy consciente de sus debilidades y tomar acciones correctivas.

Ante los impactos de la pandemia en los indicadores de rendimiento y la limitada disponibilidad de datos de referencia, resulta difícil elaborar un benchmark para LS Invest AG con el fin de determinar su posición en el sector frente a sus competidores y así evaluar la eficacia de la ventaja competitiva identificado. Sin embargo, se pueden valorar tanto la ocupación hotelera lograda por LS Invest AG frente a los promedios nacionales como la satisfacción de sus clientes, expresado en rankings obtenidos desde las reseñas publicadas en Tripadvisor.

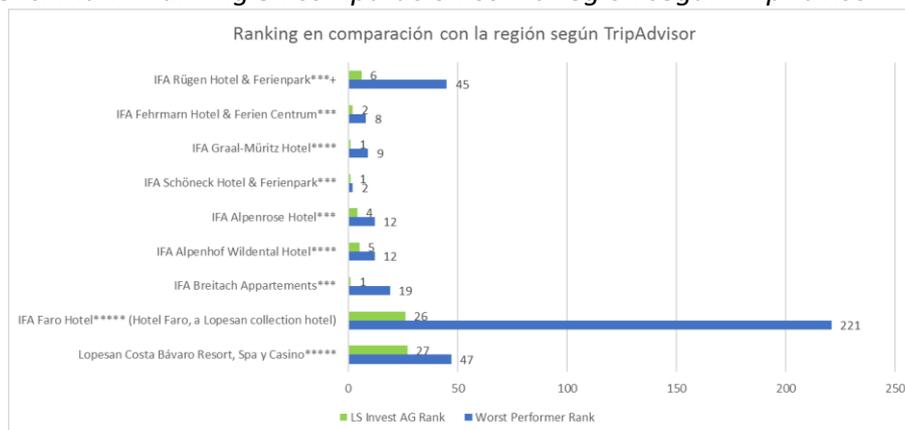
Figura 3. Benchmark - niveles de ocupación hotelera



Fuente: Elaboración propia según James Hepple and Associates VBA, s.f.; LS Invest Aktiengesellschaft, 2021; Statista Inc., 2020

En cuanto a los niveles de ocupación, se elige el año de referencia 2019; debido a la paralización de la actividad turística en el 2020, los datos de este último año de análisis no se consideran representativos. Mientras que la ocupación lograda por los hoteles de LS Invest AG en Alemania se situaba en cinco puntos porcentuales por encima del promedio nacional, en Austria se logró una ocupación del 67,70%, resultado de casi 12 puntos porcentuales por encima del promedio. En España, el Hotel Faro – a Lopesan collection hotel permanecía cerrado por obras a partir de junio, hecho que se reflejaba en el nivel de ocupación de tan solo 34,20% frente a un 67,22% al nivel de toda España. El Lopesan Costa Bávaro Resort, Spa y Casino en la República Dominicana, en cambio, solo abrió el 01 de mayo del 2019 debida a una reforma, hecho que nuevamente afectaba al porcentaje de ocupación logrado, quedándose el mismo en solo 42,00%. Aunque las reformas y por ende cierres temporales complican la comparativa, se puede deducir que, en cuanto a los niveles de ocupación de sus establecimientos, LS Invest AG logra unos resultados por encima o en línea con la competencia.

Figura 4. Benchmark - ranking en comparación con la región según TripAdvisor



Fuente: Elaboración propia según TripAdvisor Inc., 2021

Mirando la satisfacción de los clientes, se observa que los establecimientos de LS Invest AG se sitúan por lo general en los rangos superiores del set competitivo según TripAdvisor, logrando en cuatro casos incluso posicionarse como mejor o segundo mejor hotel de la zona. Tan solo el Lopesan Costa Bávaro Resort, Spa y Casino en la República Dominicana queda en un rango inferior al promedio, por lo que se deberían averiguar las causas y tomar medidas correctivas. Conforme a esta comparativa, la ventaja competitiva de LS Invest AG parece ser eficaz, ya que el grupo logra unas cuotas de mercado y niveles de satisfacción de los clientes razonables.

2.3. Análisis de la situación externa de LS Invest AG

2.3.1. El macroentorno de LS Invest AG

Dado que LS Invest AG no es un sistema cerrado e independiente de cualquier factor externo, no se puede limitar el estudio del grupo al análisis interno de situación. Al contrario, es indispensable mirar con lupa todos aquellos factores que influyen de forma directa o indirecta en la posición competitiva y los resultados de LS Invest AG, con independencia de si se consideren parte del macroentorno o del microentorno. Con el fin de lograr una mejor comprensión del macroentorno en el que opera LS Invest AG, se hará uso del conocido análisis PESTEL, introducido por primera vez por el profesor de Harvard Business School Francis J. Aguilar en el 1967 y ampliado por Liam Fahey y V.K. Narayanan en el 1986. A pesar de haberse presentado hace más de 50 años, el PESTEL sigue siendo una herramienta de gran utilidad y uso frecuente en la estrategia corporativa para descomponer el macroentorno en factores políticos, económicos, socioculturales, tecnológicos, ecológicos y legales como base de toma de decisiones (Aguilar, 1967; Fahey & Narayanan, 1986).

2.3.1.1. El entorno político

Desde los años noventa, el Banco Mundial ha reconocido el papel importante que juegan la forma de gobierno y las directrices políticas en el desarrollo económico de un país y de la misma manera en la evolución de una empresa. Por el entorno político de LS Invest AG se entienden, por ende, todos aquellos factores gubernamentales en los mercados en los que opera el grupo en la actualidad que puedan impactar de manera positiva o negativa en el

desarrollo de la actividad. En un intento de evaluar el entorno político en diferentes países, el Banco Mundial ha definido seis indicadores de gobernanza al nivel mundial, los denominados Worldwide Governance Indicators (WGI), que tratan de determinar los niveles de voz y rendición de cuentas, estabilidad política, eficacia del Estado, calidad regulatoria, imperio de la ley y control de la corrupción. Aunque exista cierto nivel de debate sobre la adecuación de estos indicadores, se utilizarán los WGI en este trabajo, relacionándolos con los principales mercados de LS Invest AG, Alemania, Austria, España y la República Dominicana (Thomas, 2009).

Tabla 1. Indicadores de gobernanza en los mercados operativos de LS Invest AG

| 2020 | Alemania | Austria | España | República Dominicana | Ø mundial | Ø europeo | Ø norteamericano |
|--|----------|---------|--------|----------------------|-----------|-----------|------------------|
| Voz y rendición de cuentas | 1,38 | 1,40 | 1,01 | 0,22 | -0,04 | 0,78 | 0,48 |
| Estabilidad política | 0,67 | 0,85 | 0,40 | 0,17 | -0,07 | 0,53 | 0,40 |
| Eficacia de Estado | 1,36 | 1,66 | 0,89 | -0,33 | -0,03 | 0,83 | 0,07 |
| Calidad regulatoria | 1,58 | 1,40 | 0,77 | -0,01 | -0,02 | 0,91 | 0,20 |
| Imperio de la ley | 1,56 | 1,81 | 0,90 | -0,26 | -0,03 | 0,82 | 0,08 |
| Control de la corrupción | 1,86 | 1,51 | 0,74 | -0,68 | -0,03 | 0,76 | 0,14 |
| <i>Rango: entre -2,5 y 2,5 donde -2,5= bajo y 2,5 = alto</i> | | | | | | | |

Fuente: Elaboración propia según theGlobalEconomy.com, 2021

Por niveles de voz y rendimiento de cuentas se entiende el grado en que la población se considera capaz de elegir libremente su gobierno y disfrutar de libertad de reunión y asociación, expresión y prensa. Según datos obtenidos de theGlobalEconomy.com para el año 2020, los mercados de Alemania, Austria y España presentan valores medio-altos en este indicador, por encima de la media europea. En cuanto a la estabilidad política, definida como la ausencia de disturbios políticos, golpes de estado, violencia o terrorismo, se observan valores positivos por encima de la media europea en Alemania y Austria, mientras que España, a pesar de contar con un valor positivo, se sitúa por debajo de la media de Europa. La calidad de los servicios públicos, administraciones públicas y su independencia de presiones políticas en Alemania, Austria y España, resumidas en el indicador de la eficacia del estado, se estiman con valores medio altos por encima de la media europea, igual que el imperio de la ley, indicador que hace referencia al respeto por la ley, cumplimiento de contratos y la calidad de los cuerpos policiales y tribunales. Por último, respecto a la calidad regulatoria o sea la habilidad del gobierno para establecer e implementar un marco regulatorio que favorezca el desarrollo económico del sector privado, y el control de la corrupción, indicador que se explica por sí mismo, Alemania y Austria se caracterizan por valores altos muy por encima de la media

europea mientras que España se encuentra por debajo de dicha media. La República Dominicana, por su parte, presenta valores negativos en cuatro de los seis indicadores de referencia, y se sitúa por debajo de la media norteamericana en todos los casos (theGlobalEconomy.com, 2021).

El estudio de los indicadores permite concluir que el entorno político en Alemania y Austria, los dos mercados principales de LS Invest AG con un total de siete establecimientos hoteleros/complejos de apartamentos y dos clínicas, se puede llamar favorecedor. Desde el punto de vista político, se deben clasificar ambos países como países desarrollados con un gobierno democrático, considerados generalmente estables y en los que no es de esperar que se produzcan disturbios políticos, ni incumplimientos de contratos, ni problemas de corrupción. Mientras que España es igual de desarrollado con un gobierno democrático, según los indicadores de gobernanza examinados hay menos estabilidad política, menor imperio de la ley y eficacia del estado y mayores niveles de corrupción. Al mercado español, en el que LS Invest AG opera un hotel y mantiene participaciones en empresas de time-sharing, se debería por lo tanto atribuir un riesgo político ligeramente mayor que a los mercados alemanes y austríacos, siempre sin olvidarse de que todos los indicadores de referencia presentan valores positivos. Sin embargo, la situación es diferente en la República Dominicana, mercado en el que LS Invest AG tiene un complejo hotelero de gran tamaño. Debido a los indicadores negativos, es imprescindible atribuir un elevado grado de riesgo al entorno político, hecho que pudiera poner en peligro el éxito económico de la empresa si se viera afectada por ciertos cambios políticos, incumplimiento de contratos o altos niveles de corrupción.

2.3.1.2. El entorno económico

Tal como se adelantó en la introducción, en el año 2020 la economía mundial se ha visto afectada, de una manera sin precedentes en el pasado reciente, por la pandemia del Covid-19. Como consecuencia, es difícil medir el atractivo económico de los países en los que opera LS Invest AG a través de los principales indicadores económicos del mismo año, por lo que también se toman en cuenta dichos indicadores del año 2019 y se contrastarán con la media del respectivo continente.

Tabla 2. Indicadores económicos de los mercados operativos de LS Invest AG (a)

| | Alemania | | Austria | | España | | Ø europeo | |
|--|----------|---------|---------|--------|---------|---------|-----------|--------|
| | 2019 | 2020 | 2019 | 2020 | 2019 | 2020 | 2019 | 2020 |
| crecimiento económico (variación del PIB real) | 0,56 | -4,90% | 1,42% | -6,59% | 1,95% | -10,84% | 2,70% | -4,90% |
| PIB miles de millones de\$, dólares constantes | 3.944,4 | 3.751,2 | 448,8 | 419,2 | 1.572,0 | 1.401,6 | 850,3 | 835,6 |
| PIB per cápita, dólares constantes | 47.469 | 45.065 | 50.537 | 47.009 | 33.352 | 29.600 | 37.373 | 31.409 |
| inflación | 1,40% | 0,50% | 1,50% | 1,40% | 0,70% | -0,30% | 2,30% | 1,40% |
| tasa de desempleo | 3,14% | 4,31% | 4,49% | 5,77% | 14,10% | 15,67% | 6,95% | 7,75% |

Fuente: Elaboración propia según theGlobalEconomy.com, 2021

Tabla 3. Indicadores económicos de los mercados operativos de LS Invest AG (b)

| | República Dominicana | | Ø mundial | | Ø norteamericano | |
|--|----------------------|--------|-----------|--------|------------------|--------|
| | 2019 | 2020 | 2019 | 2020 | 2019 | 2020 |
| crecimiento económico (variación del PIB real) | 5,50% | -6,72% | 2,69% | -4,86% | 1,46% | -9,40% |
| PIB miles de millones de\$, dólares constantes | 85,9 | 80,2 | 528,5 | 501,0 | 960,0 | 963,1 |
| PIB per cápita, dólares constantes | 8.002 | 7.390 | 16.986 | 13.376 | 17.367 | 12.560 |
| inflación | 1,80% | 3,80% | 4,50% | 3,40% | 3,00% | 3,30% |
| tasa de desempleo | 6,36% | 8,90% | 7,00% | 8,15% | 7,70% | 10,46% |

Fuente: Elaboración propia según theGlobalEconomy.com, 2021

Como era de esperar, en el 2020 no solo se experimentó una contracción económica al nivel global, sino también en todos los países de actividad de LS Invest AG. Mientras que la recesión en términos del PIB era de un 4,90% en Alemania y por lo tanto en línea con los valores de referencia europeos y globales, el PIB disminuyó un 6,59% en Austria e incluso un 10,84% en España, posiblemente por la alta dependencia del sector turístico. Aunque ya en el 2019, el crecimiento del PIB era inferior a las medias europeas y mundiales en Alemania, Austria y España, eso, al tratarse de mercados maduros, no implica necesariamente un entorno económico desfavorable. El PIB per cápita en dólares constantes se situaba claramente por encima de la media europea en Alemania y Austria, tanto en el 2019 como en el 2020, mientras que se encontraba por debajo de la media europea en España. La tasa de inflación estaba por debajo de la media europea en los tres países, con una tendencia a la baja en Alemania y España en el 2020 que probablemente se pueda atribuir a desgravaciones fiscales como la reducción del IVA en Alemania, hecho que permite asumir que el poder adquisitivo no ha sufrido un detrimento excesivo. Las tasas de desempleo de los tres países han experimentado aumentos de entre 1,17 y 1,57 puntos porcentuales en el 2020 frente al 2019, valores que no presentan una imagen fiel de la realidad ya que ocultan la gran cantidad de personas afectadas por expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE) y sus equivalentes (theGlobalEconomy, 2021). Es importante señalar también que, en cuanto al

sector turístico, se esperan dificultades considerables relativas a la mano de obra, dado que un gran número de empleados salió del sector a causa de la pandemia del Covid-19 y cara a la escasa remuneración, es poco probable que vuelva (DeMicco y Liu, 2021).

En el caso de la República Dominicana, se observa una disminución del PIB inferior a la media en el 2020, mientras que en el 2019 fue el país norteamericano con el mayor crecimiento del PIB, siendo este de un 5,05%. El PIB per cápita en dólares constantes fue inferior a la media, hecho poco sorprendente dado que la República Dominicana se clasifica como país en desarrollo según el Fondo Monetario Internacional (eglitis-media, 2021).

Dado que la actividad de LS Invest AG se clasificó como parte del sector turístico, es imprescindible no solo analizar la situación económica en los países de actividad, sino también en los principales mercados emisores, en concreto Países Bajos, Suiza y Estados Unidos para Alemania; Alemania, Países Bajos y Suiza en el caso de Austria; Francia, Reino Unido y Alemania en el caso de España y Estados Unidos, Canadá y Francia en el caso de la República Dominicana.

Tabla 4. Indicadores económicos de los mercados emisores (a)

| | Estados Unidos | | Canadá | | Francia | |
|--|----------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| | 2019 | 2020 | 2019 | 2020 | 2019 | 2020 |
| crecimiento económico (variación del PIB real) | 2,16% | -3,49% | 1,86% | -5,40% | 1,51% | -8,11% |
| PIB miles de millones de\$, dólares constantes | 18.349,0 | 17.709,0 | 1.953,2 | 1.847,7 | 2.971,9 | 2.730,8 |
| PIB per cápita, dólares constantes | 55.886 | 53.749 | 51.957 | 48.617 | 44.193 | 40.521 |
| inflación | 1,80% | 1,20% | 1,90% | 0,70% | 1,10% | 0,05% |
| tasa de desempleo | 3,67% | 8,31% | 5,66% | 9,48% | 8,44% | 8,62% |

Fuente: Elaboración propia según theGlobalEconomy.com, 2021

Tabla 5. Indicadores económicos de los mercados emisores (b)

| | Reino Unido | | Países Bajos | | Suiza | |
|--|-------------|---------|--------------|--------|--------|--------|
| | 2019 | 2020 | 2019 | 2020 | 2019 | 2020 |
| crecimiento económico (variación del PIB real) | 1,37% | -9,79% | 1,68% | -3,74% | 1,08% | -2,87% |
| PIB miles de millones de\$, dólares constantes | 2.913,6 | 2.628,3 | 961,8 | 925,8 | 712,5 | 692,1 |
| PIB per cápita, dólares constantes | 43.592 | 39.103 | 55.451 | 53.081 | 83.093 | 80.132 |
| inflación | 1,70% | 1,00% | 2,60% | 1,30% | 0,40% | -0,70% |
| tasa de desempleo | 3,74% | 4,34% | 3,38% | 4,09% | 4,39% | 4,94% |

Fuente: Elaboración propia según theGlobalEconomy.com, 2021

Como no pudo ser de otra manera, todos los mercados emisores también experimentaron un crecimiento negativo del PIB, aunque solo Francia y Reino Unido mostraron valores más negativos que la media del continente. Al tratarse exclusivamente de países del primer mundo, el PIB per cápita en dólares constantes se situaba claramente por encima de las

respectivas medias continentales en todos los mercados emisores, tanto en el 2019 como en el 2020. En combinación con una tendencia a la baja de los niveles de inflación en el 2020 frente al 2019, se puede asumir que, aunque exista una recesión incuestionable, todavía se cuenta con un poder adquisitivo adecuado en los mercados emisores y, por lo tanto, en teoría, una demanda de tamaño razonable (theGlobalEconomy, 2021).

Sin embargo, tal como se adelantó en la introducción a este trabajo, el sector del turismo ha sufrido más impacto por la pandemia del Covid-19, ya que no solo se vio condicionado por la situación económica de los posibles clientes, sino en mayor grado por las restricciones de movilidad, cierres de fronteras y ordenes al cierre de establecimientos. Conforme a la Organización Mundial del Turismo, hasta un 96% de la población mundial se ha visto afectado en algún momento desde el comienzo de la pandemia del Covid-19 por prohibiciones de viajar, resultando en una paralización completa del sector sin precedentes (Neuburger y Egger, 2021, p. 1004).

Por consiguiente, se entiende que el entorno económico en el que opera LS Invest AG, por lo menos con referencia a los establecimientos hoteleros y complejos de apartamentos, ha de clasificarse como muy desfavorable en el 2020. La evolución en los próximos ejercicios estará claramente vinculada a la evolución de la pandemia y difícil de predecir.

Tabla 6. *Gastos en salud - Alemania vs. promedio europeo*

| | Alemania | | Ø europeo | |
|--|----------|---------|-----------|---------|
| | 2019 | 2020 | 2019 | 2020 |
| gasto en salud por cápita | 5.052,7 | 5.472,2 | 2.701,3 | 2.857,3 |
| gasto en salud como porcentaje del PIB | 11,32% | 11,43% | 7,79% | 7,82% |

Fuente: Elaboración propia según theGlobalEconomy.com, 2021

Sin perder de vista la situación económico general y las implicaciones de la pandemia del Covid-19, se puede decir con tranquilidad que, para sus actividades en el sector de salud, LS Invest AG ha escogido el mercado idóneo: Opera sus clínicas únicamente en Alemania, el país en Europa con el segundo mayor gasto en salud como porcentaje del PIB según los datos más recientes disponibles del 2018 (theGlobalEconomy.com, 2021).

2.3.1.3. El entorno sociocultural

No es de extrañar que el entorno sociocultural en el que opera LS Invest AG se ha visto igualmente afectado por la pandemia del Covid-19. Como resultado de la misma, se observan cambios en el comportamiento de los consumidores que podrían ser temporales pero también convertirse en permanentes.

Un factor clave y determinante en el comportamiento de los consumidores es el riesgo que se atribuye a la compra de servicios de LS Invest AG. Este riesgo podría clasificarse entre otros como financiero, entendiéndose por el mismo la pérdida de dinero en el caso de no poder disfrutar de la estancia o del tratamiento reservado sin que el precio de compra se reembolse, sea por restricciones de movilidad, cierres temporales o motivos personales (Neuburger y Egger, 2021, p. 1005). Como consecuencia del alto riesgo financiero percibido desde el comienzo de la pandemia, los consumidores tienden a posponer la compra hasta el último momento, resultando en reservas a última hora y por lo tanto en grandes retos en cuanto a la planificación operativa y financiera desde el punto de vista de los grupos como LS Invest AG. Mientras que los viajes internacionales solían organizarse con cierta antelación, un estudio en septiembre del 2020 reveló que un 48% de los entrevistados aún no se habían decidido a viajar o no, mientras que un 21% hizo las reservas con menos de un mes de antelación (Toubes et al, 2021, p. 1333). En un intento de mitigar los efectos negativos del riesgo financiero asociado al sector turístico, se han introducido políticas de cancelación más flexibles que podrían estimular la demanda a corto plazo, pero serán difíciles de revocar a largo plazo, hecho que hará de la planificación empresarial en el sector una tarea aún más difícil (Toubes et al, 2021, p. 1344).

Otro tipo de riesgo que se percibe en mayor grado desde el comienzo de la pandemia es el riesgo relativo a seguridad, higiene y salud (Neuburger y Egger, 2021, p. 1005), preocupación que dio lugar al fenómeno de cocooning, la moda de pasar tiempo libre en casa en vez de salir o irse de viaje. La casa, ante la inseguridad provocada por el Covid-19, se percibe como lugar seguro y de preferencia, sea por la imposibilidad de salir debido a restricciones y cierres de establecimientos o por una no voluntad de salir por motivos psicológicos como el miedo (García-Madurga et al., 2021). Mientras que exista desacuerdo sobre la utilidad de sellos de seguridad e higiene para aliviar este miedo, sí se observa una tendencia hacia los viajes con contacto mínimo, dónde un 90% de la toma de contacto para reservar se realiza a través de

dispositivos electrónicos, tendencia que hará necesario una transformación digital del sector turístico dónde las reseñas online y el uso del Big Data, del e-commerce y de la inteligencia artificial jugarán un papel cada vez más importante (Toubes et al, 2021, 1334, 1338).

2.3.1.4. El entorno tecnológico

Como consecuencia de los cambios en los hábitos de los consumidores, las instalaciones en los establecimientos hoteleros, apartamentos y clínicas tendrán que adaptarse a las necesidades de los clientes. Es de conocimiento general que el uso de los smartphones y del Internet son habituales en la gran mayoría de la población, por lo que la cobertura de Wifi y existencia de enchufes suficientes se da por sentada. Como se estima que el móvil y las redes sociales serán los principales medios de comunicación y canales de venta mientras que las agencias de viajes tradicionales desaparecerán (Toubes et al, 2021, p. 1341), será imprescindible disponer de páginas web atractivas y adaptables a todo tipo de dispositivo, cuidar las redes sociales y optimizar el posicionamiento en buscadores.

Por otra parte, y en comparación con otros sectores más industriales, el sector turístico se ha aprovechado hasta la fecha menos del avance tecnológico y de una posible automatización de ciertos procesos. Cabe destacar que, cuando se hace referencia al sector de servicios, no se trata solo de decidir e implementar un mayor uso de tecnología y grado de automatización, sino sobre todo de lograr la aceptación por parte de los clientes sin que los niveles de satisfacción se perjudiquen. Desde siempre, la hostelería se ha caracterizado por sus altos niveles de interacción humana, el trato personal y la transmisión de emociones, sobre todo desde la aparición del concepto de promocionar y vender experiencias en vez de tan solo alojamiento. Por consiguiente, el avance tecnológico se ha limitado al área de back office o la gestión empresarial, mientras que el área de atención al cliente seguía siendo dominada por las interacciones humanas. En la luz de la pandemia y cumplimiento de las nuevas normas del distanciamiento social, podrían producirse cambios al respecto, ya que las opciones basadas en tecnología, desde llaves digitales y kioscos de auto check-in hasta robots de servicio, podrían percibirse como más seguros al minimizar la necesidad de contacto humano y reducir las posibilidades de contagios, conduciendo a largo plazo a una mayor eficiencia y menores gastos de personal. No obstante, ante las pérdidas ocasionadas desde el comienzo de la pandemia del Covid-19, parece poco probable que las empresas en el sector turístico

dispongan de los medios financieros para invertir en nuevas tecnologías (Liu y Yang, 2021). Asimismo, habrá que analizar la compatibilidad de ciertas tecnologías de autoservicio con la categoría y reputación del respectivo complejo turístico. Sobre destacar el importante papel que juega la tecnología en el sector de salud y por lo tanto en la gestión de las dos clínicas en propiedad de LS Invest AG.

