



Viabilidad financiera del sector turístico

Paula Barroso Trujillo*, **Miguel José Cambre Hernández**
y Adrián Díaz Luque

Escuela Universitaria de Turismo Iriarte

*barrosotrujilopaula@gmail.com

Resumen

El presente trabajo se ha realizado con el fin de conocer, analizar y comparar la situación económica tras la COVID-19 de las principales empresas relevantes dentro de distintos sectores, tanto de empresas turísticas como aquellas no turísticas. Para ello se ha recurrido a los listados de empresas de STOXX® Global 3000 Travel & Leisure y STOXX® All Europe 100. Con el fin de observar la evolución de dichas empresas a lo largo de los últimos años, se ha establecido una línea temporal que comprende los años 2019 y 2020, con el objeto de diagnosticar los posibles cambios que se han producido dentro de las empresas en relación con ciertos indicadores financieros de dominio público.

Palabras clave: *Market to book ratio, COVID-19.*

JEL Codes: G1, L83.

Abstract

This work has been conducted in order to know, analyze, and compare the economic situation after COVID-19 of the main relevant companies within different sectors, both tourism companies and non-tourism companies. For this, the lists of companies from STOXX® Global 3000 Travel & Leisure and STOXX® All Europe 100 have been used. In order to observe the evolution of these companies over the last few years, a timeline has been established, which covers the years 2019 and 2020, in order to diagnose the possible changes that have occurred within the companies in relation to certain financial indicators which are publicly available.

Key words: *Market to book ratio, COVID-19.*

1. Introducción

El presente trabajo se ha realizado con el fin de conocer, analizar y comparar la situación económica tras la COVID-19 de las principales empresas relevantes dentro de distintos sectores, tanto de empresas turísticas como aquellas no turísticas. Para ello hemos recurrido a los listados de empresas de *STOXX® Global 3000 Travel & Leisure* y *STOXX® All Europe 100*. Con el fin de observar la evolución de dichas empresas a lo largo de los últimos años, se ha establecido una línea temporal que comprende los años 2019 y 2020, con el objeto de diagnosticar los posibles cambios que se han producido dentro de las empresas en relación con ciertos indicadores financieros de dominio público. También se explorarán algunos aspectos como la comparación entre el turismo y otras industrias y la posible evolución diferenciada dependiendo de en qué país se encuentra radicada la empresa.

2. Marco teórico

Debido a la crisis actual ocasionada por la pandemia de la COVID-19, la mayoría de las empresas se han visto afectadas económicamente: largos periodos en cierre y la obtención del mínimo beneficio han llevado a un desequilibrio en la economía mundial, dato que podemos observar gracias al indicador “*Market-to-Book ratio*”. El indicador *Market-to-Book* también denominado por otros autores ratio P/B, PB o P/BV, es la relación entre el valor del mercado y el valor contable. Se utiliza para determinar el valor de mercado actual de una empresa en relación con su valor contable.

El valor de mercado es el precio actual de todas las acciones en circulación, es decir, el valor que el mercado cree que tiene la empresa, lo que los posibles compradores están dispuestos a pagar por las acciones en ese momento determinado. Es conocido que el valor de mercado o bursátil en ocasiones evoluciona de un modo extraño respecto de la economía real (BBC News, 2021). El valor contable es la cantidad que quedaría si la empresa liquidara todos sus activos y pagara sus pasivos, es decir, el valor que tendría la empresa si vendiese todos sus bienes y pagase sus deudas. El valor contable es igual a los activos netos de la empresa, dato que se obtiene de su balance de situación realizado anualmente. En otras palabras, la relación se utiliza para comparar los activos netos de una empresa que están disponibles en relación con el precio de venta de sus acciones. Los inversores utilizan el indicador *Market-to-Book ratio* para observar el valor de mercado de una acción en concreto. Se utiliza tanto para conocer el valor de compañías de seguros como de empresas inmobiliarias o financieras; en cambio no se puede aprovechar para aquellas empresas cuyos activos esenciales sean intangibles. De esta forma, las empresas observan cuánto pagan los inversores por cada dólar en activos netos. El *Market-to-Book* y la rentabilidad financiera tienen un importante papel en las decisiones de las empresas de financiación. Se sabe que las empresas con mayor ratio mercado/valor contable o rentabilidad obtienen ratios más bajas de apalancamiento. En el caso de recurrir al financiamiento externo las que hayan tenido un ratio más elevado de mercado/valor contable se dedicarán a emitir acciones, mientras que por otra parte las que tengan una mayor rentabilidad se verán obligadas a la emisión de deudas. Estos dos factores han servido siempre como ejemplo de debate para determinar su interpretación económica, dicha controversia existe gracias a que convergen dos escuelas de pensamiento que pueden explicarlos. La primera trata de la teoría de la compensación, según la cual las empresas con relación mercado/valor contable más altas suelen tener considerables probabilidades de crecimiento y su intención se reduce a mantener relaciones de apalancamiento objetivo más bajas para lidiar con el problema de la subinversión cuando puedan surgir futuras oportunidades. Por lo que, cuando se dan cuenta de una oportunidad de inversión y rebajan la ratio de apalancamiento, se dedicarán a

emitir acciones. A parte, los costos de transacción como consecuencia llevarán a las empresas con mayor rentabilidad a acumular pasivamente sus fondos internos, momento en el que podemos decir que se encuentran sub-apalancadas, cosa que explica la relación negativa entre rentabilidad y ratios de apalancamiento. Cuando una empresa recurre al financiamiento externo, según esta escuela de pensamiento, tiene mayor probabilidad de emitir deuda esforzándose para poder avanzar hacia sus índices objetivos. La segunda escuela, recibe el nombre de teoría del financiamiento externo costoso, a su vez se divide en teoría del orden jerárquico y la hipótesis de la sincronización del mercado. La teoría admite que, como consecuencia de la información asimétrica, los costos de financiamiento externo son más altos que los internos y los relativos son una parte importante a considerar en las decisiones de financiamiento corporativas. La característica común entre esta teoría y la hipótesis es su énfasis en el papel que desarrollan los costos de financiamiento externo en las decisiones sobre la estructura de capital. La relación *Market-to-Book* / rentabilidad ha sido la principal fuente de la cual la costosa teoría de la financiación externa se inspira para poder interpretar las decisiones de estructura de capital.

Esta visión ha supuesto la base principal para formar un argumento formal de la hipótesis de sincronización de mercado, esta hipótesis muestra que la fuerza que impulsa los coeficientes de apalancamiento es la valoración que obtenemos del mercado de las acciones. No se aplican contramedidas para compensar los cambios en estos coeficientes derivados de variaciones en las valoraciones de mercado, incluso cuando se recurre al financiamiento externo las empresas cuyas valoraciones son más favorables tienen mayores probabilidades de emitir acciones, acción que las desvía aún más sus coeficientes. Esta evidencia anterior es consistente gracias a la noción de que las empresas se preocupan más por sus costos de financiamiento externo que por sus índices de apalancamiento objetivos, a su vez las empresas con mayor rentabilidad conscientemente prefieren fondos internos antes que externos evitando así los costos de financiamiento externo, como consecuencia generando una relación negativa entre rentabilidad y coeficiente de apalancamiento. El papel significativo de la rentabilidad es argumentado como la evidencia más sólida que apoya la teoría del costoso financiamiento externo.