2.3.1.5. El entorno ecológico

En los últimos años, son cada vez más frecuentes las llamadas a la acción para proteger el medio ambiente, ser más sostenibles y frenar al cambio climático. Mientras que recientemente, se manifestaron por el movimiento “Fridays for Future” de Greta Thunberg, la sostenibilidad ya desde hace años representaba un criterio importante a la hora de elegir un alojamiento turístico (Val Palao, 2019). Según un estudio realizado por la agencia de viajes online Booking.com en 2019 al nivel global, un 50% de los viajeros pretende viajar de una manera más sostenible en el futuro, mientras que un 70% afirma dar preferencia a los alojamientos con certificaciones ecológicas, hecho que resultó en intentos de mostrarse más sostenible por parte del sector turístico. No obstante, la llegada de la pandemia del Covid-19 hasta cierto punto frenó los esfuerzos de ser más respetuosos con el medio ambiente, ya que la necesidad de proporcionar al cliente un entorno seguro y libre de puntos de contagio provocó amplios protocolos de limpieza e higiene, uso de detergentes más agresivos y tóxicos, y el regreso de los desechables (Baillargeon, 2021). El gran reto a medio plazo para grupos como LS Invest AG desde el punto de vista ecológico será por lo tanto ofrecer a los clientes un servicio que cumpla con sus expectativas de seguridad e higiene sin comprometer su imagen respecto a la sostenibilidad.

2.3.1.6. El entorno legal

El sector turístico tradicional, campo de actividad principal de LS Invest AG, se mueve dentro de un marco legal muy desarrollado y concreto, tanto en Europa como en la República Dominicana. En Alemania, Austria y España se aplican las leyes de la Unión Europea, y los negocios se ven, entre otros, regulados por la Autoridad Europea de Seguridad Alimentaria, la legislación laboral europea, la política medioambiental y la protección de consumidores

basadas en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. En el 2020, fue de especial importancia la Directiva (UE) 2015/2302 relativa a los viajes combinados y a los servicios de viaje vinculados, pauta que concedió a todos los viajeros afectados por la pandemia del Covid-19 el derecho a un reembolso completo. (Comisión Europea, s.f.). En la República Dominicana, existen de una forma similar el código de trabajo, la ley general de protección de los derechos al consumidor o usuario y la ley sobre seguridad alimentaria y nutricional. Por el otro lado, la Dirección Nacional de Turismo, elevada a Secretaría de Estado en 1979, establece normas para establecimientos hoteleros y de restauración a seguir (Ministerio de Turismo de la República Dominicana, 2020).

2.3.2. El microentorno de LS Invest AG

Aparte de los factores del macroentorno, también influye el microentorno en la evolución y los resultados de LS Invest AG. Para obtener una mejor visión general del sector turístico, se hace uso del modelo de las cinco fuerzas de Porter, a través del cual se analizan la amenaza de entrada, la amenaza de sustitutos, el poder de los proveedores en el sector, el poder de los clientes en el sector y el grado de rivalidad entre los competidores existentes con el fin de determinar el atractivo del sector en cuestión (50 Minutos, 2016). De forma resumida, se puede plasmar el microentorno de LS Invest AG en la siguiente ilustración. A continuación, se tratará cada una de las fuerzas en detalle.

Figura 5. Las cinco fuerzas de Porter y LS Invest AG



Fuente: Elaboración propia

2.3.2.1. La amenaza de entrada

Tal como se especificó en el análisis del entorno político y legal, aunque haya un marco regulatorio aplicable al sector turístico, ni existen barreras legales de entrada en los mercados de actividad de LS Invest AG, ni tampoco regulación por parte del gobierno; reina la economía libre de mercado dónde se respetan las leyes de la oferta y la demanda sin que el estado intervenga (theGlobalEconomy.com, 2021). Al tratarse de un mercado en declive por la pandemia del Covid-19 en el cual la oferta se ha vuelto muy superior a la demanda actual, parece poco atractivo para nuevos entrantes. Además, el sector requiere de grandes inversiones en activos no corrientes como terrenos, edificios y equipos, reto que podría intentar esquivarse por contratos de franquicias, si bien siempre hará falta un inversor que pone a la disposición del negocio los activos no corrientes esenciales para la operativa. En un sector que además cuenta con altos gastos fijos por su dependencia de la mano de obra, parece poco probable que muchas empresas intenten entrar en ello en el 2021. Se puede decir que, al nivel económico-financiero, sí existen barreras de entrada para nuevos entrantes.

2.3.2.2. La amenaza de sustitutos

La mayor amenaza de sustitutos para los establecimientos hoteleros y complejos de apartamentos apareció en el 2017 con la fundación de Airbnb. A través de una plataforma digital, Airbnb vincula propietarios de habitaciones, pisos, casas, villas y otros tipos de alojamientos privados con personas que están interesadas en alojarse en dichos alojamientos. Mientras que la plataforma permite la comunicación directa entre el casero y el viajero, Airbnb como intermediario cobra unas comisiones del 3% al anfitrión y del 12% al huésped, siendo dichas comisiones su principal fuente de ingresos (Regader, 2020, p.3). Airbnb (y otras empresas similares que han copiado el modelo de negocio gracias a su éxito) se corresponden con las tendencias hacia lo digital expuestas en la descripción del entorno sociocultural y tecnológico. Al no ser propietario de los alojamientos, ni empleador de los caseros, Airbnb puede aprovecharse de una estructura de bajo coste y ofrecer tarifas más económicas que la mayoría de los hoteles (Regader, 2020, p. 2). Encima, a falta de un marco regulatorio para el sector de los alojamientos turísticos privados, no tiene que cumplir con todas las leyes y normativas que se aplican a la hostelería tradicional (Osztoivits et al., s.f., p. 26) y, por formar

parte de la economía compartida, se percibe como más sostenible. Los alojamientos turísticos privados cuentan, por lo tanto, con una ventaja competitiva significante frente a la hostelería tradicional que podría hasta ganar importancia si se supone que los viajeros post-Covid eviten las aglomeraciones y en consecuencia opten más por un alojamiento privado que por grandes hoteles. Referente a las dos clínicas que opera LS Invest AG en lo que se definió como el sector del turismo de salud, no existe una amenaza de sustitutos equivalente a Airbnb, aunque sí existen empresarios individuales que ofrecen métodos curativos alternativos.

2.3.2.3. El poder de los proveedores en el sector

En el análisis de los proveedores, es imprescindible distinguir entre los proveedores que trabajan únicamente con el sector turístico y, por lo tanto, se han visto igual de afectados por la pandemia del Covid-19 y la paralización del sector, y aquellos que se pueden considerar independientes del turismo. Es de esperar que los proveedores de suministros y servicios generales como agua, luz y recogida de basuras impongan sus precios, mientras que los proveedores de alimentos y bebidas en las zonas turísticas, en gran parte mayoristas dependientes los establecimientos hoteleros, tengan poco poder de negociación. Por último, por proveedores también se pueden entender los trabajadores quienes aportan su mano de obra al turismo, que, al tratarse de un sector basado en servicios, debe de considerarse uno de los componentes más importantes para las operaciones diarias. Tal como se explicó en el análisis del entorno económico, muchos empleados han salido del sector turístico desde el comienzo de la pandemia del Covid-19, dejando el mismo ante una escasez de personal. Por ende, a los que siguen dispuestos a trabajar en el sector, se les puede adscribir un mayor poder de negociación que antes de la pandemia.

2.3.2.4. El poder de los clientes en el sector

Cuando se fundó LS Invest AG a principios de los años ochenta, el poder de los clientes en el sector del turismo era casi inexistente. Se ofrecía un servicio a un precio y unas condiciones dadas a los clientes, quienes, ante una oferta turística todavía limitada, tenían la opción de

aceptar o no aceptarla, pero no disponían de un notable poder de negociación. Hoy en día, ante una amplia oferta de alojamientos, la situación es diferente.

Ya con la aparición del Internet, las redes sociales y las plataformas como Tripadvisor y Google dónde los clientes puedan evaluar sus experiencias, y por medio de sus reseñas, mejorar o dañar seriamente la reputación de un establecimiento turístico, los clientes han ganado poder en el sector. Aunque la satisfacción de los clientes haya sido, desde siempre, el objetivo principal de los hoteles y complejos de apartamentos, la experiencia de un cliente insatisfecho no se podía volver viral y así influir en las decisiones de compra de otros clientes en la época pre-Internet. Los clientes, siendo muy conscientes de su nuevo poder, en algunos casos tienden a utilizarlo y amenazar a las empresas del sector turístico (y de servicios en general) con malas reseñas para lograr descuentos o un trato más favorable durante su estancia. Por ende, una gestión eficiente de las redes sociales y plataformas de reseñas se ha vuelto esencial en cualquier empresa turística. (Schuckert et al., 2015).

Por el otro lado, tal como se mostró en el análisis del entorno sociocultural, la pandemia del Covid-19 había provocado una caída de la demanda a cero y por lo tanto una paralización completa del sector. Ante la urgente necesidad de reanimar el negocio en una situación de emergencia sanitaria sin precedentes, el sector ha dejado, de forma consciente o inconsciente, que los clientes ganaran poder y dictaran los términos y condiciones de compra. Respaldados por la protección del consumidor, los clientes exigen términos de cancelación cada vez más favorables y reembolsos hasta al haberse pasado del plazo acordado. (Toubes et al, 2021, p. 1344).

Si con clientes se entienden los intermediarios como tour operadores o agencias de viajes online, las leyes de la economía de libre mercado sugieren que su poder de negociación aumente según el negocio que generen para los alojamientos en general y LS Invest AG en concreto y que los tour operadores con grandes volúmenes de negocio sean selectivos a la hora de elegir sus socios. Por ende, el sector turístico en la era post Covid se caracteriza por niveles elevados de poder de los clientes.

2.3.2.5. El grado de rivalidad entre los competidores existentes

El sector turístico puede considerarse un mercado maduro, ya existente en todo el mundo, con una amplia oferta de alojamientos, presentada por todo tipo de empresas, desde empresarios individuales con tan solo un establecimiento hasta pequeñas multinacionales como LS Invest AG y cadenas (hoteleras) que operan miles de sucursales al nivel global. No obstante, no existe un líder de mercado que cuenta con un monopolio. Como se expuso, a causa de la pandemia del Covid-19 se trata de un mercado en declive que aspira a recuperarse tras una paralización completa, razón por la cual la rivalidad, ya elevada en tiempos pre-Covid, se ha intensificado aún más. A pesar de las bajas cifras de negocio, no es de esperar que se produzca una salida voluntaria de competidores, dado que el considerable peso de activos no corrientes como terrenos, instalaciones y equipos supone una barrera de salida. Sin disponer de estudios al respecto, la lógica económica sugiere que la salida del mercado solo podría realizarse con pérdidas en el presente.

2.4. Las amenazas y oportunidades que se presentan a LS Invest AG

Visto lo anterior, queda identificada sin duda alguna la pandemia del Covid-19 como la mayor amenaza a la que se enfrenta LS Invest AG en la actualidad, tanto por la recesión general que ha provocado como el impacto extraordinario en el sector turístico. Dado que la demanda se había minimizado hasta tender a cero, resultando en una sobreoferta sin precedentes, la rivalidad en el sector se intensificó, haciendo del mantenimiento de la cuota del mercado un reto considerable.

Encima, las inquietudes y la incertidumbre contraídas por la pandemia resultaron en cambios de los hábitos de los consumidores, cuales podrían llegar a suponer otra amenaza para LS Invest AG: Por un lado, los consumidores podrían inclinarse más hacia los sustitutos como Airbnb y otros alojamientos turísticos privados, ya que se adaptan mejor a las nuevas necesidades del distanciamiento social. Por el otro lado, los consumidores tienden a reservar a última hora y exigen políticas más laxas de cancelación y reembolsos, complicando así la planificación y presupuestación para LS Invest AG y creando posiblemente problemas de liquidez.

Respeto a las oportunidades, se tiene que destacar la posible introducción de una vacuna contra el Covid-19 en el primer trimestre del 2021, llevándole a la población mundial hacia la inmunidad colectiva y, por lo tanto, la vuelta cautelosa a la normalidad. Se puede suponer que, una vez que los viajes hayan vuelto a considerarse seguros, el sector del turismo no solo podrá reanudar los negocios, sino también se enfrentará a unas ganas de viajar acumuladas que le permitirán aumentar ingresos. LS Invest AG tampoco debería cerrarse a la posibilidad de explorar nuevos segmentos de clientes en lo que dure la pandemia, por lo que la nueva popularidad y promoción del turismo local y domestico deberían de añadirse a la lista de oportunidades. Por último, la misma crisis del Covid-19 podría llegar a presentar una oportunidad. Aunque no se pueden negar los impactos desastrosos sobre los negocios, el grupo y la marca pudieran salir fortalecidos de la pandemia, siempre que logran demostrar una buena gestión de la crisis y así reforzar la confianza de los clientes en la empresa.

3. Análisis económico-financiero de LS Invest AG

3.1. El balance de situación 2018, 2019, 2020

Tabla 7. Cifra del balance LS Invest AG

| | <i>en miles de €</i> | | |
|--------------------------|----------------------|----------------|----------------|
| | 2018 | 2019 | 2020 |
| Cifra del balance | 466.805 | 662.927 | 592.596 |

Fuente: Elaboración propia según LS Invest Aktiengesellschaft, 2020 y 2021

A primera vista, y sin entrar aún en detalles, el balance consolidado de LS Invest AG muestra una cifra del balance de 466.805 miles de euros en 2018, de 662.927 miles de euros en 2019 y de 592.596 miles de euros en 2020. Ante un aumento de 42,01% en el 2019 frente al 2018, se puede deducir que LS Invest AG se encontró en una fase de crecimiento considerable en el 2019, mientras que experimentó una disminución de la cifra del balance de 10,61% en el 2020 frente al 2019. Ya antes de entrar en el análisis profundo del balance, a la vista del contexto económico expuesto anteriormente, se permite suponer que la disminución tenga alguna relación con la recesión general en el sector turístico a causa de la pandemia del Covid-19.

Tabla 8. Estructura económica/activo LS Invest AG 2018, 2019, 2020; análisis vertical

| <i>en miles de €</i> | Activo | | | | | |
|---|----------------|--------------------|----------------|--------------------|----------------|--------------------|
| | 2018 | 2018 % vertical | 2019 | 2019 % vertical | 2020 | 2020 % vertical |
| Valores patrimoniales a largo plazo | | | | | | |
| Inmovilizado inmaterial | 3.175 | 0,68% | 3.260 | 0,49% | 2.975 | 0,50% |
| Inmovilizado material | 287.577 | 61,61% | 394.043 | 59,44% | 381.345 | 64,35% |
| Participación en empresas asociadas | 3.618 | 0,78% | 5.183 | 0,78% | 2.859 | 0,48% |
| Otro inmovilizado financiero | 36.104 | 7,73% | 36.104 | 5,45% | 36.104 | 6,09% |
| Derechos por impuestos diferidos | 9.052 | 1,94% | 10.239 | 1,54% | 8.104 | 1,37% |
| Suma valores patrimoniales a largo plazo | 339.526 | 72,73% | 448.829 | 67,70% | 431.387 | 72,80% |
| Valores patrimoniales a corto plazo | | | | | | |
| Existencias | 735 | 0,16% | 1.638 | 0,25% | 1.319 | 0,22% |
| Derechos por suministros y servicios | 3.227 | 0,69% | 6.427 | 0,97% | 3.285 | 0,55% |
| Derechos contra empresas del grupo | 207 | 0,04% | 325 | 0,05% | 379 | 0,06% |
| Otros derechos | 41.612 | 8,91% | 15.303 | 2,31% | 20.404 | 3,44% |
| Derechos por impuestos sobre beneficios | 34.214 | 7,33% | 11.527 | 1,74% | 45 | 0,01% |
| Saldos en bancos y cajas | 47.013 | 10,07% | 148.358 | 22,38% | 134.908 | 22,77% |
| Ajustes por periodificación | 271 | 0,06% | 1.081 | 0,16% | 869 | 0,15% |
| Activos disponibles para la venta | 0 | 0,00% | 29.439 | 4,44% | 0 | 0,00% |
| Suma valores patrimoniales a corto plazo | 127.279 | 27,27% | 214.098 | 32,30% | 161.209 | 27,20% |
| Total valores patrimoniales | 466.805 | 100,00% | 662.927 | 100,00% | 592.596 | 100,00% |

Fuente: Elaboración según LS Invest Aktiengesellschaft, 2020 y 2021

Procediendo al análisis vertical de los activos del balance, y por lo tanto a la composición de la estructura económica, se observa que las características inherentes señaladas en la introducción a este trabajo efectivamente se aplican a LS Invest AG: El grupo opera no solo

como gestor sino también como propietario de sus negocios y por consiguiente se puede clasificar como grupo intenso en activos fijos, donde, en concreto, el activo fijo representó entre un 67,70% (2019) y un 72,80% (2020) de los activos totales. La partida de inmovilizado material que se corresponde con los terrenos, edificios, maquinaria, equipamiento, licencias, obras y construcciones necesarias para la explotación se situó entre un 59,44% (2019) y un 64,35% (2020) del total activo en los años de interés. En el análisis de las principales ratios financieras a continuación, se comentarán la rentabilidad económica y rotación de activos para determinar hasta qué punto LS Invest AG y sus inversores se ven compensados por este porcentaje alto de activos fijos.

En cuanto a los activos corrientes, se observa que las partidas de existencias, cuenta que se refiere sobre todo a comidas, bebidas y material de consumo, y de derechos por suministros y servicios parecen casi insignificantes al constituir cada una menos de un 1% del activo total en todos los años comprendidos en el análisis. A simple vista, esto podría indicar una gestión eficiente de las existencias y cuentas a cobrar, pero no se pueden sacar conclusiones al respecto antes de relacionar ambas partidas con las respectivas cifras de ventas y analizar el ciclo de explotación, proceso que se realizará a lo largo de este trabajo. Únicamente en el 2018, se observan elevados porcentajes en las partidas de otros derechos (8,91%) y derechos por impuestos sobre beneficios (7,33%), resultados de unas inversiones financieras con un plazo superior a tres meses en el primer caso y de unos sobrepagos de impuestos en España en el segundo. Sin duda alguna, la partida más llamativa dentro del activo corriente es la partida de saldos en bancos y cajas que pasa de ser de un 10,07% del activo total en el 2018 a un 22,38% en el 2019 hasta llegar a un 22,77% en el 2020. Falta determinar si el nivel de liquidez implícito a estos valores es adecuado para las operaciones de LS Invest AG o excesivo, resultando en activos ociosos.

Tabla 9. Estructura financiera/pasivo LS Invest AG 2018, 2019, 2020; análisis vertical

| <i>en miles de €</i> | Pasivo | | | | | |
|--|----------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|-----------------|
| | 2018 | 2018 % vert. | 2019 | 2019 % vert. | 2020 | 2020 % vert. |
| Fondos propios | | | | | | |
| Capital suscrito | 51.179 | 10,96% | 128.385 | 19,37% | 128.302 | 21,65% |
| Reserva de capital | 51.170 | 10,96% | 173.831 | 26,22% | 173.831 | 29,33% |
| Reservas de beneficios | 130.525 | 27,96% | 159.139 | 24,01% | 135.442 | 22,86% |
| Restante resultado consolidado | 2.006 | 0,43% | 14.715 | 2,22% | -11.735 | -1,98% |
| Resultado consolidado | 37.372 | 8,01% | -23.507 | -3,55% | -21.808 | -3,68% |
| Participación de accionistas de LS Invest AG en FFPP | 272.252 | 58,32% | 452.563 | 68,27% | 404.032 | 68,18% |
| Participación de otros socios en fondos propios | 16.557 | 3,55% | 15.886 | 2,40% | 13.811 | 2,33% |
| Total fondos propios | 288.809 | 61,87% | 468.449 | 70,66% | 417.843 | 70,51% |

| Deudas a largo plazo | | | | | | |
|--|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|
| Deudas financieras | 129.411 | 27,72% | 105.664 | 15,94% | 117.186 | 19,78% |
| Otras provisiones | 282 | 0,06% | 4 | 0,00% | 164 | 0,03% |
| Derivados financieros | 3.600 | 0,77% | 2.428 | 0,37% | 1.304 | 0,22% |
| Suma deuda a largo plazo | 133.293 | 28,55% | 108.096 | 16,31% | 118.654 | 20,02% |
| Deuda a corto plazo | | | | | | |
| Deudas por impuestos sobre beneficios | 5.604 | 1,20% | 1.414 | 0,21% | 2.514 | 0,42% |
| Deudas financieras | 11.043 | 2,37% | 46.409 | 7,00% | 27.160 | 4,58% |
| Instrumentos financieros derivados | 1.663 | 0,36% | 1.467 | 0,22% | 1.233 | 0,21% |
| Deudas por suministros y servicios | 18.417 | 3,95% | 19.458 | 2,94% | 16.435 | 2,77% |
| Deudas contractuales | 2.662 | 0,57% | 3.568 | 0,54% | 2.138 | 0,36% |
| Deudas con empresas vinculadas | 361 | 0,08% | 435 | 0,07% | 1.059 | 0,18% |
| Otras deudas | 4.952 | 1,06% | 4.606 | 0,69% | 5.560 | 0,94% |
| Ajuste por periodificación | 1 | 0,00% | 0 | 0,00% | 0 | 0,00% |
| Provisiones y deudas de activos dispuestos para la venta | 0 | 0,00% | 9.025 | 1,36% | 0 | 0,00% |
| Suma deudas a corto plazo | 44.703 | 9,58% | 86.382 | 13,03% | 56.099 | 9,47% |
| Suma fondos propios y deudas | 466.805 | 100,0% | 662.927 | 100,0% | 592.596 | 100,0% |

Fuente: Elaboración según LS Invest Aktiengesellschaft, 2020 y 2021

El estudio de la estructura financiera o los pasivos de LS Invest AG destaca la elevada autonomía financiera del grupo: Los fondos propios pasan de suponer un 61,87% en el 2018 a un 70,66% en el 2019 y un 70,51% en el 2020. Mientras que se puede atribuir un menor riesgo de insolvencia al grupo ya que, según el año de análisis, se financian entre un 85,06% y la totalidad de las inversiones a largo plazo con el patrimonio neto, la autonomía financiera está muy por encima de los valores normalmente recomendados y es probable que el grupo esté perdiendo oportunidades. La deuda a largo plazo se refiere en su mayoría a deudas con entidades financieras y presentó un 28,55% del total pasivo en el 2018, un 16,31% en el 2019 y un 20,02% en el 2020. Frente a unos porcentajes del 9,58%, 13,03% y 9,47% del total pasivo que representan las deudas a corto plazo, queda evidente que la calidad de la deuda es mejor en el 2018 y el 2020.