Basándonos en la teoría del financiamiento externo costoso, la COVID-19 ha forzado a las empresas que cotizan en Bolsa a experimentar una caída notable de precios, lo cual resulta en malas noticias para aquellas personas que hayan invertido en ellas. De esta forma, recibirán ganancias pequeñas o incluso negativas. La pandemia de la COVID-19, la cual se ha mantenido durante un largo periodo, probablemente resulte en un colapso financiero global como ya se puede observar en varios países, donde los precios de las acciones no han terminado de caer. El constante aumento del número de casos positivos en todo el mundo tuvo un impacto negativo en el mercado de valores, de forma que el inestable progreso de los países de manera simultánea ha resultado en una disminuyente obtención de ganancias. Como ya se ha observado y comentado, la COVID-19 ha tenido un impacto negativo en la rentabilidad de las acciones. Esto se debe a la incertidumbre empresarial que se muestra en una disminución en el desempeño de la empresa, la cual podemos ver en la disminución de los precios de las acciones. El aumento se confirmó como positivo y los pacientes que fallecieron fueron una señal negativa para la rentabilidad de las acciones, a pesar de que el aumento de la tasa de recuperación no tuvo un impacto significativo en la rentabilidad del mercado. Esto sucedió porque los accionistas prefirieron retirar su dinero e invertir en activos que tenían menor probabilidad de verse afectados por la pandemia. Por lo tanto, se puede deducir que para aumentar de nuevo la rentabilidad de dichas acciones, las autoridades y la población juegan un papel importante para detener la tasa de contagios y mortalidad por COVID-19.

2.1 Interpretación de la relación entre el valor de mercado y el valor contable:

El ratio *Market-to-Book* ya mencionado anteriormente (*Corporate Finance Institute*, 2019) relaciona aspectos contables con bursátiles, ya que el denominador está formado por el valor contable de una empresa y en el numerador se encuentra el precio al que cotiza la acción de una empresa, siendo esta la fórmula para calcular el indicador del *Market-to-Book*:

$$\text{Market to book} = \frac{\text{Precio de cotización de las acciones de la empresa}}{\text{Valor contable de la empresa}}$$

Si el resultado del indicador es bajo, inferior a 1, esto se traduce en que la empresa está infravalorada, es decir, la acción cotiza por debajo del valor contable. En otras palabras, se paga menos de lo que realmente vale la acción si se liquidara la compañía, por lo que la rentabilidad media de las acciones negociadas aumentará si se normaliza el negocio. Esto se traduce en un buen momento para comprar acciones debido a que la acción vale menos que su valor real, siendo a su vez un mal momento para vender porque esos vendedores perderían dinero al haber comprado por un precio superior. Una proporción baja también podría indicar que algo anda mal en la empresa. Esta relación también puede dar la impresión de que se está pagando demasiado por lo que quedaría si la empresa quebrase, dado que no siempre al liquidar una empresa se logra obtener el valor contable. En ocasiones el valor en liquidación es menor, las deudas son mayores de lo registrado en el pasivo, y al tratar de vender rápido los activos tampoco se obtiene su valor en libros íntegramente.

Por otro lado, si el resultado es alto, mayor que 1, significa que la empresa está sobrevalorada, es decir, la acción cotiza por encima del valor contable, lo que conlleva a que se pague más de lo que realmente vale, haciendo que la rentabilidad media de las acciones negociadas descienda, con lo que se recomienda vender dichas acciones si se poseen en la cartera o no comprarlas porque su precio será elevado. Esto sería una visión pesimista de la compañía. Otra consideración es que los analistas del mercado son capaces de percibir aspectos positivos de la empresa, su liderazgo o prestigio en el mercado, o su potencial crecimiento futuro, aspectos que la contabilidad clásica no es capaz de reflejar en los libros, y por eso esperan rentabilidades futuras positivas que justifican que se pague más por las acciones desde el presente.

2.2 Fiabilidad del ratio

El ratio *Market-to-Book* se considerará significativo o no en función de las normas y principios contables que se apliquen, ya que el denominador está formado por el valor contable y en el numerador se encuentra el precio al que cotiza la acción de la empresa. Además, su interpretación, como la de otras variables bursátiles, puede diferir en tiempos de crisis (Li *et al.*, 2021, Nurcahyono *et al.*, 2021, Varaiya 1987). Si tanto las normas contables como el funcionamiento de los mercados financieros muestran la realidad de las empresas, se deducirá que el ratio es eficaz, aunque en caso contrario pueden no mostrar la situación real. Los activos, la deuda y el patrimonio que posee una empresa se ven reflejados en el valor contable, sin embargo, aquellas empresas en las que su deuda sea más alta que el activo o que posean una serie de pérdidas, el patrimonio neto puede alcanzar valores negativos, así que en consecuencia el ratio *Market-to-Book* puede flaquear como buen indicador en ese sentido. Se consideraría fiable cuando las empresas tuvieran en balance activos tangibles aptos para su venta, debido a que el ratio no contempla ciertos activos intangibles