Tabla 10. Estructura económica/activo LS Invest AG 2018, 2019, 2020; análisis horizontal

| en miles de € | Activo | | | 2019 vs. 2018 | 2020 vs. 2019 |
|---|----------------|----------------|----------------|------------------|------------------|
| | 2018 | 2019 | 2020 | | |
| Valores patrimoniales a largo plazo | | | | | |
| Inmovilizado inmaterial | 3.175 | 3.260 | 2.975 | 2,68% | -8,74% |
| Inmovilizado material | 287.577 | 394.043 | 381.345 | 37,02% | -3,22% |
| Participación en empresas asociadas | 3.618 | 5.183 | 2.859 | 43,26% | -44,84% |
| Otro inmovilizado financiero | 36.104 | 36.104 | 36.104 | 0,00% | 0,00% |
| Derechos por impuestos diferidos | 9.052 | 10.239 | 8.104 | 13,11% | -20,85% |
| Suma valores patrimoniales a largo plazo | 339.526 | 448.829 | 431.387 | 32,19% | -3,89% |

| Valores patrimoniales a corto plazo | | | | | |
|---|----------------|----------------|----------------|---------------|----------------|
| Existencias | 735 | 1.638 | 1.319 | 122,86% | -19,47% |
| Derechos por suministros y servicios | 3.227 | 6.427 | 3.285 | 99,16% | -48,89% |
| Derechos contra empresas del grupo | 207 | 325 | 379 | 57,00% | 16,62% |
| Otros derechos | 41.612 | 15.303 | 20.404 | -63,22% | 33,33% |
| Derechos por impuestos sobre beneficios | 34.214 | 11.527 | 45 | -66,31% | -99,61% |
| Saldos en bancos y cajas | 47.013 | 148.358 | 134.908 | 215,57% | -9,07% |
| Ajustes por periodificación | 271 | 1.081 | 869 | 298,89% | -19,61% |
| Activos disponibles para la venta | 0 | 29.439 | 0 | | -100,00% |
| Suma valores patrimoniales a corto plazo | 127.279 | 214.098 | 161.209 | 68,21% | -24,70% |
| Total valores patrimoniales | 466.805 | 662.927 | 592.596 | 42,01% | -10,61% |

Fuente: Elaboración según LS Invest Aktiengesellschaft, 2020 y 2021

La evolución de la situación patrimonial de LS Invest AG de un año a otro se desprende del análisis horizontal del balance. Tal como se adelantó, la cifra del balance aumentó en un 42,10% del 2018 al 2019. Dentro de la estructura económica del grupo, se pueden identificar las partidas de inmovilizado material y saldos en caja y bancos como principales motivos de este aumento. La partida de inmovilizado material creció en 106.466 miles de euros o un 37,02%, diferencia que se debe a la construcción del nuevo complejo hotelero en la República Dominicana, el Lopesan Costa Bávaro Resort, Spa y Casino. La subida de la partida de saldos en caja y bancos en 101.345 miles de euros o 215,57% es el resultado de una ampliación de capital de 199.867 miles de euro, que a su vez está ligada a un plan de inversiones que entre otros incluye la construcción del nuevo hotel en la República Dominicana. Si se hace referencia al inmovilizado material, también se tiene que señalar la partida de activos disponibles para la venta que figura con 29.439 miles de euros únicamente en el 2019. Este importe corresponde al Hotel Faro – a Lopesan collection hotel, dado que se cerró un contrato de compraventa con un inversor internacional en noviembre del 2019. No obstante, al estar sujeto a ciertas condiciones que no llegaron a cumplirse, dicho contrato fue resuelto en diciembre del 2020, por lo que el Hotel Faro sigue siendo propiedad de LS Invest AG y volvió a formar parte de la partida de inmovilizado material en el balance del 2020. Si se tienen en cuenta los activos pertenecientes al Hotel Faro, resulta que la partida de inmovilizado material realmente no disminuyó en un 3,22% del 2019 al 2020, tal como nos muestra el análisis horizontal, sino en un 10,69%, porcentaje que debería ser coherente con las amortizaciones anuales.

Dentro de los activos fijos, también se observan fluctuaciones, aunque de magnitudes menos significantes, en la partida de inmovilizado inmaterial, cuenta que hace referencia al fondo de comercio del mercado de la República Dominicana y aunque supuestamente tenga una vida

útil ilimitada y no se amortice, sí está sujeto a revaloraciones periódicas. Parece razonable que, en el 2020, debido a la pandemia del Covid-19, se corrigió el valor del fondo comercio a la baja. Las variaciones de un año a otro en la partida de participación en empresas asociadas se deben al resultado de Lopesan Hotel Management, S.L., ya que, desde el 01 de enero de 2018, IFA Canarias S.L., la sociedad administrativa detrás del Hotel Faro en Gran Canaria, es titular del 24,01% de Lopesan Hotel Management, S.L.

En cuanto al activo corriente, se nota que la partida de existencias aumentó considerablemente en un 122,86% en el 2019 frente al 2018 y disminuyó en un 19,47% en el 2020 frente al 2019. Estos movimientos no se ajustan a los cambios en las cifras de ventas del grupo. Tal como se expondrá en el análisis de la cuenta de resultados, la cifra de ventas se redujo en un 6,09% en el 2019 frente al 2018 y en un 38,05% en el 2020 frente al 2019. Mientras que se puede razonar que los cierres temporales de varios establecimientos por la pandemia del Covid-19 fueran imprevistos y por ende no permitieron una adecuada planificación de los niveles de existencias, no existe ningún motivo que justifica el aumento en 122,86% en la partida de existencias ante una tendencia a la baja de las ventas en el 2019. De ahí que se tengan que adscribir ciertas ineficiencias en la gestión de las existencias a LS Invest AG. En la partida de derechos y suministros en el 2019, se presenta una situación similar: Ante la mencionada bajada de la cifra de ventas, la partida de derechos por suministros y servicios aumentó en un 99,16%, indicando un deterioro de plazo de cobro, sea por una política de crédito comercial más flexible o una falta de imposición de las condiciones pactadas. Se recomienda que LS Invest AG realice un análisis profundo de su ciclo de explotación para actuar sobre el mismo y reducir el periodo medio de maduración financiera. La partida de otros derechos se refiere, tal como se mencionó, a inversiones financieras a un plazo superior a tres meses y experimentó una bajada en 26.309 miles de euros o un 63,22% en el 2019 frente al 2018, seguido por una subida en 5.101 miles de euros o un 33,33% en el 2020. Teniendo en cuenta la ampliación de capital en el 2019 y los subsecuentes niveles de tesorería, aparentemente ociosa, se puede cuestionar por qué no se realizaron inversiones financieras adicionales para obtener un rendimiento de los excedentes de tesorería.

Tabla 11. Fondo de maniobra y ratios de liquidez 2018, 2019, 2020

| | <i>en miles de €</i> | | |
|--|----------------------|---------|---------|
| | 2018 | 2019 | 2020 |
| Fondo de maniobra (activo corriente - pasivo corriente) | 82.576 | 127.716 | 105.110 |
| Ratio de liquidez (activo corriente/pasivo corriente) | 2,85 | 2,48 | 2,87 |
| Ratio de liquidez estricta ((activo corriente-existencias) / pasivo corriente) | 2,83 | 2,46 | 2,85 |

Fuente: Cálculo propio según LS Invest Aktiengesellschaft, 2020 y 2021

De hecho, si se calcula el fondo de maniobra del grupo, se obtienen unos valores por encima de las cifras de ventas, hecho que permite sospechar de ineficiencias en la gestión de la liquidez. Las ratios de liquidez y liquidez estricta igualmente son muy elevadas. En el análisis de las principales ratios financieras, se contrastarán con las necesidades operativas de fondos para llegar a una conclusión sobre la adecuación de los niveles de liquidez.

Las partidas de derechos por impuestos diferidos y derechos por impuestos sobre beneficios se excluyen del análisis, entendiendo que estén fuera del control de LS Invest AG y no se consideren relevantes para la evaluación de la eficiencia empresarial del grupo.

Tabla 12. Estructura financiera/pasivo LS Invest AG 2018, 2019, 2020; análisis horizontal

| <i>en miles de €</i> | Pasivo | | | | |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2019 vs. 2018 | 2020 vs. 2019 |
| Fondos propios | | | | | |
| Capital suscrito | 51.179 | 128.385 | 128.302 | 150,85% | -0,06% |
| Reserva de capital | 51.170 | 173.831 | 173.831 | 239,71% | 0,00% |
| Reservas de beneficios | 130.525 | 159.139 | 135.442 | 21,92% | -14,89% |
| Restante resultado consolidado | 2.006 | 14.715 | -11.735 | 633,55% | -179,75% |
| Resultado consolidado | 37.372 | -23.507 | -21.808 | -162,90% | -7,23% |
| Participación de accionistas de LS Invest AG en fondos propios | 272.252 | 452.563 | 404.032 | 66,23% | -10,72% |
| Participación de otros socios en fondos propios | 16.557 | 15.886 | 13.811 | -4,05% | -13,06% |
| Total fondos propios | 288.809 | 468.449 | 417.843 | 62,20% | -10,80% |
| Deudas a largo plazo | | | | | |
| Deudas financieras | 129.411 | 105.664 | 117.186 | -18,35% | 10,90% |
| Otras provisiones | 282 | 4 | 164 | -98,58% | 4000,00% |
| Derivados financieros | 3.600 | 2.428 | 1.304 | -32,56% | -46,29% |
| Suma deuda a largo plazo | 133.293 | 108.096 | 118.654 | -18,90% | 9,77% |
| | 140.454 | 152.073 | 144.346 | | |
| Deuda a corto plazo | | | | | |
| Deudas por impuestos sobre beneficios | 5.604 | 1.414 | 2.514 | -74,77% | 77,79% |
| Deudas financieras | 11.043 | 46.409 | 27.160 | 320,26% | -41,48% |
| Instrumentos financieros derivados | 1.663 | 1.467 | 1.233 | -11,79% | -15,95% |
| Deudas por suministros y servicios | 18.417 | 19.458 | 16.435 | 5,65% | -15,54% |
| Deudas contractuales | 2.662 | 3.568 | 2.138 | 34,03% | -40,08% |
| Deudas con empresas vinculadas | 361 | 435 | 1.059 | 20,50% | 143,45% |
| Otras deudas | 4.952 | 4.606 | 5.560 | -6,99% | 20,71% |
| Ajuste por periodificación | 1 | 0 | 0 | -100,00% | |
| Provisiones y deudas de activos dispuestos para la venta | 0 | 9.025 | 0 | | -100,00% |
| Suma deudas a corto plazo | 44.703 | 86.382 | 56.099 | 93,24% | -35,06% |
| Suma fondos propios y deudas | 466.805 | 662.927 | 592.596 | 42,01% | -10,61% |

Fuente: Elaboración según LS Invest Aktiengesellschaft, 2020 y 2021

En lo relativo a la estructura financiera del grupo, cabe destacar el aumento de los fondos propios en un 62,20% en el 2019 frente al 2018 debido a la mencionada ampliación de capital en 199.867 miles de euros, aprobada en la junta general del 19 de julio del 2018 y destinada a un amplio plan de inversiones que tenía como objetivos la construcción del nuevo hotel en la República Dominicana, la renovación del Hotel Faro en Gran Canaria, la renovación del IFA Fehmarn Hotel & Ferien Centrum y la adquisición del 50% del grupo Anfi que aún no está en manos de LS Invest AG. El Patrimonio Neto, sin embargo, no aumentó en 199.867 miles de euros, sino en 179.640 miles de euros al verse afectado por el resultado negativo obtenido por el grupo en el 2019. En el 2020, la partida de fondos propios disminuyó en un 10,80% en comparación con el 2019, de nuevo como resultado de las pérdidas generadas a lo largo el ejercicio.

LS Invest AG atendió la amortización de la deuda a largo plazo en el 2019, pero en el 2020 volvió a contratar deuda adicional a largo plazo con entidades financieras. Ante los excedentes de tesorería que muestra el grupo, se puede cuestionar el motivo y sentido de este endeudamiento añadido. Sin embargo, al ver que la deuda a corto plazo disminuyó en un 41,48% en el 2020 frente al 2019, se puede sospechar que LS Invest AG negociara una reestructuración de la deuda ante los sucesos de la pandemia del Covid-19.

3.2. La cuenta de pérdidas y ganancias 2018, 2019, 2020

Tabla 13. Principales magnitudes de la cuenta de pérdidas y ganancias 2018, 2019, 2020

| <i>en miles de €</i> | 2018 | 2019 | 2020 |
|---|----------------|----------------|----------------|
| Ingresos por ventas | 81.597 | 76.629 | 47.470 |
| Otros ingresos de explotación | 43.391 | 5.203 | 20.682 |
| Ingresos de explotación | 124.988 | 81.832 | 68.152 |
| Resultado operativo | 43.113 | -24.299 | -15.778 |
| Resultado financiero | 1.453 | -1.827 | -3.068 |
| Resultado antes de impuestos sobre beneficios | 44.566 | -26.126 | -18.846 |
| Resultado después de impuestos sobre beneficios | 37.847 | -26.764 | -22.643 |
| <i>Resultado correspondiente a minorías</i> | 475 | -3.257 | -835 |
| Resultado correspondiente a accionistas LS Invest AG | 37.372 | -23.507 | -21.808 |

Fuente: Elaboración según LS Invest Aktiengesellschaft, 2020 y 2021

Nada más ver las principales magnitudes de la cuenta de pérdidas y ganancias de LS Invest AG, queda evidente que la evolución de los resultados no es coherente con la evolución del balance y los planes de crecimiento e inversión del grupo. Si bien la cifra del balance aumentó en un 42,01% del 2018 al 2019, las ventas e ingresos totales de explotación disminuyeron, repercutiendo en un resultado operativo negativo, resultado antes de impuestos negativo y

resultado neto o después de impuestos negativo. Ante la considerable ampliación de capital realizado en el 2019, eso implica que LS Invest AG y por ende los accionistas no se vieron compensados por su inversión. Aunque un resultado negativo era de esperar en el 2020 dada la recesión económica al nivel global y el impacto especialmente negativo de la pandemia del Covid-19 en el sector del turismo, sorprende que el resultado de LS Invest AG en el 2019 fue aún más negativo que el resultado logrado en el 2020. Se procede al análisis detallado de las cuentas de pérdidas y ganancias para averiguar los motivos que han conducido a los resultados poco satisfactorios.

Tabla 14. Desglose de ingresos de LS Invest AG 2018, 2019, 2020

| <i>en miles de €</i> | 2018 | 2018 % vertical | 2019 | 2019 % vertical | 2020 | 2020 % vertical |
|-------------------------------|---------|--------------------|--------|--------------------|--------|--------------------|
| Ingresos por ventas | 81.597 | 65,28% | 76.629 | 93,64% | 47.470 | 69,65% |
| Otros ingresos de explotación | 43.391 | 34,72% | 5.203 | 6,36% | 20.682 | 30,35% |
| Ingresos de explotación | 124.988 | 100,00% | 81.832 | 100,00% | 68.152 | 100,00% |

Fuente: Elaboración según LS Invest Aktiengesellschaft, 2020 y 2021

Cabe destacar que LS Invest AG organiza su cuenta de resultados de una forma poco convencional, donde se suman ingresos por ventas y otros ingresos de explotación para formar ingresos (totales) de explotación. De estos ingresos de explotación se deducen consumos, gastos de personal, amortizaciones, otros gastos de explotación y otros impuestos para obtener el resultado operativo. No obstante, los otros ingresos de explotación no se corresponden con la actividad principal del grupo: En el 2018, suponían un 34,72% de los ingresos (totales) de explotación, pero se debían en su mayoría a ingresos de desconsolidación como consecuencia de la venta de la sociedad hotelera Interclub Atlantic Hotel, S.A. y la venta del inmueble de la clínica Bernsteinklinik en Rügen. En el 2020, cuando la partida de otros ingresos de explotación tomó un porcentaje parecido de 30,35% de los ingresos totales, se componían de indemnizaciones de seguros por Covid-19, ingresos por diferencias de cambio de divisas procedentes de préstamos contratados para las construcciones en la República Dominicana y ayudas estatales para mitigar los efectos de la pandemia del Covid-19. Mientras que las subvenciones puedan considerarse otros ingresos de explotación, aunque no se esperan que sean recurrentes y por lo tanto llevan a una cuenta de pérdidas y ganancias distorsionada, las enajenaciones no deberían de influir en el EBITDA. Con el fin de una mejor comprensión de los resultados de LS Invest AG, se procedió a una reorganización de la cuenta de resultados según el modelo 200 del Plan General Contable, dividiendo la partida de otros ingresos de explotación en otros ingresos y deterioros y resultados por enajenaciones.

Tabla 15. Cuenta de pérdidas y ganancias 2018, 2019, 2020; análisis vertical

| <i>en miles de €</i> | 2018 | 2018 % vert. | 2019 | 2019 % vert. | 2020 | 2020 % vert. |
|---|---------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|-----------------|
| Ingresos por ventas | 81.597 | 100,00% | 76.629 | 100,00% | 47.470 | 100,00% |
| Consumo | 26.884 | 32,95% | 34.234 | 44,67% | 24.347 | 51,29% |
| Margen Bruto | 54.713 | 67,05% | 42.395 | 55,33% | 23.123 | 48,71% |
| Otros ingresos de explotación | 6.529 | 8,00% | 5.181 | 6,76% | 20.682 | 43,57% |
| Gastos de personal | 29.407 | 36,04% | 30.228 | 39,45% | 21.529 | 45,35% |
| Otros gastos de explotación | 15.374 | 18,84% | 23.221 | 30,30% | 12.573 | 26,49% |
| Otros impuestos | 2.459 | 3,01% | 764 | 1,00% | 623 | 1,31% |
| EBITDA | 14.002 | 17,16% | -6.637 | -8,66% | 9.080 | 19,13% |
| Amortizaciones | 7.751 | 9,50% | 17.684 | 23,08% | 24.858 | 52,37% |
| Deterioros y resultado por enajenaciones | 36.862 | 45,18% | 22 | 0,03% | 0 | 0,00% |
| Resultado operativo | 43.113 | 52,84% | -24.299 | -31,71% | -15.778 | -33,24% |
| Resultado de empresas asociadas | 3.615 | 4,43% | 1.565 | 2,04% | -759 | -1,60% |
| Ingresos financieros | 757 | 0,93% | 552 | 0,72% | 1.911 | 4,03% |
| Gastos financieros | -2.919 | -3,58% | -3.944 | -5,15% | -4.220 | -8,89% |
| Resultado financiero | 1.453 | 1,78% | -1.827 | -2,38% | -3.068 | -6,46% |
| Resultado antes de impuestos sobre beneficios | 44.566 | 54,62% | -26.126 | -34,09% | -18.846 | -39,70% |
| Impuesto sobre beneficios | -6.719 | -8,23% | -638 | -0,83% | -3.797 | -8,00% |
| Resultado después de impuestos sobre beneficios | 37.847 | 46,38% | -26.764 | -34,93% | -22.643 | -47,70% |
| Resultado correspondiente a minorías | 475 | 0,58% | -3.257 | -4,25% | -835 | -1,76% |
| Resultado correspondiente a accionistas LS Invest AG | 37.372 | 45,80% | -23.507 | -30,68% | -21.808 | -45,94% |

Fuente: Elaboración según LS Invest Aktiengesellschaft, 2020 y 2021

Se puede observar que los consumos presentan un porcentaje cada año mayor de los ingresos por ventas, resultando en un menor margen bruto que pasa de ser del 67,05% de la cifra de ventas en el 2018 a un 48,71% en el 2020. Consultando la información adicional disponible en las memorias del grupo, se ve que la partida de consumos se compone de gastos por compra de mercancía y gastos por servicios recibidos (ver anexo A y anexo B). El aumento de gastos por compra de mercancía se debe ante todo al aumento de los gastos en energía y agua, pero también a materiales de consumo y bebidas. En los gastos por servicios recibidos, destacan los gastos por mantenimiento, reparaciones, reposición y conservación que muestran una continua tendencia al alza, siendo de un 6,27% de la cifra de ventas en el 2018, un 8,98% en el 2019 y un 17,11% en el 2020. Sin disponer de información más detallada al respecto, es posible que este aumento en gastos se deba a la antigüedad de la mayoría de los complejos en propiedad de LS Invest AG que requieren de cada vez más mantenimiento.

Los gastos de personal también suponen un porcentaje cada vez mayor de las ventas. Ante la paralización completa de la actividad en el 2020, LS Invest AG se aprovechó de los expedientes de regulación temporal de empleo, pero no pudo reducir los gastos de personal en la misma medida que disminuyeron los ingresos por ventas (ver anexo C y anexo D).

La partida de otros gastos de explotación presenta un valor muy elevado en el 2019 y pasa de suponer un 18,84% de las ventas en el 2018 a un 30,30% en el 2019, aumento que se tiene que atribuir, según los detalles incluidos en la memoria del 2019, a gastos comerciales por diferencias en el tipo de cambios de divisas. En el 2020, la partida de otros gastos de explotación llega a un 26,49% de las ventas, pero en términos nominales no experimenta grandes variaciones en comparación con el 2018. Dado que muchos de los gastos contenidos en esta partida se deben de clasificar como gastos fijos, resulta probable que no podían cancelarse por completo ante la súbita paralización de las operaciones a causa del Covid-19 (ver anexo E y anexo F).

Mientras que LS Invest AG logró un EBITDA positivo del 17,16% de las ventas en el 2018, en el 2019 correspondió a un -8,66%. En el 2020, el EBITDA volvió a ser positivo, suponiendo un 19,13% de las ventas, pero es de suma importancia indicar que este EBITDA positivo se debe únicamente a las ayudas y subvenciones recibidas en relación con la pandemia del Covid-19 que figuran en la partida de otros ingresos. En el 2018, como consecuencia de las enajenaciones de inmovilizado se sumaron otros 36.863 miles de euros al EBITDA, conduciendo a un resultado operativo elevado igual a un 52,84% de las ventas. Debido a un resultado financiero positivo a causa del resultado de inversiones en empresas asociadas, el resultado antes de impuestos sobre beneficios fue aún mayor y correspondía a un 54,62% de las ventas en el 2018. En cambio, tanto en el 2019 como en el 2020, el resultado financiero fue negativo y no hubo ingresos extraordinarios significantes por enajenaciones de inmovilizado, por lo que los resultados operativos y antes de impuesto sobre beneficios fueron menores que los respectivos EBITDA. Mientras que el resultado neto o después de impuestos sobre beneficios del 2018 fue plenamente satisfactorio para los accionistas al corresponder a un 46,38% de la cifra de ventas, en el 2019 y el 2020 se lograron pérdidas con resultados netos de -34,93% y -47,70% de la cifra de ventas. La parte correspondiente a los accionistas de LS Invest AG, una vez deducido el resultado correspondiente a minorías, correspondía a un 45,80% de las ventas en el 2018 y pasaba a presentar un -30,68% en el 2019 y - 45,94% en el 2020.

Tabla 16. Cuenta de pérdidas y ganancias 2018, 2019, 2020; análisis horizontal

| <i>en miles de €</i> | 2018 | 2019 | 2020 | 2019 vs. 2018 | 2020 vs. 2019 |
|---|---------------|----------------|----------------|------------------|------------------|
| Ingresos por ventas | 81.597 | 76.629 | 47.470 | -6,09% | -38,05% |
| Consumo | 26.884 | 34.234 | 24.347 | 27,34% | -28,88% |
| Margen Bruto | 54.713 | 42.395 | 23.123 | -22,51% | -45,46% |
| Otros ingresos de explotación | 6.529 | 5.181 | 20.682 | -20,65% | 299,19% |
| Gastos de personal | 29.407 | 30.228 | 21.529 | 2,79% | -28,78% |
| Otros gastos de explotación | 15.374 | 23.221 | 12.573 | 51,04% | -45,86% |
| Otros impuestos | 2.459 | 764 | 623 | -68,93% | -18,46% |
| EBITDA | 14.002 | -6.637 | 9.080 | -147,40% | 236,81% |
| Amortizaciones | 7.751 | 17.684 | 24.858 | 128,15% | 40,57% |
| Deterioros y resultado por enajenaciones | 36.862 | 22 | 0 | -99,94% | -100,00% |
| Resultado operativo | 43.113 | -24.299 | -15.778 | -156,36% | 35,07% |
| Resultado de empresas asociadas | 3.615 | 1.565 | -759 | -56,71% | -148,50% |
| Ingresos financieros | 757 | 552 | 1.911 | -27,08% | 246,20% |
| Gastos financieros | -2.919 | -3.944 | -4.220 | 35,11% | -7,00% |
| Resultado financiero | 1.453 | -1.827 | -3.068 | -225,74% | -67,93% |
| Resultado antes de impuestos sobre beneficios | 44.566 | -26.126 | -18.846 | -158,62% | 27,86% |
| Impuesto sobre beneficios | -6.719 | -638 | -3.797 | -90,50% | 495,14% |
| Resultado después de impuestos sobre beneficios | 37.847 | -26.764 | -22.643 | -170,72% | 15,40% |
| Resultado correspondiente a minorías | 475 | -3.257 | -835 | -785,68% | 74,36% |
| Resultado correspondiente a accionistas LS Invest AG | 37.372 | -23.507 | -21.808 | -162,90% | 7,23% |

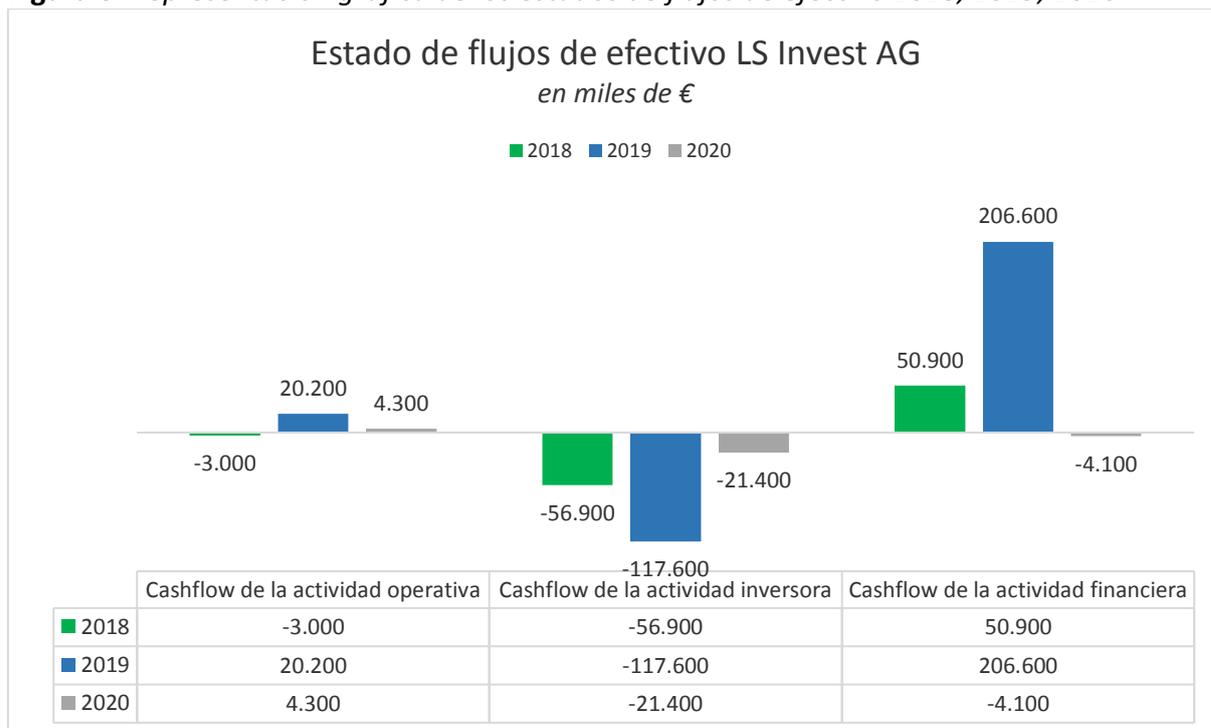
Fuente: Elaboración según LS Invest Aktiengesellschaft, 2020 y 2021

El análisis horizontal de la cuenta de pérdidas y ganancias conduce a las mismas conclusiones: Aunque en el 2019, LS Invest AG solo experimentó una leve disminución de la cifra de ventas en un 6,09%, obtuvo un resultado operativo negativo que representó una bajada de un 156,36% frente al 2018. Esta disminución significativa se debe tanto a una falta de control de gastos como a la inexistencia de ingresos extraordinarios por enajenaciones. En el 2020, aunque no se hayan podido reducir los gastos en la misma medida que los ingresos ante la paralización del sector, se logró una mejora de los resultados en comparación con el 2019 gracias a las subvenciones e indemnización de seguros del Covid-19.

3.3.El estado de flujos de efectivo 2018, 2019, 2020

Si los estados de flujos de efectivo de LS Invest AG se traducen en un gráfico, confirmen que el grupo efectivamente se encuentra en crecimiento, observación que se hace evidente sobre todo en los flujos de la actividad inversora del 2018 y 2019. Como LS Invest AG no genera los flujos necesarios para financiar las inversiones a través de su actividad principal, recurre a financiación nueva, sea financiación ajena en el 2018 o una ampliación de capital en el 2019.

Figura 6. Representación gráfica de los estados de flujos de efectivo 2018, 2019, 2020



Elaboración propia según LS Invest Aktiengesellschaft, 2020 y 2021

En contra de la impresión que transmite la cuenta de pérdidas y ganancias a primera vista, el estado de flujos de efectivo del 2018 revela que LS Invest AG no estuvo generando flujos de caja positivos con su actividad principal en este año. A pesar de las enajenaciones de inmovilizado, se observa una salida de caja de 56.900 miles de euros en la actividad inversora, importe que, según la memoria del grupo, obedece al comienzo de las construcciones del Lopesan Costa Bávaro Resort, Spa y Casino en la República Dominicana. Aunque la ampliación de capital ya se decidió en la junta general del 19 de julio del 2018, no se llevó a cabo hasta el 2019, motivo por el que el grupo contrató nueva deuda con entidades financieras en el 2018, reflejado por la entrada de caja de 50.900 miles de euro en la actividad financiera. Hay que mencionar que los flujos dentro de la actividad financiera incluyen pagos de dividendos a finales del 2018.

En el 2019, LS Invest AG pudo generar flujos de 20.200 miles de euros con su actividad de explotación, pero continuó sus construcciones en la República Dominicana por lo que el saldo de la actividad inversora supuso casi seis veces los flujos generados. La inversión se apoyó en la mencionada ampliación de capital, que, según los comentarios anteriores, también iba a ser destinada a otros proyectos como la reforma del Hotel Faro en Gran Canaria, la renovación del IFA Fehmarn Hotel & Ferien Centrum y la compraventa de las acciones restantes del grupo

Anfi. Mientras que la memoria del grupo revela que la reforma del Hotel Faro efectivamente se llevó a cabo, no contiene ninguna información que indica que los proyectos de la renovación del IFA Fehmarn Hotel & Ferien Centrum o la compraventa de las acciones del grupo Anfi hayan avanzado. Queda por saber por qué no se llevaron a cabo todas las inversiones previstas en el 2019. La entrada de flujos en la actividad financiera parece exagerada ante la actividad de inversión real y puede indicar ineficiencias. Aunque la ampliación de capital no tenga un coste explícito, si existe un coste implícito, ya que los inversores querrán verse compensados por su inversión y el riesgo asumido en el futuro. Se debe mencionar que estuvo previsto que se pagaran dividendos a los accionistas, decisión que parece cuestionable ante las pérdidas que se habían detectado en el análisis de la cuenta de resultados. Sin embargo, visto el comienzo de la pandemia del Covid-19 a principios del 2020, la junta general rectificó esta decisión y optó por no distribuir dividendos.

En el 2020, según el flujo de efectivo parece que se pudieran generar entradas de caja con la actividad operativa, pero tal como se expuso en el análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias, las entradas de caja correspondían en su mayoría a indemnizaciones y ayudas estatales para mitigar los impactos de la pandemia del Covid-19. Como consecuencia de la misma, se redujeron las inversiones a un mínimo, resultando en unas salidas totales de tan solo 21.400 miles de euros en la actividad inversora. El total de los flujos de la actividad financiera supone una salida de caja, debido a la amortización de los préstamos. Ante la recesión y la inseguridad relacionada con la crisis del coronavirus, se acordó no pagar dividendos en el 2020.

3.4. Análisis de las principales ratios

Con el fin de complementar el análisis de los principales estados financieros, se procede al análisis de las ratios más relevantes:

Tabla 17. Fondo de maniobra y ratios de liquidez 2018, 2019, 2020

| | <i>en miles de €</i> | | |
|--|----------------------|---------|---------|
| | 2018 | 2019 | 2020 |
| Fondo de maniobra (activo corriente - pasivo corriente) | 82.576 | 127.716 | 105.110 |
| Ratio de liquidez (activo corriente/pasivo corriente) | 2,85 | 2,48 | 2,87 |
| Ratio de liquidez estricta ((activo corriente-existencias) / pasivo corriente) | 2,83 | 2,46 | 2,85 |

Fuente: Cálculo propio según LS Invest Aktiengesellschaft, 2020 y 2021

Tal como se adelantó en el análisis del balance, LS Invest AG cuenta con unos niveles de liquidez exagerados, incluso antes de la ampliación de capital en el 2019. Mientras que se recomiendan unas ratios de liquidez como mínimo superiores a 1 y según el respectivo sector entre 1,5 y 2, LS Invest AG cuenta con unos valores de entre 2,48 y 2,87 y por consiguiente con tesorería ociosa que representa una pérdida de oportunidades.

Tabla 18. Ratios de endeudamiento 2018, 2019, 2020

| | 2018 | 2019 | 2020 |
|---|------|------|------|
| Utilización de la deuda (pasivo/total activo) | 0,38 | 0,29 | 0,29 |
| Autonomía financiera (patrimonio neto/total activo) | 0,62 | 0,71 | 0,71 |
| Endeudamiento (pasivo/patrimonio neto) | 0,62 | 0,42 | 0,42 |
| Endeudamiento a largo plazo (pasivo no corriente/patrimonio neto) | 0,46 | 0,23 | 0,28 |
| Endeudamiento a corto plazo (pasivo corriente/patrimonio neto) | 0,15 | 0,18 | 0,13 |
| Calidad de la deuda (pasivo corriente/pasivo) | 0,25 | 0,44 | 0,32 |

Fuente: Cálculo propio según LS Invest Aktiengesellschaft, 2020 y 2021

Aunque el grupo destaca el compromiso de los accionistas y su autonomía financiera como fortaleza (que sin duda le benefició en las fases de paralización causadas por la pandemia del Covid-19), la relación entre fondos propios y ajenos realmente no es óptima: Los fondos propios corresponden a entre un 62% y 71% de la estructura financiera, mientras que se suelen recomendar valores de entre un 30% y 50%. Mientras que la autonomía financiera exagerada del grupo le aporte seguridad en situaciones de crisis, indica una gestión ineficiente de los fondos. El endeudamiento existente sin embargo es de buena calidad en el 2018 y el 2020, dónde los pasivos a corto plazo suponen un 25% y un 32% del pasivo total. En el 2019, LS Invest AG se afrontó al riesgo de una amortización precoz de un préstamo sindicado, tal como se explicará en la evaluación de la política de inversión y financiación del grupo, por lo que tuvo que categorizar dicho préstamo como pasivo corriente y de forma temporal mostró una peor calidad de la deuda.

Tabla 19. Apalancamiento financiero y rentabilidad 2018, 2019, 2020

| | 2018 | 2019 | 2020 |
|--|--------|--------|--------|
| Apalancamiento financiero (activo/patrimonio neto * BAI/BAII) | 2,07 | 1,54 | 1,62 |
| Rentabilidad económica (BAII/total activo) | 9,24% | -3,67% | -2,66% |
| Rentabilidad financiera (BDI/fondos propios excl. resultado del ejercicio) | 16,05% | -5,10% | -4,98% |

Fuente: Cálculo propio según LS Invest Aktiengesellschaft, 2020 y 2021

La ratio de apalancamiento financiero en comparación con la rentabilidad económica y financiera de LS Invest AG confirma que LS Invest AG no ha encontrado el nivel de apalancamiento financiero óptimo: Mientras que en el 2018 todavía hubo cierto efecto palanca positivo con una rentabilidad financiera del 16,05% frente a una rentabilidad

económica del 9,24%, en el 2019 y 2020 hubo un efecto negativo dónde los accionistas sufren mayores pérdidas que las esperadas según la rentabilidad económica.

Tabla 20. Margen y cobertura de gastos financieros 2018, 2019, 2020

| | 2018 | 2019 | 2020 |
|---|--------|---------|---------|
| Margen de ventas (BAII/ventas) | 52,84% | -31,71% | -33,24% |
| Cash flow (beneficio neto + amortizaciones + provisiones) | 45.123 | -5.823 | 3.050 |
| Ratio de cobertura del servicio de la deuda (RCSD) = (EBITDA/ (gastos financieros + deuda a corto plazo)) | 0,90 | -0,13 | 0,28 |
| Carga financiera (gastos financieros/ventas) | 3,58% | 5,15% | 8,89% |
| Cobertura de gastos financieros (BAII/gastos financieros) | 14,77 | -6,16 | -3,74 |

Fuente: Cálculo propio según LS Invest Aktiengesellschaft, 2020 y 2021

Como consecuencia del resultado operativo negativo, LS Invest AG se encuentra en una situación cada vez menos favorable, tanto en el 2019 como en el 2020: El margen de ventas se ha vuelto negativo, el cash flow ha disminuido drásticamente. El grupo es incapaz de hacer frente a los gastos financieros y deuda a corto plazo con el EBITDA logrado, la carga financiera es cada vez mayor a pesar de la elevada autonomía financiera y el BAII no cubre los gastos financieros.

Tabla 21. Rotaciones 2018, 2019, 2020

| | 2018 | 2019 | 2020 |
|--|------|------|------|
| Rotación de activos (ventas/activo) | 0,17 | 0,12 | 0,08 |
| Rotación de activos fijos (ventas/activo fijo) | 0,24 | 0,17 | 0,11 |
| Rotación de activos corrientes (ventas/activo corriente) | 0,64 | 0,36 | 0,29 |

Fuente: Cálculo propio según LS Invest Aktiengesellschaft, 2020 y 2021

Como es de esperar en una empresa intensa en activos fijos, la ratio de rotación de activos fijos es baja, pero también lo es la rotación de activos corrientes, indicando aquí una mala gestión. Al igual que las demás ratios, las rotaciones tienen una clara tendencia a la baja.

Teniendo en cuenta las rentabilidades logradas, queda evidente que los inversores no se ven compensados por la inversión en un alto porcentaje de activo fijo.

Resulta difícil hacer una comparativa con el mercado, ya que las empresas en el sector turístico con un tamaño similar a LS Invest AG no suelen cotizar en bolsa. Eso queda evidente al coger una muestra aleatoria del sector hotelero, ya que todas las empresas presentan un Enterprise value significativamente mayor a LS Invest AG (TradingView Inc., 2021).

Tabla 22. Enterprise value - muestra del sector

| | 2018 | 2019 | 2020 |
|----------------------------------|---------|---------|---------|
| Enterprise value | | | |
| LS Invest AG | 241,88M | 343,07M | 246,32M |
| NH Hotels Group, S.A. | 1,71B | 4,13B | 4,13B |
| Melia Hotels International, S.A. | 3,80B | 3,86B | 3,85B |
| Marriott International | 4,90B | 8,27B | 7,45B |
| Scandic Hotels Group | 1,34B | 4,10B | 3,78B |

Fuente: Elaboración propia según TradingView Inc., 2021

Sin embargo, llama la atención que la ratio del Enterprise value/EBITDA de LS Invest AG es mayor que la ratio de la mayoría de las otras empresas en el sector. Ya en el 2018, era superior a 10, indicando una posible sobrevaloración de la acción, mientras que en el 2019 se multiplicó de forma exponencial como consecuencia de los malos resultados logrados por la empresa. El año 2020, al ser distorsionado por la pandemia del Covid-19 se deja en la mayoría de los casos fuera del análisis.

Tabla 23. Enterprise value/EBITDA - muestra del sector

| | 2018 | 2019 | 2020 |
|----------------------------------|-------|-------|---------------|
| Enterprise value/EBITDA | | | |
| LS Invest AG | 16,56 | 210,6 | no disponible |
| NH Hotels Group, S.A. | 6,49 | 7,39 | no disponible |
| Melia Hotels International, S.A. | 6,77 | 7,47 | no disponible |
| Marriott International | 14,95 | 12,95 | 57,56 |
| Scandic Hotels Group | 6,49 | 8,07 | 22,48 |

Fuente: Elaboración propia según TradingView Inc., 2021

Mientras que una valoración de LS Invest AG por múltiplos no resulta posible por la falta de datos de empresas turísticas de similar tamaño, sí se pueden sacar ciertas conclusiones sobre las mejores prácticas en el sector de la comparativa.

Tabla 24. Liquidez inmediata - muestra del sector

| | 2018 | 2019 | 2020 |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| Ratio de liquidez inmediata | | | |
| LS Invest AG | 2,83 | 2,46 | 2,85 |
| NH Hotels Group, S.A. | 1,31 | 0,83 | 0,82 |
| Melia Hotels International, S.A. | 0,81 | 0,79 | 0,45 |
| Marriott International | no disponible | no disponible | no disponible |
| Scandic Hotels Group | 0,34 | 0,20 | 0,15 |

Fuente: Elaboración propia según TradingView Inc., 2021

Tabla 25. Deuda financiera/capital - muestra del sector

| | 2018 | 2019 | 2020 |
|---------------------------------------|------|------|-------|
| Ratio deuda financiera/capital | | | |
| LS Invest AG | 0,49 | 0,32 | 0,35 |
| NH Hotels Group, S.A. | 0,28 | 1,98 | 3,83 |
| Melia Hotels International, S.A. | 1,82 | 1,83 | 5,40 |
| Marriott International | 1,10 | 1,40 | 1,64 |
| Scandic Hotels Group | 0,71 | 4,89 | 15,81 |

Fuente: Elaboración propia según TradingView Inc., 2021

Se observa que la liquidez inmediata exagerada de LS Invest AG no es en absoluto una característica inherente al sector, ya que los demás grupos, en su totalidad grupos establecidos con largas trayectorias empresariales, trabajan con valores muy inferiores de entre 0,15 y 1,31. Tampoco parece que la ratio de la deuda financiera sobre capital de LS Invest AG sea típica del sector: La mayoría de los grupos trabajan con niveles de endeudamiento financiero superiores a LS Invest AG.

Tabla 26. Margen EBITDA sobre ventas - muestra del sector

| Margen EBITDA % | | | |
|----------------------------------|--------|--------|---------|
| LS Invest AG | 17,16% | -8,66% | 19,13% |
| NH Hotels Group, S.A. | 16,30% | 32,69% | -9,90% |
| Melia Hotels International, S.A. | 30,63% | 28,70% | -30,14% |
| Marriott International | 12,63% | 16,55% | 5,41% |
| Scandic Hotels Group | 11,58% | 28,17% | 22,60% |

Fuente: Elaboración propia según TradingView Inc., 2021

Tabla 27. Margen neto - muestra del sector

| | 2018 | 2019 | 2020 |
|----------------------------------|--------|---------|----------|
| Margen neto % | | | |
| LS Invest AG | 45,80% | -30,68% | -45,94% |
| NH Hotels Group, S.A. | 7,34% | 5,26% | -81,52% |
| Melia Hotels International, S.A. | 8,03% | 6,27% | -112,78% |
| Marriott International | 1,85% | 3,24% | -9,53% |
| Scandic Hotels Group | 3,74% | 3,81% | -79,64% |

Fuente: Elaboración propia según TradingView Inc., 2021

Mientras que el margen del EBITDA sobre ventas de LS Invest AG era casi igual al promedio de la muestra en el 2018, en el 2019 era negativo debido a la pésima gestión de los gastos, hecho alarmante ya que todos los demás grupos presentaron valores positivos. En el 2020, LS Invest AG logró un margen del EBITDA sobre ventas notable del 19,13%, que se debía, tal como se expuso en lo anterior, a los ingresos extraordinarios por ayudas concedidas para mitigar los efectos de la pandemia del Covid-19. Solo se puede asumir que Marriott International y Scandic Hotel Group se hayan beneficiado también de ayudas estatales para obtener resultados positivos. En lo relativo al margen neto, destaca el pésimo resultado de LS Invest AG en el 2019, mientras que las pérdidas en el 2020 parecen haber sido más moderadas que entre los competidores.

Tabla 28. Rentabilidad económica (ROA) - muestra del sector

| | 2018 | 2019 | 2020 |
|----------------------------------|-------|--------|---------|
| Return on Assets | | | |
| LS Invest AG | 9,24% | -3,67% | -2,66% |
| NH Hotels Group, S.A. | 4,70% | 2,59% | -10,02% |
| Melia Hotels International, S.A. | 3,22% | 2,74% | -13,50% |
| Marriott International | 0,92% | 1,50% | -3,04% |
| Scandic Hotels Group | 3,88% | 2,36% | -14,55% |

Fuente: Elaboración propia según TradingView Inc., 2021

Tabla 29. Rentabilidad financiera (ROE) - muestra del sector

| | 2018 | 2019 | 2020 |
|----------------------------------|----------|--------|----------|
| Return on Equity | | | |
| LS Invest AG | 1605,00% | -5,10% | -4,98% |
| NH Hotels Group, S.A. | 9,35% | 6,74% | -44,44% |
| Melia Hotels International, S.A. | 12,65% | 8,76% | -69,39% |
| Marriott International | 2,44% | 4,57% | -9,70% |
| Scandic Hotels Group | 8,93% | 10,08% | -138,46% |

Fuente: Elaboración propia según TradingView Inc., 2021

Los altos niveles de apalancamiento de los demás grupos resultaban en mayores ROE frente a los ROA en los años 2018 y 2019, pero multiplicaron las pérdidas en el año 2020, conocido como el efecto palanca negativo que se produce cuando la rentabilidad cae por debajo del coste de la financiación.

En resumen, se puede deducir que LS Invest AG se esté perdiendo oportunidades en circunstancias normales, ya que cuenta con niveles exagerados de tesorería ociosa y no se aprovecha de un nivel idóneo de apalancamiento financiero. Sin embargo, parece que el bajo nivel de apalancamiento le beneficie en situaciones de crisis y resulte en menores pérdidas frente a los competidores.

Desde el punto de vista de un inversor, el atractivo de LS Invest AG es relativamente bajo, ya que la acción parece ser sobrevalorada y el grupo experimenta grandes fluctuaciones en cuanto a sus resultados, implicando un elevado riesgo.

3.5. Evaluación de las políticas de inversión y financiación

Tabla 30. Ciclo de explotación de LS Invest AG 2018, 2019, 2020

| | 2018 | 2019 | 2020 |
|--|-------|---------|---------|
| Periodo medio de almacenamiento = (existencias/consumo) *365 | 9,98 | 17,46 | 19,77 |
| Periodo medio de cobro = (clientes/ventas) *365 | 14,44 | 30,61 | 25,26 |
| Periodo medio de pago = (proveedores/compras) * 365 | | 202,13 | 246,39 |
| Compras = existencias finales - existencias iniciales + aprovisionamientos | | 35.137 | 24.028 |
| Periodo medio de maduración financiera | | -154,05 | -201,35 |

Fuente: Cálculo propio según LS Invest Aktiengesellschaft, 2020 y 2021

La evaluación de la política de inversión y financiación de LS Invest AG requiere de examinar tanto la financiación de las inversiones a largo plazo como las inversiones a corto plazo, o sea el ciclo de explotación. Resulta muy sorprendente que el grupo haya logrado un periodo medio de explotación negativo, siendo este de -154 días en el 2019 y de -201 días en el 2020. Teniendo en cuenta que las existencias son en su mayoría comida, bebidas, y materiales de consumo y por lo tanto tienen una vida útil muy limitada, parece lógico que el periodo medio

de almacenamiento sea corto, en concreto de 10, 17 y 20 días en los años de interés. Asimismo, el periodo medio de cobro tiene su explicación, ya que los derechos por suministros y servicios corresponden sobre todo a importes pendientes facturados a clientes y tour operadores, dónde los tour operadores suelen tener términos de pagos de entre 30 y 60 días mientras que el plazo de pago para los clientes directos suele ser más corto. El plazo medio de pago de LS Invest AG, por su parte, plantea dudas. Resulta extraño que el grupo pague a más de 200 días, ya que, conforme a la Directiva 2011/7/EU, debería de realizar los pagos en la Unión Europea a 60 días tras recibir la factura y, en el caso de productos perecederos, incluso a 30 días. Encima, se puede asumir que la mayoría de los proveedores de LS Invest AG pertenezca al sector de la distribución alimentaria, industria que por su parte suele caracterizarse por exigir el pago a la entrega o a un plazo muy reducido. Al no incluirse más información relativa al ciclo de explotación del grupo en la memoria, solo queda señalar la incongruencia y recomendar que LS Invest AG realice un análisis profundo de la misma.

Cabe mencionar que en el cálculo del ciclo medio de explotación no se ha deducido el IVA incluido en las partidas de clientes y proveedores, tal como se debería, ya que se desconoce el porcentaje del IVA soportado, tanto por los cambios del IVA a lo largo del 2020 a causa de la pandemia, como por falta de información sobre la proporción de las ventas y compras correspondientes a cada país.