como los datos, el valor de marca de dicha empresa, así como la propiedad intelectual (Choi *et al.*, 2000). Es mejor comparar relaciones entre el valor de mercado y el valor contable entre empresas de la misma industria, por ello se ha elegido analizar empresas del mismo sector como por ejemplo el sector ocio y turismo, además de las de mayor valor de entre las cotizadas en Europa, dado que dichas empresas han sufrido la pandemia con mayor rigor y pueden haber tenido más distorsiones en bolsa (Maneenop y Kotcharin 2020).

3. Metodología

En este apartado se muestran los pasos previos utilizados para llevar a cabo la investigación, para eso se han seleccionado 200 empresas a través de las páginas web de *Stoxx 3000 Travel & Leisure* y *Stoxx All Europe 100*; se han recopilado los distintos valores de las empresas a través de la página web Reuters, fragmentándose en 3 aspectos, siendo estos: *Valuation*, *Financial Strengths y Management Effectiveness*. En estos aspectos se encontraban factores como *Price to Sales (Annual)*, *Price to Book (Annual)*, *Free Cash Flow (Annual)*, *Current Dividend Yield*, *Asset Turnover (Annual)*, *Return On Assets (Annual)* entre muchos otros. Con todo ello se ha creado una tabla de Microsoft Excel. Seguidamente se ha recopilado toda la información anterior además de los países y el sector económico de cada empresa y clasificado estas categorías con un sistema numérico binario (*dummy*) para facilitar la interpretación del programa EViews Student Version 11. Paso seguido se han analizado estos datos buscando una relación entre dos variables de distinto aspecto de entre los tres mencionados con anterioridad, por ejemplo, *Prices To Sales*, que pertenece al sector de *Valuation*, y *Free Cash Flow* que pertenece a *Financial Strength*, siendo la ecuación de la siguiente manera: “*PRICES_TO_SALES_TTM C FREE_CASH_FLOW_ANNUAL*”

La relación que se pretendía encontrar era que las dos variables presentasen una probabilidad igual o menor a 0,05 para así tener una buena fiabilidad según la significatividad estadística individual de cada variable. Posteriormente se realiza el mismo procedimiento añadiendo a las ecuaciones que previamente resultaban válidas, una tercera variable del sector que no se había utilizado en la etapa anterior, teniendo en cuenta que la probabilidad fuese de nuevo inferior a 0,05 en cada coeficiente de cada una de las variables que quedarán incluidas. Esto redujo las posibilidades de encontrar ecuaciones válidas, ya que hubo que probar con todas las variables posibles, teniendo en cuenta que hay una media de 18 variables por aspecto. Tras esta laboriosa tarea fue posible obtener los siguientes modelos*:

- EQ01: “*RETURN ON INVESTMENT (ANNUAL) TOTAL DEBT/TOTAL EQUITY (ANNUAL) PRICE TO BOOK (ANNUAL)*”
- EQ02: “*RETURN ON INVESTMENT (ANNUAL) TOTAL DEBT/TOTAL EQUITY (ANNUAL) PRICE TO BOOK (QUARTERLY)*”
- EQ03: “*P/E EXCL. EXTRA ITEMS (TTM) CURRENT RATIO (ANNUAL)RETURN ON EQUITY (TTM)*”
- EQ04: “*P/E EXCL. EXTRA ITEMS (TTM) CURRENT RATIO (ANNUAL)RETURN ON ASSETS (ANNUAL)*”

*Como se puede observar se han enumerado las anteriores ecuaciones para una más fácil clasificación.

Acto seguido se dividen los datos de cada ecuación en dos grupos: en el primero las empresas turísticas que serían los primeros 95 casos, y el segundo las empresas no turísticas que serían los 99 casos restantes.