Tabla 31. Fondo de maniobra vs. necesidades operativas de fondos 2018, 2019, 2020

| | 2018 | 2019 | 2020 |
|---|--------|---------|---------|
| Fondo de maniobra (activo corriente - pasivo corriente) | 82.576 | 127.716 | 105.110 |
| Necesidades operativas de fondos = (existencias + clientes + deudores varios) - recursos sin coste (acreedores comerciales) * | 6.657 | -8.483 | -21.809 |
| FOM-NOF = excedente de tesorería | 75.919 | 136.199 | 126.919 |
| NOF sobre ventas | 8,16% | -11,07% | -45,94% |
| * En el cálculo de las NOF, se dejan fuera del cálculo los otros derechos, ya que corresponden a préstamos adquiridos por el grupo y deberían de considerarse inversiones a corto plazo. Tampoco se tienen en cuenta ni los saldos en cajas y bancas ni las deudas financieras a corto plazo ni instrumentos financieros derivados. | | | |

Fuente: Cálculo propio según LS Invest Aktiengesellschaft, 2020 y 2021

Sea cual sea el motivo del plazo de pago, resulta en unas necesidades operativas de fondos menores al fondo de maniobra, y, por lo tanto, en excedentes de tesorería. El año 2020, debido a los cierres temporales de las operaciones, no se puede considerar el más representativo, por lo que la existencia de unas necesidades operativas de fondos tan negativas se considera, hasta la obtención de nuevos datos una vez retomadas las operaciones de todos los negocios, una excepción. Al igual que el plazo de pago, la evolución de las NOF

sobre ventas debería de mirarse con lupa, dado que va disminuyendo del 8,16% en el 2018 al -11,07% en el 2019 y al -45,94% en el 2020 sin que la memoria ofrezca explicaciones al respecto.

En cuanto a las inversiones a largo plazo, cabe destacar que existe coherencia entre las fuentes de financiación y las inversiones, ya que los activos a largo plazo se financian con pasivos a largo plazo, hecho corroborado por el fondo de maniobra considerable.

Tabla 32. Deuda bancaria LS Invest AG a 31/12/2020

| Apertura | Vcto. | Finalidad | Tipo de préstamo | Banco (organizador) | Condiciones crediticias | Instrumento de cobertura | Importe pendiente a 31/12/20 en miles de € |
|------------------------------------|-------|---|------------------|-------------------------|---|--|--|
| 2008 | 2023 | reestructuración financiera tras la cancelación de un préstamo sindicado con el Commerzbank | sindicado | Banco Santander S.A. | <ul style="list-style-type: none"> proporción mínima entre endeudamiento bancario y valores de mercado de los activos grado mínimo de cobertura del endeudamiento cashflow disponible en el ejercicio pasado/ servicio de la deuda prestado al Grupo bancario en el último ejercicio $\geq 1,1$ | 80% de los pagos de los intereses variables garantizados con swaps | 27.300 |
| 2009 | 2021 | desconocido | | CaixaBank S.A. | ninguna | pagos de los intereses variables garantizados con un swap | 500 |
| 2015 | 2022 | compra del Hotel Catarina S.A. | | BBVA | ninguna | interés fijo hasta julio del 2019 | 0* |
| 2016 | 2023 | compra del grupo Anfi | | Banco de Sabadell, S.A. | ninguna | | 16.000 |
| 2018 | 2027 | construcción y equipamiento del nuevo Hotel Lopesan Costa Bávaro | | CaixaBank S.A. | ninguna | | 81.500 |
| 2020 | 2023 | desconocido (probablemente la renovación del IFA Faro) | | Banco de Sabadell, S.A. | ninguna | tipo de interés fijo | 19.000 |
| *últimas cuotas pagadas en el 2020 | | | | | | Total | 144.300 |

Fuente: Elaboración propia según LS Invest Aktiengesellschaft, 2020 y 2021

La deuda bancaria del grupo corresponde a un total de seis préstamos diferentes, aunque uno de ellos se amortizó por completo antes del plazo en el 2020. Es importante señalar que no se han contratado instrumentos de cobertura para los préstamos tomados en el 2016 y 2018 a pesar de estar acordados a un tipo de interés variable, hecho que pudiera suponer un riesgo relacionado con los gastos financieros en el futuro. Cinco de los seis préstamos representan préstamos tradicionales mientras que el préstamo tomado en el 2008 en un proceso de reestructuración financiera es un préstamo sindicado con un amplio clausulado. En el 2019, el grupo no pudo cumplir con todas las condiciones crediticias y temó que los bancos pudieran exigir la amortización del préstamo sindicado, motivo con el cual justifica los elevados niveles de liquidez y tesorería. Sin embargo, al cumplir con las condiciones en el 2020, los bancos decidieron no exigir la amortización del préstamo sindicado.

Tal como se ha comentado en el análisis de ratios, la política de inversiones y financiación de LS Invest AG no es coherente con el sector, dónde cada vez más empresas optan o por una separación de propiedad y gestión o por unos altos niveles de apalancamiento. De nuevo, se puede asumir que LS Invest AG se esté perdiendo oportunidades.

3.6. Diagnóstico

A modo de resumen, se puede describir la situación económico-financiera de LS Invest AG como sigue: Es un grupo intenso en activos fijos, por lo que requiere de inversiones considerables, pero no consigue ser rentable para sus inversores. De hecho, el único año que logró una rentabilidad positiva era el 2018, dónde cabe destacar que esta rentabilidad se debía en gran parte a ingresos extraordinarios. Los ingresos extraordinarios representan la parte más llamativa de la cuenta de pérdidas y ganancias, ya que correspondían a un 34,72% de los ingresos totales en el 2018, tratándose en este caso de ingresos por enajenaciones, y a un 30,35% en el 2020, correspondientes a indemnizaciones relacionadas con la pandemia del Covid-19. LS Invest AG no generó caja con su actividad principal salvo en el 2018, hecho también relacionado con la mala gestión de gastos, por lo que se han suspendido los pagos de dividendos en el 2019 y el 2020. En cuanto al balance, destaca la excesiva liquidez ociosa de la empresa, implicando ineficiencias y oportunidades perdidas. Se entiende que dicha liquidez estaba pensada para financiar futuras inversiones, plan que no se llevó a cabo debido a la pandemia del Covid-19.

A pesar de todo, LS Invest AG cuenta con un gran compromiso por parte de los accionistas, quedando el mismo evidente en la ampliación de capital en 199.867 miles de euro en el 2019. Se trata de un grupo muy capitalizado con bajos niveles de apalancamiento financiero. Mientras que pudiera considerarse otra prueba de la ineficiencia del grupo en tiempos normales, parece ser que resulte beneficioso en la crisis del Covid-19, evitando la alta capitalización un efecto palanca negativo y por ende pérdidas aún mayores.

Cabe mencionar que, a pesar de la baja utilización de la deuda, LS Invest AG no presenta ratios de cobertura del servicio de la deuda mayor o igual a la unidad en ningún año, implicando una incapacidad de hacer frente al pago de los gastos financieros y devolución de la deuda a corto plazo con su EBITDA.

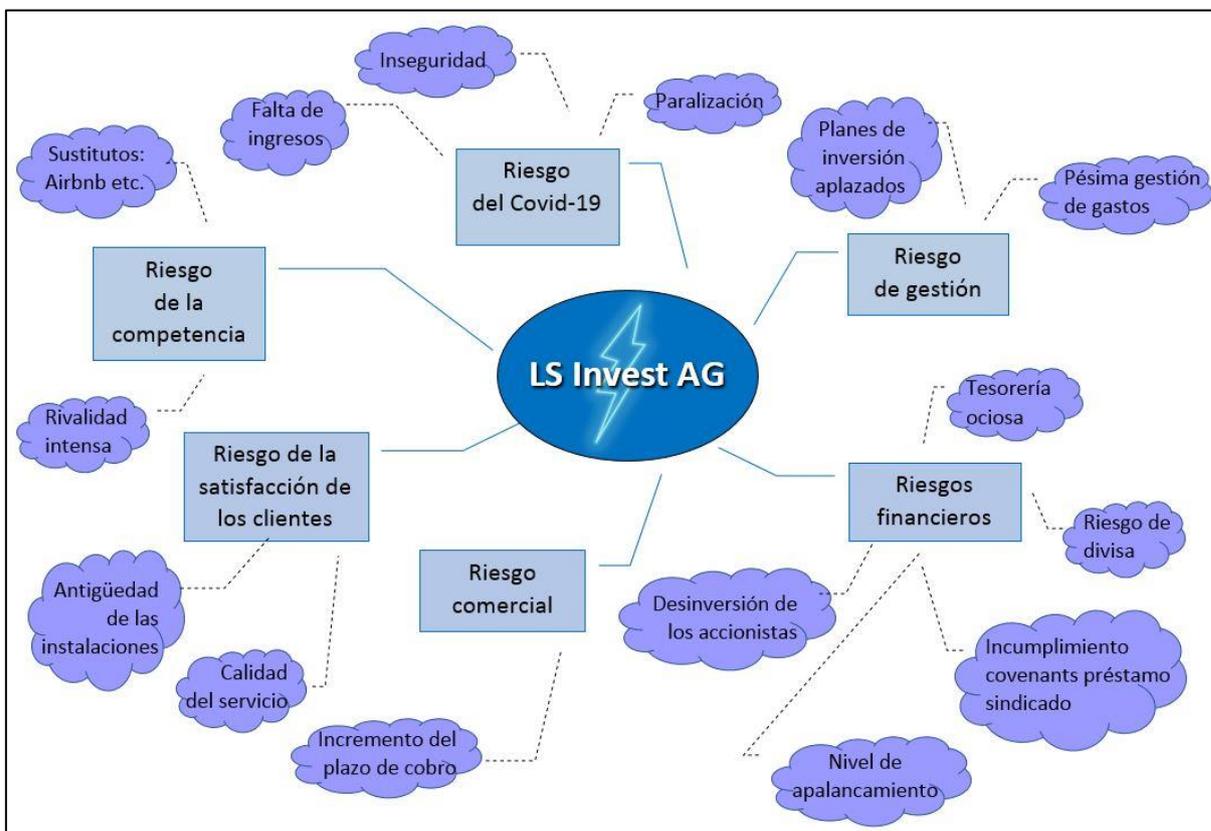
En comparación con grandes grupos del sector, LS Invest AG experimenta más fluctuaciones en sus resultados y se considera sobrevalorado en cuanto a su capitalización bursátil. A pesar de sus ineficiencias, experimentó menores pérdidas que la mayoría de sus competidores, ya que se aprovechó de ayudas para mitigar los efectos del Covid-19, dispuso de seguros que cubrían pérdidas ocasionadas por cierre de negocio por fuerza mayor, y no estuvo expuesto al efecto palanca negativo resultante de altos niveles de apalancamiento.

4. Estados financieros previsionales de LS Invest AG

4.1. Principales riesgos financieros a los que se enfrenta LS Invest AG

De acuerdo con el análisis económico-financiero llevado a cabo, es importante señalar que LS Invest AG se enfrenta a una variedad de riesgos, resumidos en el modelo a continuación:

Figura 7. Principales riesgos financieros a los que se enfrenta LS Invest AG



Fuente: Elaboración propia

No es de extrañar que el riesgo más evidente sea la pandemia del Covid-19, ya que no solo impactó de forma inmensa en los resultados y la rentabilidad del grupo en el 2020, sino también será un factor determinante en los próximos años. Tal como se observó en el análisis de los estados financieros, la pandemia ha dado lugar a una cifra de ventas drásticamente reducida. Cabe destacar que, al tratarse de fuerza mayor, el riesgo asociado a la interrupción de los ingresos por el Covid-19 está totalmente fuera del control de LS Invest AG. Pese a ello, el grupo gestionó la falta de ingresos relativamente bien, intentando de compensarla en la medida de lo posible con ayudas estatales e indemnizaciones del seguro. Mirando hacia el futuro, se unen más riesgos a la mera reducción de los ingresos: La imposibilidad de ponerle fecha al fin de la pandemia ha generado un ambiente de incertidumbre e inseguridad en el

que las empresas corren el riesgo de quedarse paralizados, abandonando los planes de expansión o inversión.

Mientras que la reacción de LS Invest AG ante la disminución de los ingresos a causa del Covid-19 puede considerarse buena, no se puede decir lo mismo en lo relativo a los gastos: Ya antes del 2020 y por lo tanto antes de la pandemia, quedó evidente que los gastos del grupo se estaban descontrolando: Los gastos por aprovisionamiento pasaron de suponer un 32,95% de las ventas a un 44,67% y luego un 51,29% en tan solo dos años, reduciendo el margen bruto en más que 18 puntos porcentuales. En cuanto a los gastos de personal y los otros gastos de explotación, se puede suponer que exista un parte fija importante, por lo que no se han podido reducir en la misma medida que los ingresos ante la caída de negocio en el 2020. Sin embargo, ambas partidas ya se encontraban en auge desproporcional a las ventas en el 2019, por lo que cabe señalar que existe un riesgo importante por la mala gestión operativa. Respecto a la gestión estratégica, hay que atribuir cierto nivel de riesgo a la pasividad del grupo, manifestándose en la decisión de aplazar todas las inversiones previstas. Mientras que a primera vista puede parecer lógico que se eviten gastos innecesarios, estrategia que se ajuste a las recomendaciones a corto plazo de las Grandes Auditorias, podría implicar graves consecuencias a largo plazo: Ya se observó que la satisfacción de los clientes de LS Invest AG se ve afectada por la antigüedad de las instalaciones, por lo que se había elaborado un plan de inversiones y reformas ligado a la ampliación de capital realizada en el 2019. El aplazamiento de dichos planes podría hacer de LS Invest AG un perdedor de la crisis, en desventaja ante los competidores que aprovecharon los cierres obligatorios temporales para reformas. Además, podría ser la causa de los altos gastos por mantenimiento que experimenta, perjudicando, de nuevo, los posibles beneficios futuros del grupo.

Por el otro lado, la no satisfacción de las necesidades y expectativas de los clientes supone un riesgo en sí, ya que, en un mercado más competitivo que nunca, donde la oferta supera la demanda actual con creces, no existen costes de cambio. Es relevante indicar que, a parte de la antigüedad de las instalaciones, la calidad del servicio y atención al cliente tampoco parecen cumplir con las expectativas de los clientes últimamente. Aunque no se dispone de información al respecto, es posible que exista una relación con los problemas de personal en la hostelería poscovid detallados en el análisis PESTEL. Por lo tanto, las posibles dificultades

en encontrar personal calificado a un coste razonable después de la pandemia se unen a la lista de riesgos a las que se enfrenta LS Invest AG.

Además de la mayor rivalidad en el sector, tampoco debe de subestimarse la amenaza de sustitutos: Ante las nuevas normas del distanciamiento social, los alojamientos turísticos privados como Airbnb podrían ganar terreno a los grandes complejos hoteleros.

La pandemia del Covid-19 también aumentó el riesgo comercial al que se enfrenta LS Invest AG: Ante la incertidumbre persistente, los clientes individuales intentarán evitar prepagos y gastos de cancelación a toda costa. Los tour operadores y agentes de viajes, habiendo sufrido pérdidas parecidas a las de LS Invest AG, tuvieron que realizar reembolsos considerables por viajes combinados y posiblemente tendrán problemas de liquidez, lo cual pudiera implicar un mayor plazo de cobro y mayores necesidades operativas de fondos para el grupo.

Por último, existen varios riesgos al nivel financiero. Al trabajar en la República Dominicana en dólares estadounidenses, el grupo, cuya moneda principal es el euro, se expone de forma permanente al riesgo de divisa. En el 2020, se ha podido aprovechar de la relativa fortaleza del euro frente al dólar estadounidense, pero podría sufrir pérdidas en cualquier momento según la evolución de los tipos de cambio. Según la memoria del grupo, no parece haber contratado ningún instrumento de cobertura, por lo que la gestión del riesgo de divisa se puede considerar inexistente.

Mientras que el bajo apalancamiento financiero se pudiera categorizar como riesgo por desaprovechamiento de oportunidades, en la situación actual marcada por la pandemia resulta ser un punto fuerte del grupo, salvándole de un efecto palanca negativo resultando en pérdidas multiplicadas.

Tal como se expuso de sobra en el análisis financiero de LS Invest AG, el grupo cuenta con un nivel de tesorería excesivo. Debe de mencionarse que la memoria del grupo no aporta ninguna información sobre la existencia de prácticas de cash-pooling o de un banco interno al nivel grupal, aunque sería muy recomendable que existiera uno u otro. La tesorería ociosa no solo presenta un riesgo por demostrar la ineficiencia del grupo, sino también podría alarmar a los accionistas quienes realizaron una importante ampliación de capital destinada a un plan de inversiones. Como dicho plan de inversiones no se ha llevado a cabo por completo, gran parte del importe invertido se mantiene en bancos y caja sin ni siquiera utilizarse en inversiones

financieras a corto plazo y, por ende, sin sacarle ningún tipo de rendimiento. Encima, los accionistas no se han visto compensados por el riesgo asumido, ya que no se pagaron dividendos desde el 2018. Ante el bajo valor que atribuye el mercado a la acción de LS Invest AG, indicando que, según su EV/EBITDA, se encuentra sobrevalorado, podrían producirse desinversiones por parte de los accionistas.

Tampoco se puede perder de vista que LS Invest AG mantiene un préstamo sindicado condicionado por amplios covenants con los que tiene que cumplir en todo momento. De lo contrario, ya se trataría de la segunda infracción de los covenants, lo que podría dar lugar a la necesidad de amortizar el préstamo de forma inmediata. Recordando que la ratio de cobertura del servicio de la deuda era inferior a la unidad en todos los años, se pueden prever ciertos problemas en la capacidad del grupo para la devolución de la deuda.

4.2. Plan de mejoras

Como consecuencia del diagnóstico estratégico y económico-financiero y con el fin de contrarrestar los riesgos identificados, se propone a continuación un plan de mejoras. Hay que ser consciente de que perdure la pandemia del Covid-19, por lo que algunas recomendaciones pueden ser adaptadas a una situación de crisis y diferir de las que se hubieran hecho en circunstancias normales.

Para empezar, se ha insistido mucho en la exagerada autonomía financiera de LS Invest AG y las posibles oportunidades pérdidas que implica. No obstante, en la comparativa con el sector se ha detectado que el grupo de momento se beneficia de los bajos niveles de apalancamiento financiero, ya que – a diferencia de la competencia – no se ha visto perjudicado por el efecto palanca negativo, multiplicando las pérdidas para los accionistas. Por ende, no se plantea un aumento del endeudamiento en los próximos tres años, aunque sí se recomienda evaluar el nivel de apalancamiento financiero de nuevo una vez que se haya vuelto a un cierto nivel de estabilidad y previsibilidad del mercado.

También se ha destacado que LS Invest AG es un grupo intenso en activos fijos, siguiendo el modelo más tradicional y posiblemente anticuado de la hostelería, dónde se unen propiedad y gestión en la misma entidad. Como ya existen modelos más recientes, como sistemas de franquicias o contratos de gestión con la posibilidad de separar la gestión de la propiedad,

resultando en mayores rendimientos sobre activos, sería interesante evaluar estas opciones en un futuro y quizás reducir el peso de los activos fijos del grupo. Sin embargo, ante la situación de crisis, no se consideran enajenaciones en los próximos tres años, ya que habría que contar con probabilidades elevadas de vender con pérdidas por debajo del valor razonable de los activos.

En resumen, la situación extraordinaria requiere de cierto grado de paciencia, ya que se posponen ciertas decisiones, siempre sin tacharlas del plan estratégico a largo plazo. Hay que ser realista y aceptar que ante la pandemia del Covid-19 se puede actuar sobre algunos factores, mientras que otros quedan fuera del control del grupo. A continuación, se comenta el plan de mejoras, incluyendo los factores sobre los que se cree poder actuar para mejorar los resultados del grupo:

1. Reducción y control de la partida de consumos para lograr un mayor margen bruto

Tal como se expuso en lo anterior, los gastos por consumos se descontrolaron por completo, convirtiéndose en un porcentaje inaceptable de la cifra de ventas y resultando en una disminución del margen bruto en más que 18 puntos porcentuales en tan solo dos años. El objetivo con respecto a los consumos es reducirlos de nuevo a un 32,95% de las ventas, porcentaje logrado en el 2018, el último año que el grupo consiguió resultados satisfactorios. Para alcanzar este objetivo, se llevan a cabo los pasos siguientes, siendo los principales responsables el director de compras, financiero y general, dónde el director de compras realiza los análisis para decidir a continuación las medidas a tomar juntos con el director financiero y general, así aprovechando la experticia de todos.

- No hay ningún motivo que justifique la subida excesiva en la partida de consumos. Se exige llevar a cabo un análisis detallado de todos los proveedores y mercancía para identificar aquellos que causan la subida y paso seguido actuar sobre los mismos.
- No se puede descartar tampoco que el plazo de pago inusualmente alto de LS Invest AG se haya traducido en mayores precios de compra. Es importante investigarlo y contemplar la posibilidad de establecer un plazo de pago más aceptable para los proveedores de 60-90 días, siempre y cuando resulte en mejores condiciones y precios o descuentos por pronto pago.

- Si no fuera el caso aún, se recomendaría urgentemente que las compras se gestionaran al nivel del grupo, con el fin de aprovechar las sinergias en el proceso de la negociación, fijación de precios y acuerdo sobre los términos y condiciones. En lo que sea posible, se escogerán los mismos proveedores para varios establecimientos del grupo, garantizando pedidos de mayor volumen a cambio de descuentos por cantidad. Los proveedores se elegirán una vez obtenidos presupuestos alternativos, dando preferencia a aquellos que ofrecen la mejor relación calidad-precio.
- Una vez revisado la cartera de proveedores, se termina de redactar el presupuesto de compras, sujeto a controles mensuales por el director de compras y financiero, para así garantizar que la partida de consumos no supere el 32,95% en ningún momento.
- Por último, con el fin de optimizar el ciclo de explotación, se establece de nuevo un menor plazo de almacenamiento de 10 días, resultado de una mejor gestión de las compras y almacenes.

2. Reducción de los gastos de personal

Al igual que la partida de consumos, los gastos de personal se han encontrado en auge permanente desde el 2018, perjudicando así la rentabilidad del grupo. Mientras que se entiende que sean más difíciles de reducir que los consumos, ya que incluyen una parte posiblemente considerable de gastos fijos, sí hay posibilidades de mejora. El objetivo relativo a los gastos de personal es reducirlos al mínimo posible sin comprometer la calidad del servicio, siendo esta un punto clave respecto a la satisfacción de los clientes. En vez de fijar los gastos de personal como porcentaje de las ventas, se pretende ajustar el número de empleados: Resulta curioso que LS Invest AG tenía tan solo 1.252 empleados en el 2018; luego, ante una menor cifra de ventas en el 2019 un total de 1.719; y por último en el primer año de la pandemia del Covid-19, el 2020, 1.387 (ver anexo G). Aunque parezca lógico que la apertura del Lopesan Costa Bávaro Resort, Spa y Casino en la República Dominicana en el 2019 hizo necesaria la contratación de personal adicional, no justifica un incremento de la plantilla al nivel grupo en 37,30%. En el 2021, se pretende por lo tanto ajustar la plantilla de LS Invest AG para que sea igual al nivel del 2018 y volver a incrementarla paulatinamente en 5 puntos porcentuales en el 2022 y 15 puntos porcentuales en el 2023, siempre que se produzca la

subido de los ingresos prevista. El director de recursos humanos será el responsable de reducir el número de empleados y por ende los gastos de personal sin perjudicar la calidad del servicio, siguiendo las pautas detalladas a continuación:

- El grupo seguirá beneficiándose, en la medida de lo posible, de los subsidios de los ERTE y sus equivalentes para ahorrar en gastos de personal. Se cuenta con que esta ayuda estará disponible en el 2021, pero probablemente no en los dos años siguientes.
- Con el fin de reducir la plantilla ante la posibilidad de nuevos órdenes de cierre de los establecimientos o confinamientos, se sacarán de los ERTE primero los trabajadores con contratos temporales para que los terminen lo antes posibles.
- Hasta que se establezca la situación en el mercado, no se cerrarán nuevos contratos indefinidos. Se pretenderá cubrir la necesidad de mano de obra por completo con la plantilla fija ya existente. Ante la necesidad de ampliar la plantilla, se trabajará con periodos de prueba lo más largos posibles, contratos temporales, o empresas de trabajo temporal.
- Se centralizarán funciones clave de marketing, finanzas y compras para aumentar la eficiencia y evitar la duplicación innecesaria de puestos directivos.
- Para mantener la motivación y el compromiso alto, a pesar de las reducciones de la plantilla, se implementarán o ampliarán los programas internos de formación y desarrollo. En vez de contratar personal con amplia experiencia y expectativas salariales excesivas, riesgo existente debido a la escasez de personal en el sector como consecuencia de la pandemia, se formará el personal dentro del grupo para así ofrecer un servicio de excelencia.

3. Revisión y renegociación de los otros gastos de explotación

Los otros gastos de explotación deberían de clasificarse como gastos fijos, incluso en mayor medida que los gastos de personal (ver anexo E y anexo F). Por ende, la reducción de costes resultará más difícil en esta partida. No obstante, sí existen elementos de costes que pueden someterse a un proceso de análisis y renegociación, tarea asignada al director financiero y al director de compras. Entre otros, se renegociarán las pólizas de seguro, área con alta

probabilidad de conseguir desgravaciones e incentivos ante la crisis de la pandemia, y los contratos de teléfono e internet, ya que se trata de un sector muy competitivo donde resulta fácil obtener mejores ofertas de la competencia y así bajar los precios y condiciones de los contratos en vigor. Asimismo, se recomienda analizar los gastos jurídicos y de asesoramiento con el fin de identificar oportunidades de mejora, aunque sea poco probable que en una situación tan delicada como la presente fuera la partida más adecuada para ahorros. El objetivo al nivel de los otros gastos de explotación es dejarles en un 19% de las ventas.

4. Salida del estado de paralización: Inversiones en la mejora de los activos fijos del grupo y aprovechamiento de la tesorería sobrante

Se entiende perfectamente que LS Invest AG se ha quedado paralizado ante la pandemia del Covid-19, ya que de repente se encontró en una crisis sin precedentes. Como resultaba imposible ponerle fecha a la reapertura de los establecimientos y reanudación de los negocios, una política de ahorros por medio de la interrupción de todos los procesos de inversión parecía la estrategia más obvia. Sin embargo, visto que la pandemia va para largo, es hora de dejar la actitud pasiva, seguir adelante a pesar de la incertidumbre y ser proactivo para no salir como perdedor de la crisis. Primero se retomará la reforma ya prevista y aprobada del IFA Fehmarn Hotel & Ferien Centrum en Alemania. Para determinar las necesidades más urgentes de inversiones en los demás establecimientos, se contará con un análisis llevado a cabo por los responsables de mantenimiento en estrecha colaboración con expertos externos, siempre teniendo en cuenta las quejas más frecuentes de los clientes (aportados por los guest relations managers) y el marco financiero en el que tendría que moverse el proyecto. A primera vista, los comentarios de los clientes indican que será imprescindible modernizar las instalaciones del IFA Rügen Hotel & Ferienpark, IFA Schöneck Hotel & Ferienpark, y IFA Breitach Appartements. Ni se pueden, ni se pretenden llevar a cabo reformas completas de todos los complejos, ya que la idea es implementar mejoras continuas y paulatinas mientras que los hoteles sigan funcionando, aumentando el valor de los complejos y la calidad percibida por los clientes.

5. Incremento de la satisfacción de los clientes con el fin de salvaguardar la cuota de mercado

Es evidente que el éxito de LS Invest AG, tratándose de una empresa en el sector de servicios, depende ante todo del cliente. Solo si se logran unos altos niveles de satisfacción, el grupo conseguirá mantener su cuota de mercado. El objetivo en cuanto a la satisfacción de los clientes será aumentar la puntuación de todos los establecimientos en TripAdvisor; aspirando a un mínimo de 4,0 para aquellos establecimientos que actualmente puntúan con un 3,5 y a un 4,5 para todos los demás. El responsable de controlar las mejoras y tomar medidas correctivas será el guest relations manager, siempre con el apoyo del director general, el director de recursos humanos y los jefes de los departamentos si fuera necesario.

- Se determinará la posición actual de cada establecimiento frente a sus competidores, consultando las principales plataformas online como TripAdvisor e interactuando con los clientes in situ.
- Se estudiarán fortalezas y oportunidades de mejora de cada complejo. En el caso de diferir de los principales retos ya detectados en el análisis económico-financiero, se comunicarán a los responsables de los departamentos y la dirección general.
- Se estará en contacto permanente con los responsables del departamento de recursos humanos para que las formaciones se adapten a las críticas de los clientes.
- Se espera que, por las reformas llevadas a cabo, se reducirán las quejas a causa de la antigüedad de las instalaciones.

6. Renegociación de la deuda existente

Tal como se dedujo de la ratio de cobertura del servicio de la deuda, LS Invest AG tiene que contar con problemas en la devolución de la deuda. A corto plazo, pudiera solucionar estas dificultades con los excesos de tesorería, pero así malgastaría la ampliación de capital de los socios ligada a un plan de inversión y no solucionaría el problema a largo plazo. Sobra mencionar que el objetivo del grupo debe ser la devolución de las cuotas pendientes mediante los flujos de caja generados por la actividad principal. Debido a la crisis de la pandemia del Covid-19, se entiende que las entidades financieras se hayan visto obligados a un mayor grado

de flexibilidad. Aprovechando esta situación, el director financiero renegociará la amortización de los nominales pendientes de nuevo, para que las cuotas pendientes en los próximos cinco años se vean reducidas en un 50%, alargando así la duración de los préstamos.

7. Introducción de prácticas de cash-pooling y elaboración de una política de inversión a corto plazo con el fin de obtener un rendimiento de la tesorería ociosa

Tal como se expuso en el análisis económico-financiero del grupo, LS Invest AG cuenta con una tesorería ociosa excesiva, por lo que hay que atribuirle un alto nivel de ineficiencia. El tesorero grupal será el responsable de introducir prácticas de cash-pooling o un banco interno y elaborar una política de inversión a corto plazo con el fin de obtener un rendimiento de los excedentes. El objetivo en cuanto a la tesorería es mantener un saldo mínimo, sin poner en peligro la capacidad de pago del grupo. Los resultados de la política de inversión a corto plazo se verán reflejados en el resultado financiero del grupo.

8. Generación de valor para los accionistas

Por medio de todas las medidas descritas en lo anterior, LS Invest AG volverá a generar valor para sus accionistas. Se pretende obtener un EBITDA positivo en todos los años, aspirando a que sea como mínimo de un 17,16% de las ventas, valor de referencia del 2018.

El plan de mejoras descrito se traducirá en los estados financieros previsionales presentados a continuación. Sobra mencionar que no se pierde de vista en ningún momento la necesidad de cumplir con los covenants del préstamo sindicado

4.3.Estados financieros previsionales

4.3.1. Cuentas de pérdidas y ganancias previsionales

De acuerdo con el plan de mejoras elaborado, se establecen las siguientes hipótesis para redactar las cuentas de pérdidas y ganancias de los próximos tres ejercicios:

Figura 8. Hipótesis elaboración cuentas de pérdidas y ganancias previsionales

| Partida | Hipótesis | | | | |
|--|--|---------------|---------------|---------------|--------|
| Ingresos por ventas | Según el análisis estratégico realizado, los ingresos por ventas no alcanzarán los niveles pre-pandemia hasta el 2023. Teniendo en cuenta que la cifra de ventas del 2020 correspondía a un 62% del 2019, se prevé un aumento a causa de la introducción de la vacuna en el 2021. Sin embargo, al contar con repuntes y la posibilidad de nuevos cierres temporales, se espera un aumento moderado, hasta llegar al 68% de las ventas del 2019. En el 2022, se cuenta con ventas correspondientes a un 86,5% de la cifra del 2019; en el 2023 se superará la cifra de ventas del 2019 en un 5%, teniendo en cuenta que los hoteles en la República Dominicana y España no han estado operativos durante la totalidad del ejercicio 2019. | | | | |
| Consumos como porcentaje de ventas | De acuerdo con la implementación del sistema de control de gastos y plan de ahorros en la partida de consumos, los consumos se situarán en un 32,95% en el 2021, 2022 y 2023, ajustándose por lo tanto a los niveles objetivos, los niveles logrados en el 2018. | | | | |
| Otros ingresos de explotación | Los otros ingresos de explotación no se establecerán como porcentaje de la cifra de ventas, sino según los detalles del 2020. Las indemnizaciones de seguros por Covid-19 se entienden como pago único en el tiempo. Los ingresos por diferencias de cambio de divisas están relacionados con préstamos tomados en USD. Ante un menor nominal pendiente y las fluctuaciones de las divisas, se disminuyen paulatinamente. Solo se contará con ayudas estatales relacionadas con el Covid-19 en el 2021. Las demás partidas, al no disponer de información detallada, se mantienen iguales. | | | | |
| | | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
| | Otros ingresos de explotación | | | | |
| | Indemnizaciones de seguros por Covid-19 | 8.056 | 0 | 0 | 0 |
| | Ingresos por diferencias de cambio divisas | 6.240 | 5.000 | 4.500 | 4.000 |
| | Ayudas estatales Covid-19 | 2.770 | 2.770 | 0 | 0 |
| | Reparto de gastos a empresas vinculadas | 1.971 | 1.971 | 1.971 | 1.971 |
| | Ingresos por prestación de servicios | 691 | 691 | 691 | 691 |
| | Ingresos por otras compensaciones de seguros | 259 | 259 | 259 | 259 |
| | Baja contable de deudas | 359 | 359 | 359 | 359 |
| | Prestaciones al personal | 135 | 135 | 135 | 135 |
| | Reparto de gastos a terceros | 60 | 60 | 60 | 60 |
| | Cancelación de ajuste de valor de derechos | 9 | 0 | 0 | 0 |
| | Baja de inmovilizado | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | Otros | 132 | 132 | 132 | 132 |
| Total otros ingresos de explotación | 20.682 | 11.377 | 8.107 | 7.607 | |
| Gastos de personal | Como resultado de la propuesta de mejora, se contará con una plantilla de 1250 empleados en el 2021, incrementando la misma en 5 y 15 puntos porcentuales en los años consecutivos. Se calculan los gastos de personal aproximados con la regla de tres partiendo del año 2020, aunque se entiende que los subsidios por ERTE solo se podrán descontar en el 2021: | | | | |
| | | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
| | <i>Número de empleados</i> | 1.387 | 1.250 | 1.313 | 1.510 |
| | Sueldos y salarios | | | | |
| | Sueldos y salarios | 17.833 | 16.072 | 16.882 | 19.414 |
| | Otras prestaciones | 960 | 865 | 909 | 1.045 |
| | Subsidio ERTE Covid-19 | -1.451 | -1.308 | 0 | 0 |
| | Gastos sociales | | | | |
| | Gastos sociales obligatorios | 4.644 | 4.185 | 4.396 | 5.056 |
| | Mutua | 175 | 158 | 166 | 191 |
| | Gastos de pensiones | 183 | 165 | 173 | 199 |
| | Subvenciones Seguridad Social Covid-19 | -815 | -734 | 0 | 0 |
| Gastos totales | 21.529 | 19.402 | 22.525 | 25.904 | |

a obtener un resultado neto positivo. La evolución del grupo en los próximos tres años demuestra una clara tendencia al alza, transmitiendo confianza a los accionistas y acreedores financieros.

Tabla 33. Cuentas de pérdidas y ganancias previsionales LS Invest AG, 2021, 2022, 2023

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|---|---------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| Ingresos por ventas | 81.597 | 76.629 | 47.470 | 52.108 | 66.284 | 80.460 |
| Consumo | 26.884 | 34.234 | 24.347 | 17.168 | 21.839 | 26.510 |
| Margen Bruto | 54.713 | 42.395 | 23.123 | 34.940 | 44.445 | 53.951 |
| Otros ingresos de explotación | 6.529 | 5.181 | 20.682 | 11.377 | 8.107 | 7.607 |
| Gastos de personal | 29.407 | 30.228 | 21.529 | 19.402 | 22.525 | 25.904 |
| Otros gastos de explotación | 15.374 | 23.221 | 12.573 | 9.900 | 12.594 | 15.287 |
| Otros impuestos | 2.459 | 764 | 623 | 521 | 663 | 805 |
| EBITDA | 14.002 | -6.637 | 9.080 | 16.493 | 16.770 | 19.562 |
| Amortizaciones | 7.751 | 17.684 | 24.858 | 15.881 | 16.742 | 17.340 |
| Deterioros y resultado por enajenaciones | 36.862 | 22 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Resultado operativo | 43.113 | -24.299 | -15.778 | 612 | 28 | 2.222 |
| Resultado de empresas asociadas | 3.615 | 1.565 | -759 | 12 | 783 | 1.565 |
| Ingresos financieros | 757 | 552 | 1.911 | 1.999 | 1.824 | 1.736 |
| Gastos financieros | -2.919 | -3.944 | -4.220 | -3.727 | -3.259 | -2.731 |
| Resultado financiero | 1.453 | -1.827 | -3.068 | -1.716 | -653 | 571 |
| Resultado antes de impuestos sobre beneficios | 44.566 | -26.126 | -18.846 | -1.105 | -625 | 2.792 |
| Impuesto sobre beneficios | -6.719 | -638 | -3.797 | 197 | 111 | -498 |
| Resultado después de impuestos sobre beneficios | 37.847 | -26.764 | -22.643 | -908 | -514 | 2.295 |
| <i>Resultado correspondiente a minorías</i> | <i>475</i> | <i>-3.257</i> | <i>-853</i> | <i>-16</i> | <i>-9</i> | <i>41</i> |
| <i>Resultado correspondiente a accionistas LS Invest AG</i> | <i>37.372</i> | <i>-23.507</i> | <i>-21.790</i> | <i>-891</i> | <i>-504</i> | <i>2.253</i> |

Fuente: Elaboración propia

Tabla 34. Cuentas de pérdidas y ganancias previsionales - porcentajes verticales

| | 2018 % vert. | 2019 % vert. | 2020 % vert. | 2021 % vert. | 2022 % vert. | 2023 % vert. |
|---|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Ingresos por ventas | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% |
| Consumo | 32,95% | 44,67% | 51,29% | 32,95% | 32,95% | 32,95% |
| Margen Bruto | 67,05% | 55,33% | 48,71% | 67,05% | 67,05% | 67,05% |
| Otros ingresos de explotación | 8,00% | 6,76% | 43,57% | 21,83% | 12,23% | 9,45% |
| Gastos de personal | 36,04% | 39,45% | 45,35% | 37,24% | 33,98% | 32,20% |
| Otros gastos de explotación | 18,84% | 30,30% | 26,49% | 19,00% | 19,00% | 19,00% |
| Otros impuestos | 3,01% | 1,00% | 1,31% | 1,00% | 1,00% | 1,00% |
| EBITDA | 17,16% | -8,66% | 19,13% | 31,65% | 25,30% | 24,31% |
| Amortizaciones | 9,50% | 23,08% | 52,37% | 30,48% | 25,26% | 21,55% |
| Deterioros y resultado por enajenaciones | 45,18% | 0,03% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| Resultado operativo | 52,84% | -31,71% | -33,24% | 1,17% | 0,04% | 2,76% |
| Resultado de empresas asociadas | 4,43% | 2,04% | -1,60% | 0,02% | 1,18% | 1,95% |
| Ingresos financieros | 0,93% | 0,72% | 4,03% | 3,84% | 2,75% | 2,16% |
| Gastos financieros | -3,58% | -5,15% | -8,89% | -7,15% | -4,92% | -3,39% |
| Resultado financiero | 1,78% | -2,38% | -6,46% | -3,29% | -0,98% | 0,71% |
| Resultado antes de impuestos sobre beneficios | 54,62% | -34,09% | -39,70% | -2,12% | -0,94% | 3,47% |
| Impuesto sobre beneficios | 8,23% | 0,83% | 8,00% | 0,38% | 0,17% | -0,62% |
| Resultado después de impuestos sobre beneficios | 46,38% | -34,93% | -47,70% | -1,74% | -0,77% | 2,85% |
| <i>Resultado correspondiente a minorías</i> | <i>0,58%</i> | <i>-4,25%</i> | <i>-1,80%</i> | <i>-0,03%</i> | <i>-0,01%</i> | <i>0,05%</i> |
| <i>Resultado correspondiente a accionistas LS Invest AG</i> | <i>45,80%</i> | <i>-30,68%</i> | <i>-45,90%</i> | <i>-1,71%</i> | <i>-0,76%</i> | <i>2,80%</i> |

Fuente: Elaboración propia

4.3.2. Balances previsionales

La elaboración de los balances de los próximos tres ejercicios se basa en las hipótesis enumeradas a continuación, de nuevo muy relacionadas con el plan de mejoras presentado. Se comentan únicamente las partidas que han experimentado cambios referentes a los años anteriores. En cuanto a las partidas sin explicación ninguna, se supone que se mantengan igual, sea porque no es de esperar que se produzcan cambios o sea porque no se dispone de información suficiente para predecir la evolución de la partida.

Figura 9. Hipótesis elaboración balances previsionales

| Partida | Hipótesis | | | | | | | | | | | | |
|--|---|--------|--------|--------|------|--|--------|--------|--------|--|--------|--------|--------|
| Inmovilizado inmaterial | De acuerdo con el plan de inversiones y amortizaciones, detallado en las hipótesis referentes a la cuenta de pérdidas y ganancias. | | | | | | | | | | | | |
| Inmovilizado material | De acuerdo con el objetivo de reducir el plazo de almacenamiento para lograr una mayor eficacia, se calcula en base de un PMA estable de 10 días para los tres años. | | | | | | | | | | | | |
| Existencias | Tal como se describió en el análisis de riesgos, se cuenta con problemas de liquidez entre los tour operadores, resultando en mayores plazos de cobro en el futuro inmediato. Se calcula la partida de derechos por suministros y servicios asumiendo un PMC de 40 días en el 2021, 40 en el 2022 y 35 en el 2023, sin que se tenga en cuenta el efecto del IVA en el cálculo. | | | | | | | | | | | | |
| Derechos por suministros y servicios | Se corresponden en su mayoría con la parte a corto plazo de préstamos adquiridos contra otras empresas. Se suponen que se vayan amortizando las cuotas pendientes a partir del 2022, con el resultado de aumentar esta partida en el 2021 y disminuir a continuación. Se han retrasado los pagos desde el 2019, pero están garantizado con inmuebles y terrenos. | | | | | | | | | | | | |
| Otros derechos | Se supone que se cobre la parte pendiente en el 2021 y se mantiene en 0. | | | | | | | | | | | | |
| Derechos por impuestos sobre beneficios | Se obtiene sumanda la caja generada según el estado de flujos de efectivo al saldo del ejercicio anterior. | | | | | | | | | | | | |
| Saldos en bancos y cajas | Se mantienen en 0, al no tener prevista la venta de ningún activo. | | | | | | | | | | | | |
| Activos disponibles para la venta | Se suma a las reservas del ejercicio anterior el resultado consolidado del ejercicio anterior. | | | | | | | | | | | | |
| Reservas de beneficios | Se saca de la cuenta de pérdidas y ganancias. | | | | | | | | | | | | |
| Resultado consolidado | Tras la renegociación de la deuda, se devuelve un 50% del importe anual inicialmente previsto en el plan de amortización de la deuda (ver anexo H). Se reduce la partida de deudas financieras según el nuevo plan de amortización presentado a continuación, entendiéndose que, por la renegociación de los plazos y el traspaso de largo a corto plazo a final de cada período, un 75% de la cuota corresponde a la partida de deuda financiera a largo plazo y un 25% a la partida de deuda financiera a corto plazo. | | | | | | | | | | | | |
| Deudas financieras a largo plazo y a corto plazo | <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th></th> <th style="background-color: #0070C0; color: white;">2021</th> <th style="background-color: #0070C0; color: white;">2022</th> <th style="background-color: #0070C0; color: white;">2023</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Deuda a devolver según acuerdos originales</td> <td style="text-align: right;">27.160</td> <td style="text-align: right;">32.839</td> <td style="text-align: right;">37.059</td> </tr> <tr> <td>Deuda a devolver tras la renegociación</td> <td style="text-align: right;">13.580</td> <td style="text-align: right;">16.420</td> <td style="text-align: right;">18.530</td> </tr> </tbody> </table> | | 2021 | 2022 | 2023 | Deuda a devolver según acuerdos originales | 27.160 | 32.839 | 37.059 | Deuda a devolver tras la renegociación | 13.580 | 16.420 | 18.530 |
| | | 2021 | 2022 | 2023 | | | | | | | | | |
| | Deuda a devolver según acuerdos originales | 27.160 | 32.839 | 37.059 | | | | | | | | | |
| Deuda a devolver tras la renegociación | 13.580 | 16.420 | 18.530 | | | | | | | | | | |
| Deudas por impuestos sobre beneficios | Se supone que se pague la parte pendiente en el 2021 y se mantiene en 0. | | | | | | | | | | | | |
| Deudas por suministros y servicios | Tal como se explicó en el plan de mejoras, se ofrece un menor plazo de pago a los proveedores con el fin de negociar mejores precios y condiciones de compra. Por ende, se calcula con un PMP de 60 días, sin que se tenga en cuenta el efecto del IVA en el cálculo. | | | | | | | | | | | | |

Fuente: Elaboración propia

Tabla 35. Estructura económica/activo de los balances previsionales 2021, 2022, 2023

| en miles de € | Activo | | | | | |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
| Valores patrimoniales a largo plazo | | | | | | |
| Inmovilizado inmaterial | 3.175 | 3.260 | 2.975 | 2.874 | 2.768 | 2.658 |
| Inmovilizado material | 287.577 | 394.043 | 381.345 | 410.615 | 429.019 | 441.819 |
| Participación en empresas asociadas | 3.618 | 5.183 | 2.859 | 2.859 | 2.859 | 2.859 |
| Otro inmovilizado financiero | 36.104 | 36.104 | 36.104 | 36.104 | 36.104 | 36.104 |
| Derechos por impuestos diferidos | 9.052 | 10.239 | 8.104 | 8.104 | 8.104 | 8.104 |
| Suma valores patrimoniales a largo plazo | 339.526 | 448.829 | 431.387 | 460.556 | 478.854 | 491.544 |
| Valores patrimoniales a corto plazo | | | | | | |
| Existencias | 735 | 1.638 | 1.319 | 470 | 598 | 726 |
| Derechos por suministros y servicios | 3.227 | 6.427 | 3.285 | 5.710 | 7.264 | 7.715 |
| Derechos contra empresas del grupo | 207 | 325 | 379 | 379 | 379 | 379 |
| Otros derechos | 41.612 | 15.303 | 20.404 | 21.000 | 16.000 | 13.500 |
| Derechos por impuestos sobre beneficios | 34.214 | 11.527 | 45 | 0 | 0 | 0 |
| Saldos en bancos y cajas | 47.013 | 148.358 | 134.908 | 72.873 | 41.899 | 15.621 |
| Ajustes por periodificación | 271 | 1.081 | 869 | 869 | 869 | 869 |
| Activos disponibles para la venta | 0 | 29.439 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Suma valores patrimoniales a corto plazo | 127.279 | 214.098 | 161.209 | 101.302 | 67.009 | 38.810 |
| Total valores patrimoniales | 466.805 | 662.927 | 592.596 | 561.858 | 545.863 | 530.354 |

Fuente: Elaboración propia

Tabla 36. Estructura financiera/pasivo de los balances previsionales 2021, 2022, 2023

| en miles de € | Pasivo | | | | | |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
| Fondos propios | | | | | | |
| Capital suscrito | 51.179 | 128.385 | 128.302 | 128.302 | 128.302 | 128.302 |
| Reserva de capital | 51.170 | 173.831 | 173.831 | 173.831 | 173.831 | 173.831 |
| Reservas de beneficios | 130.525 | 159.139 | 135.442 | 113.634 | 112.743 | 112.238 |
| Restante resultado consolidado | 2.006 | 14.715 | -11.735 | -11.735 | -11.735 | -11.735 |
| Resultado consolidado | 37.372 | -23.507 | -21.808 | -891 | -504 | 2.253 |
| Participación de accionistas de LS Invest AG en FFPP | 272.252 | 452.563 | 404.032 | 403.141 | 402.636 | 404.890 |
| Participación de otros socios en fondos propios | 16.557 | 15.886 | 13.811 | 13.811 | 13.811 | 13.811 |
| Total fondos propios | 288.809 | 468.449 | 417.843 | 416.952 | 416.447 | 418.701 |
| Deudas a largo plazo | | | | | | |
| Deudas financieras | 129.411 | 105.664 | 117.186 | 107.001 | 94.686 | 80.789 |
| Otras provisiones | 282 | 4 | 164 | 164 | 164 | 164 |
| Derivados financieros | 3.600 | 2.428 | 1.304 | 1.304 | 1.304 | 1.304 |
| Suma deuda a largo plazo | 133.293 | 108.096 | 118.654 | 108.469 | 96.154 | 82.257 |
| Deuda a corto plazo | | | | | | |
| Deudas por impuestos sobre beneficios | 5.604 | 1.414 | 2.514 | 0 | 0 | 0 |
| Deudas financieras | 11.043 | 46.409 | 27.160 | 23.765 | 19.660 | 15.028 |
| Instrumentos financieros derivados | 1.663 | 1.467 | 1.233 | 1.233 | 1.233 | 1.233 |
| Deudas por suministros y servicios | 18.417 | 19.458 | 16.435 | 2.683 | 3.611 | 4.379 |
| Deudas contractuales | 2.662 | 3.568 | 2.138 | 2.138 | 2.138 | 2.138 |
| Deudas con empresas vinculadas | 361 | 435 | 1.059 | 1.059 | 1.059 | 1.059 |
| Otras deudas | 4.952 | 4.606 | 5.560 | 5.560 | 5.560 | 5.560 |
| Ajuste por periodificación | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Provisiones y deudas de activos dispuestos para la venta | 0 | 9.025 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Suma deudas a corto plazo | 44.703 | 86.382 | 56.099 | 36.438 | 33.261 | 29.397 |
| Suma fondos propios y deudas | 466.805 | 662.927 | 592.596 | 561.858 | 545.863 | 530.354 |

Fuente: Elaboración propia

Los balances previsionales de los próximos tres años muestran claramente que LS Invest AG retoma sus planes de reformas y expansión, ya que la partida del activo fijo se encuentra en crecimiento. A la vez, la partida del activo corriente va disminuyendo, resultado de la eliminación de la tesorería ociosa y una mejor gestión del ciclo de explotación. En vista de la continua crisis de la pandemia del Covid-19 y los resultados netos ligeramente negativos en los años 2021 y 2022, no se distribuyen dividendos. La renegociación de la deuda se ve reflejada en las partidas de la deuda financiera a largo plazo y a corto plazo.