Para finalizar la investigación se añade a cada ecuación un país de los 24 que constaban, siendo necesaria una relación de probabilidad apta para obtener las ecuaciones finales con las que se

concluye:

- EQ01: Dinamarca y Estados Unidos
- EQ02: Dinamarca, Estados Unidos y Hong Kong
- EQ03: Estados Unidos
- EQ04: Estados Unidos

4. Resultados

Con objeto de llevar a cabo un primer análisis exploratorio, cabe resaltar los principales aspectos técnicos que presentan los modelos seleccionados, reseñados en el apartado anterior. En primer lugar, la significatividad individual de cada una de las variables introducidas, mediante la prueba *t-Student*, con probabilidad inferior a 0.05. En segundo lugar, la significatividad global de los modelos, con probabilidad también inferior a 0.05 en base a la prueba *F-Snedecor*. Por último, el R^2 de ajuste muestral, que proporciona una idea del grado de ajuste de los modelos estimados a los datos reales utilizados, que oscila entre un 10 y un 46% dependiendo de los modelos observados.

El análisis de los modelos arroja algunas relaciones interesantes. En primer lugar, como refleja la Tabla 1, existe una relación positiva y significativa entre rentabilidad y ratio MB. Esta relación indica que los inversores perciben como buena señal la rentabilidad presente, y auguran que se mantendrá o aumentará en el futuro, por lo que de ese modo apuestan por las acciones de esas compañías, o cuanto menos las usan como refugio vendiendo las acciones de otras empresas menos rentables. El nivel de endeudamiento también está relacionado, en esta ocasión negativamente con la rentabilidad. La relación se mantiene para todo el grupo de empresas, tanto turísticas como no turísticas, y se confirma en particular para las empresas estadounidenses, danesas y de Hong Kong.

Dependent Variable: RETURN_ON_INVESTMENT__AN
 Method: Least Squares
 Date: 04/17/21 Time: 11:15
 Sample (adjusted): 1 194
 Included observations: 158 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.934082	0.885906	4.440741	0.0000
TOTAL_DEBT_TOTAL_EQUITY_	-0.023175	0.002979	-7.778938	0.0000
PRICE_TO_BOOK__ANNUAL_	0.702927	0.099229	7.083890	0.0000
US	-11.34207	1.864059	-6.084610	0.0000
R-squared	0.413852	Mean dependent var		1.479810
Adjusted R-squared	0.402433	S.D. dependent var		11.63874
S.E. of regression	8.997032	Akaike info criterion		7.256657
Sum squared resid	12465.77	Schwarz criterion		7.334191
Log likelihood	-569.2759	Hannan-Quinn criter.		7.288145
F-statistic	36.24404	Durbin-Watson stat		1.889167
Prob(F-statistic)	0.000000			

Tabla 1. Relación positiva y significativa entre rentabilidad y valoración.

Si se realiza el análisis diferenciando entre empresas turísticas y no turísticas, como reflejan los modelos integrados en la Tabla 2, vemos que esta relación entre rentabilidad, valoración y

endeudamiento es más potente en el grupo de empresas no turísticas, dado que el R2 del modelo es más alto, el modelo es por tanto más preciso en ese grupo de compañías.

Dependent Variable: RETURN_ON_INVESTMENT__AN
 Method: Least Squares
 Date: 04/17/21 Time: 10:45
 Sample (adjusted): 100 194
 Included observations: 79 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.210290	1.536699	2.089081	0.0400
TOTAL_DEBT_TOTAL_EQUITY_	-0.044990	0.011271	-3.991818	0.0001
PRICE_TO_BOOK__QUARTERLY	1.708615	0.224040	7.626370	0.0000
R-squared	0.464573	Mean dependent var		6.543038
Adjusted R-squared	0.450483	S.D. dependent var		9.600936
S.E. of regression	7.117116	Akaike info criterion		6.800117
Sum squared resid	3849.654	Schwarz criterion		6.890096
Log likelihood	-265.6046	Hannan-Quinn criter.		6.836165
F-statistic	32.97145	Durbin-Watson stat		2.137534
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: RETURN_ON_INVESTMENT__AN
 Method: Least Squares
 Date: 04/17/21 Time: 10:43
 Sample: 1 99
 Included observations: 79