Tabla 37. Ratios clave previsionales

| | 2018 | 2019 | 2020 |
|---|--------|--------|--------|
| Fondo de maniobra (activo corriente - pasivo corriente) | 64.864 | 33.748 | 9.414 |
| Ratio de liquidez (activo corriente/pasivo corriente) | 2,78 | 2,01 | 1,32 |
| Ratio de liquidez estricta ((activo corriente - existencias) /pasivo corriente) | 2,77 | 2,00 | 1,30 |
| Necesidades operativas de fondos = (existencias + clientes + deudores varios) - recursos sin coste (acreedores comerciales) | 16.989 | 12.742 | 10.054 |
| FM-NOF | 47.875 | 21.005 | -640 |
| Autonomía financiera (patrimonio neto/total activo) | 0,74 | 0,76 | 0,79 |
| Ratio de cobertura del servicio de la deuda (RCSD) = (EBITDA/ (gastos financieros + deuda a corto plazo)) | 0,60 | 0,73 | 1,10 |
| Rentabilidad económica (BAII/total activo) | 0,11% | 0,01% | 0,42% |
| Rentabilidad financiera (BDI/fondos propios excl. resultado del ejercicio) | -0,21% | -0,12% | 0,54% |

Fuente: Cálculo según estados financieros previsionales elaborados

Un breve análisis de unas ratios clave revela que LS Invest AG cuenta con unos fondos de maniobra y ratios de liquidez más razonables, pero sigue siendo capaz de cubrir casi la totalidad de las necesidades operativas de fondos con el fondo de maniobra. Por el momento, se mantiene la elevada autonomía financiera. A falta de datos, no se puede calcular el coeficiente del cashflow disponible en el ejercicio pasado y el servicio de la deuda prestado al grupo bancario en el último ejercicio que forma parte de los covenants del préstamo sindicado, pero la ratio de cobertura del servicio de la deuda va aumentando hasta por fin superar la unidad en el 2023. Se logra una rentabilidad económica positiva, aunque mínima en todos los años. Desde el punto de vista financiera, el ROE vuelve a ser positivo a partir del 2023.

4.3.3. Estados de flujos de efectivo previsionales

De acuerdo con las cuentas de pérdidas y ganancias y los balances, se obtienen los flujos de efectivo previsionales siguientes:

Tabla 38. Estados de flujos de efectivo previsionales 2021, 2022, 2023

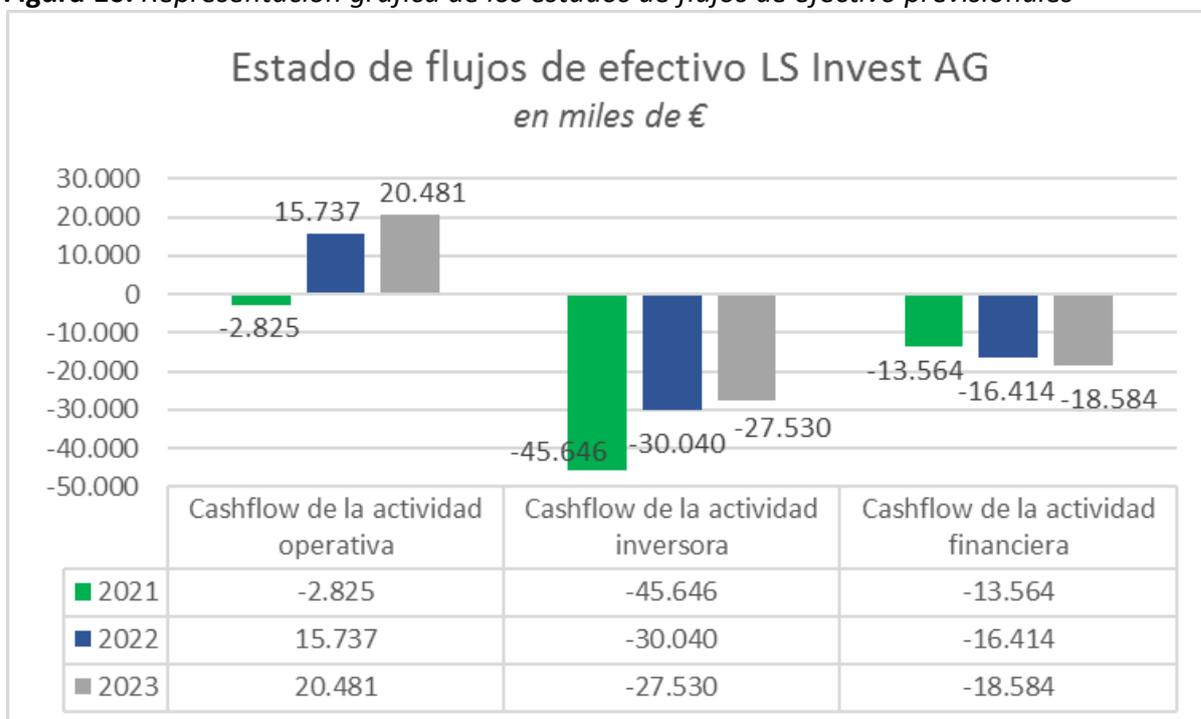
| <i>en millones de €</i> | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|---|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Actividad operativa | | | | | | |
| Resultado operativo | 43,1 | -24,3 | -15,8 | 0,6 | 0,0 | 2,2 |
| Amortización de activo material e inmaterial | 7,8 | 17,7 | 24,9 | 15,9 | 16,7 | 17,3 |
| Ingresos de desconsolidación | -32,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Resultado de la baja de objetos del inmovilizado material | -4,3 | 0,6 | 0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Otros gastos e ingresos con efecto sobre la liquidez | -3,3 | 10,5 | -10,9 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Intereses cobrados | 0,6 | 0,5 | 1,9 | 2,0 | 1,8 | 1,7 |
| Intereses pagados | -2,7 | -3,7 | -4,0 | -3,7 | -3,3 | -2,7 |
| Dividendos de empresas asociadas | 0,0 | 0,0 | 1,6 | 0,0 | 0,8 | 1,6 |
| Impuestos sobre resultados pagados | -14,1 | 17,8 | 9,0 | -2,3 | 0,1 | -0,5 |
| Variación de existencias | 0,1 | -0,9 | 0,3 | 0,8 | -0,1 | -0,1 |
| Variación de derechos y otros activos | 6,5 | -5,5 | -1,7 | -2,4 | -1,6 | -0,5 |
| Variación de provisiones | -1,8 | -0,1 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Variaciones de obligaciones | -2,5 | 7,6 | -1,1 | -13,8 | 0,9 | 0,8 |
| Cashflow de la actividad operativa | -3,0 | 20,2 | 4,3 | -2,8 | 15,5 | 19,8 |
| Actividad inversora | | | | | | |
| Ingresos por bajas del inmovilizado | 5,2 | 0,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Pagos por inversiones en el inmovilizado | -122,4 | -145,0 | -21,4 | -45,1 | -35,0 | -30,0 |
| Pagos por amortización de préstamos | 15,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Cobros por depósitos a plazo fijo | 4,7 | 27,0 | 0,0 | -0,6 | 5,0 | 2,5 |
| Pagos por amortización de préstamos a filiales vendidas | -19,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Cobros por la venta de filiales menos tesorería vendida | 59,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Cashflow de la actividad inversora | -56,9 | -117,6 | -21,4 | -45,6 | -30,0 | -27,5 |
| Actividad financiera | | | | | | |
| Pago de dividendos a accionistas LS Invest AG | -2,4 | -5,9 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Pagos a otros accionistas | -0,2 | -0,3 | -0,1 | 0,02 | 0,01 | -0,04 |
| Ampliación de capital | 0,0 | 199,9 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Gastos de la ampliación de capital | -1,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Contratación de créditos financieros | 70,5 | 25,8 | 19,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Amortización de créditos financieros | -16,0 | -12,9 | -23,0 | -13,6 | -16,4 | -18,5 |
| Cashflow de la actividad financiera | 50,9 | 206,6 | -4,1 | -13,6 | -16,4 | -18,6 |
| Variación de los fondos financieros con efecto sobre la liquidez | -9,0 | 109,2 | -21,2 | -62,0 | -31,0 | -26,3 |
| Variación de los fondos financieros por cambio de divisas | 0,5 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Fondos financieros al principio el periodo | 55,5 | 47,0 | 148,4 | 134,9 | 72,9 | 41,9 |
| Traslado a disponible para la venta | 0,0 | -7,7 | 7,7 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Fondos financieros al final del periodo | 47,0 | 148,4 | 134,9 | 72,9 | 41,9 | 15,6 |

Fuente: Elaboración de acuerdo con las cuentas de pérdidas y ganancias y balances previsionales

Si se traducen los estados de flujos de efectivo nuevamente en un gráfico, se observa que LS Invest AG empieza a generar flujos de caja positivos y significantes con su actividad ordinaria a partir del 2022. Estos flujos no son suficientes para cubrir los flujos de inversión, pero tampoco tienen que serlo, ya que las inversiones se financian con la ampliación de capital

realizada en el 2019 específicamente con el fin de expandir. Según los flujos de caja previsionales, LS Invest AG se presenta como un grupo en crecimiento que ha salido del estado de paralización, apuesto por el futuro y aun así está devolviendo deuda, aunque a un ritmo más lento de lo previsto.

Figura 10. Representación gráfica de los estados de flujos de efectivo previsionales



Fuente: Elaboración propia

4.4. Cuadro de mando integral

Tal como se expuso en la descripción de LS Invest AG; el grupo se basa en su amplia experiencia de casi 40 años y la red de relaciones y contactos establecidos durante estos años para lograr que sus marcas se consideren líderes en el sector, gocen de una excelente reputación y ofrezcan un servicio de excelencia. Al juntar esta visión con los problemas identificados a lo largo de este trabajo y las propuestas de mejora presentados en lo anterior, se pueden fijar las siguientes metas estratégicas y factores críticos según las cuatro perspectivas consideradas en el cuadro de mando integral:

Figura 11. Cuadro de mando integral LS Invest AG

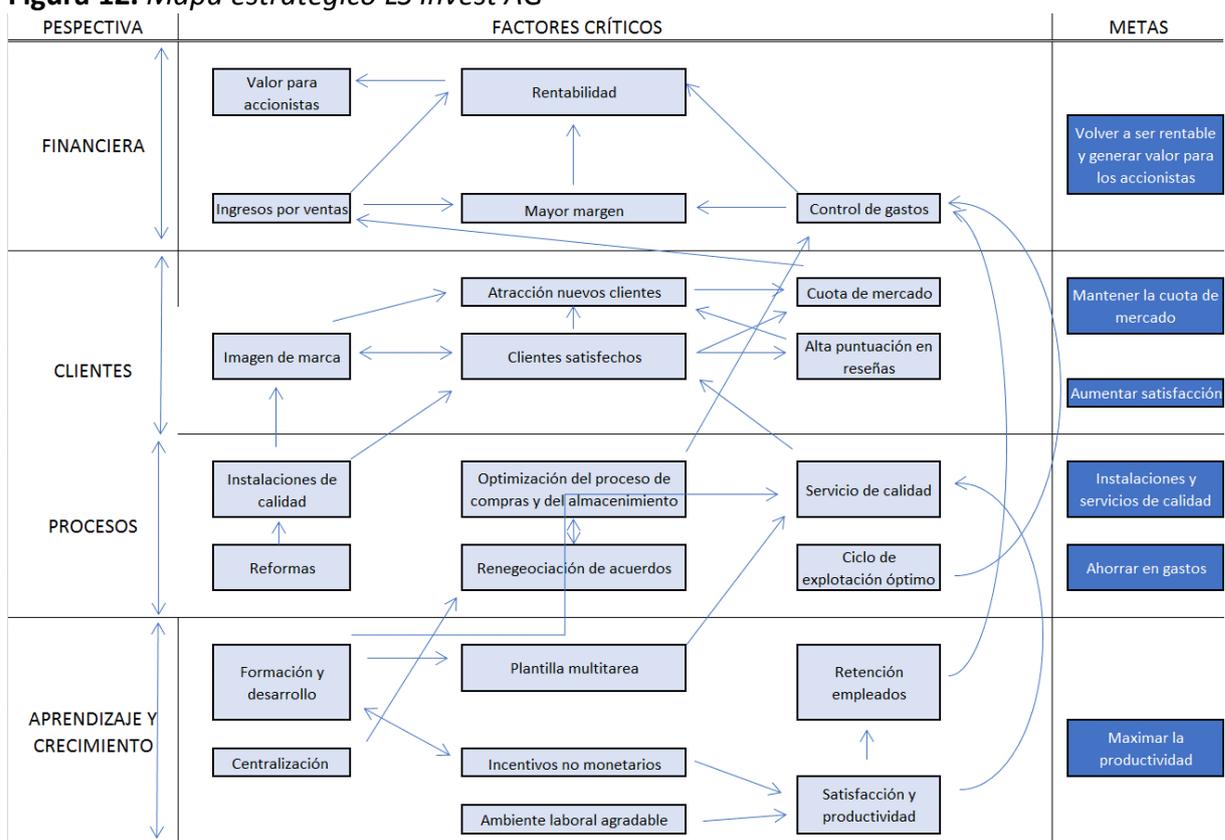
| LS Invest AG | | | |
|---------------------------|---|--|---|
| PERSPECTIVA | META ESTRATÉGICA | ÁREA CRÍTICA | FACTORES CRÍTICOS |
| FINANCIERA | Volver a ser rentable y generar valor para los accionistas | Dirección Financiera | <ul style="list-style-type: none"> • Cifra de ventas • Control de gastos • Márgenes • Rentabilidad • Valor para los accionistas |
| CLIENTES | Mantener la cuota de mercado Aumentar satisfacción | Dirección Comercial Dirección Control de Calidad | <ul style="list-style-type: none"> • Atracción de nuevos clientes • Satisfacción de clientes • Retención de clientes • Cuota de mercado • Imagen de la marca |
| PROCESOS | Ahorrar en gastos Instalaciones y servicios de calidad | Dirección de Compras Dirección Estratégica Dirección de Recursos Humanos | <ul style="list-style-type: none"> • Optimización de compras • Ciclo de explotación óptimo • Instalaciones de calidad • Servicio de calidad |
| APRENDIZAJE Y CRECIMIENTO | Maximizar la productividad | Dirección de Recursos Humanos | <ul style="list-style-type: none"> • Formación y desarrollo • Centralización • Satisfacción de los empleados • Productividad • Retención de empleados |

Fuente: Elaboración propia

LS Invest AG es un grupo empresarial en fase de madurez, por lo que su meta desde el punto de vista financiero debería consistir en la reducción de gastos y mejora de la productividad con el fin de salir de las pérdidas, maximizar el beneficio y volver a generar valor para los accionistas. Debido a la situación extraordinaria causada por la pandemia del Covid-19, se puede añadir a esta lista de objetivos la superación de la crisis de la mejor manera posible. Como factores críticos a gestionar por la dirección financiera se pueden destacar la cifra de ventas, el control de gastos, la optimización de los márgenes y, por ende, la rentabilidad y el valor para los accionistas. En cuanto a la perspectiva de los clientes, LS Invest AG ha de hacer todo lo posible para mantener su cuota de mercado y así volver a los niveles de ingresos del 2019 en el 2023, meta muy ligada al aumento de la satisfacción de los clientes que actualmente no se corresponde con el servicio de excelencia que supuestamente forma parte de la propuesta de valor del grupo. Mientras que el departamento de control de calidad debería de asegurarse de la satisfacción y retención de los clientes actuales, los factores críticos de atraer nuevos clientes y salvaguardar la imagen de la marca entran dentro de las competencias de la dirección comercial. Al nivel de los procesos internos, es de suma importancia que se ofrezcan instalaciones y servicios de calidad mientras que se ahorre en gastos, metas difíciles de conciliar en sí mismos. Si bien la dirección de compras desempeña un papel clave en la optimización de las compras y del ciclo de explotación, la responsabilidad

por el estado de las instalaciones y las inversiones necesarias recae sobre la dirección estratégica del grupo. El servicio de calidad está muy ligado a la perspectiva de aprendizaje y crecimiento y su meta estratégica de maximizar la productividad de los empleados del grupo, y puede, por lo tanto, considerarse tarea de la dirección de recursos humanos. La productividad en sí se ve afectada por los programas de formación y desarrollo de LS Invest AG, la satisfacción y retención de los empleados y la centralización de puestos directivos. Como no puede ser de otra manera y tal como se expone en el mapa estratégico a continuación, las cuatro perspectivas están interrelacionadas en muchos aspectos:

Figura 12. Mapa estratégico LS Invest AG



Fuente: Elaboración propia

Por ejemplo, la satisfacción de los empleados no solo conduce a un servicio de calidad y por ende una mayor satisfacción de los clientes que repercute directamente en la imagen de la marca y ayuda a atraer nuevos clientes, sino también a una menor rotación de empleados que en cambio resulta en menores gastos de reclutamiento, indemnizaciones y formación. La centralización de algunas funciones clave por un lado resulta en menores gastos de personal por la no duplicación de puestos directivos, pero por el otro lado también genera sinergias que facilitan la renegociación de acuerdos y obtención de mejores condiciones con los proveedores, haciendo posible la optimización del ciclo de explotación.

Para garantizar que LS Invest AG logre las mejoras presentadas y no se desvíe del buen camino, los factores críticos de cada perspectiva estratégica deben de evaluarse mensualmente en función de los indicadores y métricas detalladas a continuación. En el caso de desviarse de las previsiones, deben de averiguarse las causas de las discrepancias. Al tratarse de causas internas, se tomarán medidas correctivas enseguida; en el caso de causas ajenas al grupo, se elaborarán previsiones sobre el impacto en el resultado global y se buscarán formas de compensar o mitigar dicho impacto.

Figura 13. Indicadores clave de actuación (KPIs)

| PERSPECTIVA FINANCIERA | | |
|--|-------------------------------------|--|
| FACTORES CRÍTICOS | INDICADORES | MÉTRICAS |
| Ingresos por ventas | Variación cifra de ventas | Cifra de ventas/cifra de ventas ejercicio anterior |
| Control de gastos | Gastos por consumos | Porcentaje sobre ventas |
| | Plantilla | Nº de empleados/nº de empleados ejercicio anterior |
| | Gastos de explotación | Porcentaje sobre ventas |
| Mayor margen | Variación margen bruto | Margen bruto/Margen bruto ejercicio anterior |
| | Variación EBITDA | EBITDA/EBITDA ejercicio anterior |
| Rentabilidad | Rentabilidad económica | ROA |
| Valor para accionistas | Rentabilidad financiera | ROE |
| PERSPECTIVA DE CLIENTES | | |
| FACTORES CRÍTICOS | INDICADORES | MÉTRICAS |
| Atracción nuevos clientes | Incremento de clientes | Clientes nuevos/total de clientes |
| Satisfacción de clientes | Índice de satisfacción | Puntuación en reseñas online |
| Retención de clientes | Tasa de repetidores | Clientes repetidores/total de clientes |
| Cuota de mercado | Niveles de ocupación | Nivel de ocupación/niveles de ocupación mercado |
| Marca | Reconocimiento y asociaciones | Encuestas |
| PERSPECTIVA DE PROCESOS INTERNOS | | |
| FACTORES CRÍTICOS | INDICADORES | MÉTRICAS |
| Optimización de compras | Gastos en consumos | Consumos/ventas |
| | Precios acordados | Precio por unidad / precio por unidad periodo anterior |
| Ciclo de explotación óptimo | Variación ciclo de explotación | Ciclo de explotación en días/ciclo de explotación en días ejercicio anterior |
| Instalaciones de calidad | Inversiones en activos | Inversiones anuales en activo fijo/total activo fijo |
| | Gastos de mantenimiento | Gastos de mtto./gastos de mtto. ejercicio anterior |
| | Calidad percibida (instalaciones) | Encuestas clientes |
| Servicio de calidad | Calidad percibida (servicio) | Evaluación cliente fantasma |
| | | Resultados encuestas clientes |
| PERSPECTIVA DE APRENDIZAJE Y CRECIMIENTO | | |
| FACTORES CRÍTICOS | INDICADORES | MÉTRICAS |
| Formación y desarrollo | Tasa de empleados formados | Empleados formados/total empleados |
| | Tasa de promoción interna | Promociones/puestos de trabajo |
| Centralización | Nivel de centralización | Número de puestos directivos/número de establecimientos |
| Satisfacción de los empleados | Índice de satisfacción y motivación | Encuestas |
| Productividad | Productividad de empleados | Ventas/total empleados |
| Retención de empleados | Índice de rotación de personal | (Contrataciones - bajas) / total de empleados |

Fuente: Elaboración propia

5. Conclusión

Este Trabajo Fin de Máster pretendía conducir un análisis económico-financiero profundo de LS Invest AG, partiendo del supuesto que fuera un grupo representativo del sector turístico en Europa, en concreto de la hostelería, que se compone mayoritariamente de PYMES. Se contaba con que la situación económico-financiera en el periodo de estudio, es decir en los ejercicios 2018, 2019 y 2020, iba a estar determinada por varios factores: Por un lado, se esperaba que las características inherentes al sector iban a suponer un reto para la gestión exitosa del grupo, ya que se trata de un sector intenso en activos fijos con necesidades considerables de inversión y elevados niveles de apalancamiento financiero de hasta un 65%, implicando un mayor riesgo. A estas dificultades, han de sumarse el carácter perecedero de los servicios ofrecidos por un grupo hotelero y la estacionalidad de la demanda, elementos que dificultan la previsibilidad y gestión eficiente de los ingresos y hacen necesaria una excelente gestión de los gastos. Los gastos, en cambio, suelen componerse de un porcentaje importante de gastos fijos, sobre todo en la partida de personal, ya que se venden experiencias que implican una alta dependencia de la mano de obra.

Por el otro lado, varios estudios indicaban que el sector turístico iba a ser de los más impactados por la pandemia del Covid-19 y sufrir una disminución drástica de los ingresos en el año 2020, seguida por una no recuperación de los niveles prepandemia hasta el 2023.

En consecuencia, este trabajo aspiraba a identificar el modelo de negocio de LS Invest AG, conocer su manera de gestionar los activos fijos, determinar los niveles de apalancamiento financiero utilizados, evaluar los mecanismos de control de gastos existentes y medir los impactos de la pandemia del Covid-19 en los resultados del grupo. Según los resultados del análisis, se pretendía señalar tanto las prácticas ejemplares empleadas por LS Invest AG como los aspectos a mejorar.

El estudio reveló que LS Invest AG es un grupo con casi 40 años de experiencia que opera complejos turísticos y clínicas de rehabilitación en Alemania, Austria, España y la República Dominicana, asumiendo los papeles de propietario y gestor al mismo tiempo. Entre sus fortalezas, destacan las excelentes ubicaciones de sus establecimientos, la amplia oferta de servicios y la red de contactos que ha podido establecer a lo largo de su trayectoria con clientes, proveedores, organismos públicos, centros formativos y entidades financieras. La

cuota de mercado, ocupación hotelera y reputación según las reseñas en los portales online de referencia llevaron a la conclusión que LS Invest AG ha podido establecer una ventaja competitiva sostenible en el tiempo que le permite mantener una posición estable en sus respectivos mercados. No obstante, también cuenta con debilidades como la antigüedad de sus instalaciones y la falta de habilidades y actitud apropiada del personal, causa frecuente de quejas y menores niveles de satisfacción de los clientes.

El entorno que condiciona los negocios de LS Invest AG ha cambiado recientemente, sobre todo en lo relativo a la economía. Mientras que las operaciones del grupo se mueven dentro de un marco legal claramente definido y en países políticamente estables, aunque con un mayor grado de riesgo atribuible a la República Dominicana, se han visto económicamente afectadas por la pandemia del Covid-19. Debido a las restricciones de movilidad, cierres de fronteras, confinamientos y ordenes de cierres temporales, el sector turístico se encuentra en declive, donde una oferta muy superior a la demanda ha intensificado la competitividad. Asimismo, la pandemia parece haber alterado los hábitos de los consumidores, quienes podrían inclinarse más hacia los sustitutos de la hostelería tradicional como Airbnb, optar por comprar en el último momento o insistir en mejores políticas de cancelación, tendencias que complican los procesos de planificación y presupuestación de LS Invest AG.

En el análisis del balance de situación, se detectó que el grupo se encontró en una fase de crecimiento considerable antes del comienzo de la pandemia, quedando la misma evidente en las cifras del balance del 2018 y 2019; la creciente partida de los activos fijos; y su contraparte en la estructura financiera, una notable ampliación de capital por parte de los accionistas. Se observó que las actividades de inversión se pararon a la vista de la pandemia, por lo que la cifra del balance disminuyó en el 2020 y se contó con niveles exagerados de tesorería ociosa, representativos de ineficiencias. Resultó sorprendente que LS Invest AG no trabaja con el apalancamiento financiero elevado que se considera típico del sector, sino con una autonomía financiera particularmente alta, resultando en un menor riesgo de insolvencia, pero de nuevo en una pérdida de oportunidades.

La cuenta de pérdidas y ganancias mostró que la evolución de los resultados no era coherente con la evolución del balance y los planes de crecimiento del grupo, ya que las ventas disminuyeron no solo en el 2020 a causa de la pandemia sino ya en el 2019. A diferencia del 2018, se obtuvieron pérdidas en los dos años consecutivos, por lo que los accionistas no se

vieron compensados por las inversiones adicionales en activo fijo. Se descubrió que LS Invest AG efectivamente tuvo problemas para controlar sus gastos fijos y reducirlos ante la súbita paralización del negocio por la pandemia, pero también llevó una pésima gestión de los gastos variables, primordialmente de los consumos, implicando un margen bruto cada vez menor. Además, se detectó que los ingresos de LS Invest AG no se correspondían del todo con su actividad ordinaria, sino también con ingresos extraordinarios por enajenaciones, subvenciones y ayudas para mitigar los efectos de la crisis del Covid-19. Por lo tanto, la cuenta de pérdidas y ganancias tuvo que considerarse una representación distorsionada de la realidad, sospecha confirmada por el estado de flujos de caja de efectivo que demostró que LS Invest AG no estuvo generando flujos de caja positivos con su actividad principal en el 2018.

La comparativa con una muestra aleatoria de empresas cotizadas del sector permitió sacar la conclusión que la estructura financiera de LS Invest AG le impidió lograr resultados óptimos en circunstancias normales, debido a los altos niveles de tesorería ociosa y bajos niveles de apalancamiento financiero, pero le benefició en situaciones de crisis por no sufrir un efecto palanca negativo y así aumentar las pérdidas sufridas por los accionistas.

Mientras que la evaluación de las políticas de financiación atestó coherencia entre las fuentes de financiación y las inversiones, resultó curioso que LS Invest AG trabajaba con un periodo medio de maduración financiera extremadamente negativo, fenómeno nada común en el sector e incoherente con los plazos de pago establecidos por la Directiva 2011/7/EU.

A modo de resumen, se identificaron múltiples riesgos que podrían poner en peligro el futuro del grupo, entre ellos los relacionados con la pandemia del Covid-19 como la falta de ingresos e incertidumbre; la rivalidad en el mercado y amenaza de sustitutos como Airbnb; las debilidades del mismo grupo como la antigüedad de las instalaciones y la calidad del servicio; el nivel de apalancamiento financiero y tesorería ociosa; y la pésima gestión de los gastos. Como LS Invest AG parecía haberse quedado paralizado ante la crisis y aplazado todas las inversiones, hubo que añadir a esta lista el riesgo de posibles desinversiones por parte de los accionistas.

Conforme al diagnóstico, se propuso un plan de mejoras muy enfocado a una mejor gestión y por ende reducción de los gastos, objetivo que puede lograrse, entre otras cosas, por medio de las sinergias del grupo, la centralización de puestos directivos y de las compras, la renegociación de contratos existentes y programas de formación y desarrollo interno. Al

mismo tiempo, se recomendó la reanudación de las reformas e inversiones previstas con el fin de no perder cuota de mercado, aumentar la satisfacción de los clientes y volver a generar valor para los accionistas. Para evitar problemas de liquidez ante la continua crisis y la reanudación de las actividades de inversión, se sugirieron la renegociación de la deuda existente y la introducción de prácticas de cash pooling o un banco interno.

Debido al plan de mejoras presentado y de acuerdo con los estados financieros previsionales elaborados para los próximos tres ejercicios, se espera que LS Invest AG vuelva a presentarse como grupo en crecimiento que elimine la tesorería ociosa de su balance, pero siga siendo capaz de cubrir casi la totalidad de sus necesidades operativas de fondos con el fondo de maniobra. Logrará unos flujos de caja positivas y considerables con su actividad operativa a partir del 2022 y devolverá deuda, aunque a un ritmo más lento de lo previsto. Gracias a los mecanismos de control de gastos, alcanzará resultados operativos positivos en todos los años, aunque presentará resultados netos ligeramente negativos en el 2021 y 2022 hasta por fin salir de las pérdidas en el 2023.

Entre las conclusiones clave de este Trabajo Fin de Máster, cabe destacar que una falta de control de gastos puede tener un efecto devastador en los resultados de un grupo, independientemente de los ciclos económicos actuales, mientras que unas pocas medidas correctoras logran mejorar significativamente los resultados. De igual manera, hay que subrayar que un cierto nivel de apalancamiento financiero no es bueno o malo de por sí, sino que puede conducir a mejores o peores resultados en función de factores económicos ajenos al grupo, siempre teniendo en cuenta que el nivel ideal depende de las circunstancias individuales de la empresa.

6. Limitaciones

Cabe destacar que este Trabajo Fin de Máster trató de comparar dos ejercicios en circunstancias económicas ordinarias con el primer año de la pandemia del Covid-19, marcado por una paralización completa (aunque temporal) de los negocios y un estado de emergencia sanitaria sin precedentes. En consecuencia, resultó en ocasiones difícil distinguir las ineficiencias causadas por una mala gestión por parte del grupo de aquellas imputables a circunstancias ajenas al grupo.

Las previsiones de la demanda en los próximos años se basan en opiniones de expertos, pero, al tratarse de una situación sin precedentes, deben de considerarse susceptibles al error humano.

Es importante señalar que los grupos del tamaño de LS Invest AG no suelen cotizar en bolsa, por lo que la comparativa con otros grupos hoteleros cotizados solo debe considerarse la mejor aproximación posible.

7. Referencias bibliográficas

- Aguilar, F. J. (1967). *Scanning the business environment*. New York: Macmillan.
- Baillargeon, Z. (2021). Has COVID-19 made hotels more sustainable? *The Manual*.
<https://www.themanual.com/travel/hotels-sustainability-covid19/>
- Behsudi, A. (2020, diciembre). Ojalá estuvieran aquí. Las economías dependientes del turismo se encuentran entre las más afectadas por la pandemia. *Finanzas & Desarrollo*.
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2020/12/pdf/impact-of-the-pandemic-on-tourism-behsudi.pdf>
- Comisión Europea (s.f.). *The regulation of tourism activity in Europe*.
https://ec.europa.eu/growth/sectors/tourism/business-portal/understanding-legislation/regulation-tourism-activity-europe_es
- Deloitte Financial Advisor, SLU (2020). *Newsletter Sector Hotelero: El Sector Hotelero en tiempos de la Covid-19 (2)*.
<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/es/Documents/financial-advisory/Deloitte-ES-financial-advisory-sector-hoteler-tiempos-covid19.pdf>
- Deloitte Touche Tohmatsu Limited (2020). *Impact of Covid-19 on the hospitality industry. Hospitality taking pro-active financial steps to mitigate impact*.
<https://www2.deloitte.com/nl/nl/pages/consumer/articles/impact-of-covid-19-on-the-hospitality-industry.html>
- DeMicco, F. y Lui, L. (2021, agosto 18). Labor Shortage and Increasing Labor Costs Post-COVID-19: How Future Hospitality Businesses are Going to Thrive? *HospitalityNet*.
<https://www.hospitalitynet.org/opinion/4106002.html>
- eglitis-media (2021). *Países en vías de desarrollo*. <https://www.datosmundial.com/paises-en-desarrollo.php>
- Ernst & Young LLP (2020). Covid-19: what hotel companies should do now and beyond.
https://www.ey.com/en_us/covid-19/covid-19-what-hotel-companies-should-do-now-and-beyond

- Fahey, L. y Narayanan, V.K. (1986). *Macroenvironmental Analysis for Strategic Management*. West Publishing, Minnesota.
- García-Madurga, M.-A., Esteban-Navarro, M.-A. y Morte-Nadal, T. (2021). CoVid Key Figures and New Challenges in the HoReCa Sector: The Way towards a New Supply-Chain. *Sustainability*, 13. doi: 10.3390/su13126884
- James Hepple and Associates VBA (s.f.). *Dominican Republic Hotel Occupancy*. <https://tourismanalytics.com/dominican-republic.html>
- Juárez, F. (2014). Fixed Assets-Infrastructure and Financial Health in Hospitality Industry: A chaotic effect in Emerging Markets. *WSEAS TRANSACTIONS on BUSINESS and ECONOMICS*, 11, 488-495. <http://www.wseas.us/journal/pdf/economics/2014/a545707-232.pdf>
- Kotlyarov, N., Chuyakhina, L. y Terskaya, G. (2018). Tourism as an important tool in the international strategy for sustainable development. En Lumban Gaol, F., Filimonova, N. y Maslennikov, V. (Eds). *Financial and Economic Tools Used in the World Hospitality Industry: Proceedings of the 5th International Conference on Management and Technology in Knowledge, Service, Tourism & Hospitality 2017 (SERVE 2017), 21-22 October 2017 & 30 November 2017, Bali, Indonesia & Moscow, Russia*. (pp. 121-126). CRC Press. <https://books.google.es/books?id=6y1iDwAAQBAJ&dq>
- Liu, C. y Yang, J. (2021). How hotels adjust technology-based strategy to respond to COVID-19 and gain competitive productivity (CP): strategic management process and dynamic capabilities. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 33, 2907-2931. doi: 10.1108/IJCH;-10-2020-1143
- Lopesan Hotel Group (2021). *Sobre LS Invest AG (antes: IFA Hotel & Touristik AG)*. <https://www.lopesan.com/es/corporativa/historia-lsi/>
- LS Invest Aktiengesellschaft (2019). *Memoria Anual 2018*. [https://www.lopesan.com/upload/Memoria Anual 2018.pdf](https://www.lopesan.com/upload/Memoria%20Anual%202018.pdf)
- LS Invest Aktiengesellschaft (2020). *Memoria Anual 2019*. [https://www.lopesan.com/upload/Memoria Anual 2019.pdf](https://www.lopesan.com/upload/Memoria%20Anual%202019.pdf)

- LS Invest Aktiengesellschaft (2021). *Memoria Anual 2020*.
[https://www.lopesan.com/upload/Memoria Anual 2020.pdf](https://www.lopesan.com/upload/Memoria_Anual_2020.pdf)
- Ministerio de Turismo de la República Dominicana (2020). *Marco Legal*.
<https://www.mitur.gob.do/marco-legal/>
- Nettesine, S. & Shumsky, R. (2002). Introduction to the theory and practice of yield management. *INFORMS Transactions on Education*, 3 (1), 34-44.
<https://doi.org/10.1287/ited.3.1.34>
- Neuburger, L. y Egger, R. (2021). Travel risk perception and travel behaviour during the COVID-19 pandemic 2020: a case study of DACH region. *Current Issues in Tourism*, 24:7, 1003-1016. doi: 10.1080/13683500.2020.1803807
- Osztoivits, A., Kőszegi, A., Nagy, B. y Damjanovics, B. (s.f). Sharing or paring? Growth of the sharing economy. <https://www.pwc.com/hu/en/kiadvanyok/assets/pdf/sharing-economy-en.pdf>
- Regader, J. (2020, diciembre 9). Análisis de Airbnb: ¿es una buena empresa dónde invertir? Bolsaexpertos.com. <https://www.bolsaexpertos.com/invertir-enairbnb/#:~:text=Como%20conclusi%C3%B3n%2C%20nuestra%20visi%C3%B3n%20sobre,tengamos%20en%20cartera%20durante%202021>
- Schuckert, M., Liu, X. y Law, R. (2015). Hospitality and Tourism Online Reviews: Recent Trends and Future Directions. *Journal of Travel and Tourism Marketing*, 32, 608-621. doi: 10.1080/10548408.2014.933154
- Singal, M. (2015). How is the hospitality and tourism industry different? An empirical test of some structural characteristics. *International Journal of Hospitality Management*, (47), 116-119. <http://dx.doi.org/10.1016/j.ijhm.2015.03.006>
- Statista Inc. (2020, julio). *Net occupancy rate of bedrooms in hotels and similar accommodation in the European Union in 2019, by country*.
<https://www.statista.com/statistics/617487/hotels-occupancy-rate-of-bedrooms-in-eu-countries/>
- theGlobalEconomy.com (2021). *Indicadores*.
https://es.theglobaleconomy.com/indicators_list.php

- Thomas, M. (2009, julio 16). *What Do the Worldwide Government Indicators Measure?* *European Journal of Development Research*, (22), 31-54. doi:10.1057/ejdr.2009.32
- Toubes, D.R., Araújo Vila, N. y Fraiz Brea, J.A. (2021). Changes in Consumption Patterns and Tourist Promotion after the COVID-19 Pandemic. *Journal of Theoretical and Applied Electronic Commerce Research*, 16, 1332-1352. doi: 10.3390/jtaer16050075
- TradingView Inc. (2021). *Mercados. Acciones en Alemania.*
<https://es.tradingview.com/markets/>
- TripAdvisor Inc. (2021). *Hoteles.* <https://www.tripadvisor.es/Hotels>
- Val Palao, D. (2019, enero 22). La sostenibilidad en el sector hotelero no es una moda pasajera. TecnoHotel. <https://tecnohotelnews.com/2019/01/22/sostenibilidad-sector-hotelero-desayuno/>

8. Anexos

Anexo A. Consumo 2018 y 2019

9. Consumo

| | 2019 m€ | 2018 m€ |
|---|---------------|---------------|
| Comidas | 8.810 | 7.706 |
| Energía y agua | 7.926 | 5.129 |
| Material de consumo | 1.973 | 1.539 |
| Bebidas | 1.954 | 1.418 |
| Gastos por compra de mercancía | 20.663 | 15.792 |
| Mantenimiento/ Reparaciones/ Reposición/ Conservación | 6.880 | 5.116 |
| Limpieza | 1.041 | 1.110 |
| Lavado de ropa | 921 | 1.000 |
| Entretenimiento de clientes | 737 | 527 |
| Gastos de canalización | 486 | 503 |
| Anticipos de gastos de viajes grupos | 456 | 365 |
| Overbooking | 430 | 56 |
| Teléfono/Internet/Franqueo | 339 | 85 |
| Impuesto turístico municipal clientes | 331 | 318 |
| Alquiler de viviendas | 315 | 284 |
| Seguridad | 287 | 224 |
| Recogida de basura | 262 | 266 |
| Servicios médicos | 244 | 323 |
| Radio/TV | 205 | 191 |
| Otros | 637 | 724 |
| Gastos por servicios adquiridos | 13.571 | 11.092 |
| | 34.234 | 26.884 |

Fuente: LS Invest Aktiengesellschaft, 2020

Anexo B. Consumo 2019 y 2020

9. Consumo

| | 2020 T€ | 2019 T€ |
|---|---------------|---------------|
| Comidas | 4.413 | 8.810 |
| Energía y agua | 4.931 | 7.926 |
| Material de consumo | 1.295 | 1.973 |
| Bebidas | 1.090 | 1.954 |
| Gastos por compra de mercancía | 11.729 | 20.663 |
| Mantenimiento/ Reparaciones/ Reposición/ Conservación | 8.124 | 6.880 |
| Limpieza | 557 | 1.041 |
| Lavado de ropa | 550 | 921 |
| Gastos de canalización | 414 | 486 |
| Servicios de seguridad | 413 | 287 |
| Overbooking | 262 | 430 |
| Impuesto turístico municipal clientes | 248 | 331 |
| Recogida de basura | 223 | 262 |
| Alquiler de viviendas | 203 | 315 |
| Anticipos de gastos de viajes grupos | 201 | 456 |
| Radio/TV/Sociedad de autores | 167 | 205 |
| Entretenimiento de clientes | 139 | 737 |
| Servicios médicos | 79 | 244 |
| Teléfono/Internet/Franqueo | 43 | 339 |
| Otros | 995 | 637 |
| Gastos por servicios recibidos | 12.618 | 13.571 |
| | 24.347 | 34.234 |

Fuente: LS Invest Aktiengesellschaft, 2021

Anexo C. Gastos de personal 2018 y 2019

10. Gastos de Personal

| | 2019 m€ | 2018 m€ |
|------------------------------|---------------|---------------|
| Sueldos y salarios | | |
| Sueldos y salarios | 24.166 | 23.260 |
| Otras prestaciones | 675 | 726 |
| | 24.841 | 23.986 |
| Gastos sociales | | |
| Gastos sociales obligatorios | 4.904 | 5.077 |
| Mutua | 218 | 208 |
| Gastos de pensiones | 265 | 136 |
| | 5.387 | 5.421 |
| | 30.228 | 29.407 |

Fuente: LS Invest Aktiengesellschaft, 2020

Anexo D. Gastos de personal 2019 y 2020

10. Gastos de personal

| | 2020 T€ | 2019 T€ |
|--|---------------|---------------|
| Sueldos y salarios | | |
| Sueldos y salarios | 17.833 | 24.166 |
| Otras prestaciones | 960 | 675 |
| Subsidio ERTE COVID-19 | -1.451 | 0 |
| | 17.342 | 24.841 |
| Gastos sociales | | |
| Gastos sociales obligatorios | 4.644 | 4.904 |
| Mutua | 175 | 218 |
| Gastos de pensiones | 183 | 265 |
| Subvenciones Seguridad Social COVID-19 | -815 | 0 |
| | 4.187 | 5.387 |
| | 21.529 | 30.228 |

Fuente: LS Invest Aktiengesellschaft, 2021

Anexo E. Otros gastos de explotación 2018 y 2019

12. Otros gastos de explotación

| | 2019 | 2018 |
|--|---------------|---------------|
| | m€ | m€ |
| Reparto de gastos de empresas del grupo | 3.496 | 4.492 |
| Gastos complementarios de personal | 997 | 614 |
| Gastos jurídicos y de asesoramiento | 2.581 | 2.618 |
| Seguros | 1.858 | 424 |
| Gastos de auditoría | 513 | 610 |
| Material de oficina/libros | 300 | 177 |
| Teléfono/Internet/Franqueo | 278 | 290 |
| Junta General/Asamblea General | 262 | 248 |
| Gastos de viaje | 249 | 180 |
| Alquileres y gastos complementarios | 185 | 137 |
| Alquiler de maquinaria/Leasing | 184 | 307 |
| Cuotas/Tasas | 143 | 168 |
| Gastos bancarios | 111 | 176 |
| Gastos Consejo de Vigilancia | 107 | 122 |
| Gastos de vehículos | 107 | 89 |
| Otros Gastos administrativos | 751 | 560 |
| Gastos administrativos | 7.629 | 6.106 |
| Anuncios/Catálogos | 39 | 133 |
| Otros gastos publicitarios | 1.226 | 996 |
| Gastos comerciales | 1.265 | 1.129 |
| Diferencias cambio de divisas | 8.380 | 71 |
| Gastos por derechos | 645 | 276 |
| Gastos por bajas de inmovilizado | 632 | 228 |
| Gastos por garantías | 0 | 2.310 |
| Diversos | 177 | 148 |
| Otros | 9.834 | 3.033 |
| | 23.221 | 15.374 |

Fuente: LS Invest Aktiengesellschaft, 2020

Anexo F. Otros gastos de explotación 2019 y 2020

12. Otros gastos de explotación

| | 2020 | 2019 |
|--|---------------|---------------|
| | T€ | T€ |
| Reparto de gastos de empresas del grupo | 2.650 | 3.496 |
| Gastos complementarios de personal | 882 | 997 |
| Seguros | 2.642 | 1.858 |
| Gastos jurídicos y de asesoramiento | 2.026 | 2.581 |
| Gastos de auditoría | 550 | 513 |
| Teléfono/Internet/Franqueo | 364 | 278 |
| Junta General/Asamblea General | 205 | 262 |
| Alquiler de maquinaria/Leasing | 198 | 184 |
| Cuotas/Tasas | 149 | 143 |
| Material de oficina/libros | 130 | 300 |
| Alquileres y gastos complementarios | 114 | 185 |
| Gastos Consejo de Vigilancia | 99 | 107 |
| Gastos bancarios | 84 | 111 |
| Gastos de vehículos | 81 | 107 |
| Gastos de viaje | 64 | 249 |
| Otros gastos administrativos | 265 | 751 |
| Gastos administrativos | 6.971 | 7.629 |
| Anuncios/catálogos | 29 | 39 |
| Otros gastos publicitarios | 1.179 | 1.226 |
| Gastos comerciales | 1.208 | 1.265 |
| Gastos por derechos | 385 | 645 |
| Gastos por bajas de inmovilizado | 206 | 632 |
| Diferencias cambio de divisas | 0 | 8.380 |
| Diversos | 271 | 177 |
| Otros | 862 | 9.834 |
| | 12.573 | 23.221 |

Fuente: LS Invest Aktiengesellschaft, 2021

Anexo G. Capacidades y número de empleados

| Consorcio, inclusive empresas en management | | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Hoteles/Edificios de apartamentos (31.12.) | Número | 14 | 13 | 10 | 9 | 9 | 9 |
| Clínicas (31.12.)* | | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| Habitaciones / Apartamentos (31.12.)** | Número | 4.383 | 3.973 | 3.463 | 2.025 | 3.067 | 3.067 |
| Media anual de empleados*** | Número | 2.036 | 2.086 | 1.674 | 1.252 | 1.719 | 1.387 |

Fuente: LS Invest Aktiengesellschaft, 2021

Anexo H. Previsión vencimiento deuda financiera antes de las propuestas de mejora

| T€ | Valor contable | Vencimiento | | | | | | |
|----------------------|----------------|-------------|--------|--------|--------|--------|------------------------------|---------------------|
| | | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025/ posterior a 2024 | posterior a 2025 |
| al 31.12.2020 | | | | | | | | |
| Deudas financieras | 144.346 | n/a | 27.160 | 32.839 | 37.059 | 13.045 | 13.045 | 21.198 |

Fuente: LS Invest Aktiengesellschaft, 2021