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.988724	1.382003	-1.439016	0.1543
TOTAL_DEBT_TOTAL_EQUITY_	-0.016870	0.003621	-4.659598	0.0000
PRICE_TO_BOOK__ANNUAL_	0.427279	0.118779	3.597264	0.0006
R-squared	0.223756	Mean dependent var		-3.583418
Adjusted R-squared	0.203329	S.D. dependent var		11.33796
S.E. of regression	10.11986	Akaike info criterion		7.504112
Sum squared resid	7783.283	Schwarz criterion		7.594091
Log likelihood	-293.4124	Hannan-Quinn criter.		7.540160
F-statistic	10.95370	Durbin-Watson stat		1.918625
Prob(F-statistic)	0.000066			

Tabla 2. Diferenciando entre empresas turísticas y no turísticas.

Por tanto, es posible, en este análisis exploratorio, al menos inferir que en tiempos de crisis sin precedentes como la relacionada con la pandemia, los inversores están apostando por compañías que mantienen su rentabilidad presente y que no se endeudan en exceso, y que esta actitud es coherente tanto en el sector turístico como con más fuerza en el resto de sectores, además de registrarse en diferentes países de modo similar.

Se agregan al presente trabajo unos anexos con toda una explotación estadística completa quedando así para futuras líneas de investigación hacer un trabajo con mayor profundidad.

5. Conclusiones

El objetivo de este trabajo ha sido el de conseguir una respuesta a la pregunta de cuánto y cómo ha afectado la pandemia de la COVID-19 a las empresas seleccionadas teniendo en cuenta a qué sector empresarial pertenecen, sus parámetros económicos, *Market-to-Book* (o ratio mercado/valor contable) y rentabilidad financiera. A pesar de las limitaciones propias de un trabajo de este tipo, ha sido posible comprobar que la información financiera sigue siendo útil para evaluar el comportamiento de los inversores y conocer qué interpretación hacen sobre la situación de las

compañías. Ha sido posible igualmente comprobar que los inversores suelen coincidir con esos análisis a pesar de estar las empresas radicadas en diferentes países.

En principio por el momento tan especial que se está viviendo en diferentes sectores y en particular en el turismo, es posible incluso que las cifras contables no sean totalmente fiables a pesar de estar auditadas, y será seguramente necesario en el futuro realizar estudios longitudinales para conocer el efecto a medio y largo plazo de estos fenómenos.

6. Bibliografía

BBC News Mundo. (2021, 4 enero). Coronavirus: por qué las bolsas del mundo llegaron a niveles récord en 2020 mientras la economía global se hundía. <https://www.bbc.com/mundo/noticias-55536375>

Choi, W. W., Kwon, S. S., & Lobo, G. J. (2000). Market valuation of intangible assets. *Journal of Business Research*, 49(1), 35-45.

Corporate Finance Institute ®. (2019). Market to Book Ratio. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/Market-to-Book-ratio-price-book/#:%7E:text=The%20Market%20to%20Book%20ratio%20>

Homepage | Reuters. (s. f.). <https://www.reuters.com/>

Li, X., Feng, H., Zhao, S., & Carter, D. A. (2021). The effect of revenue diversification on bank profitability and risk during the COVID-19 pandemic. *Finance Research Letters*, 101957.

Maneenop, S., & Kotcharin, S. (2020). The impacts of COVID-19 on the global airline industry: An event study approach. *Journal of air transport management*, 89, 101920.

Nurchayono, N., Hanum, A. N., Sukesti, F., (2021). The COVID-19 Outbreak and Stock Market Return: Evidence From Indonesia. *Jurnal Dinamika Akuntansi dan Bisnis*. <http://jurnal.unsyiah.ac.id/JDAB/article/view/18934>

Stoxx.com (2021) <http://www.stoxx.com>

Varaiya, N., Kerin, R. A., & Weeks, D. (1987). The relationship between growth, profitability, and firm value. *Strategic Management Journal*, 8(5), 487-497.

7. Anexos

- [Anexo 1](#): capturas de pantalla con los modelos econométricos obtenidos.
- [Anexo 2](#): Tabla de Excel de elaboración propia con datos de dominio público recopilados.