



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

INTERNATIONAL AIRLINES GROUP (IAG): CREACIÓN DE VALOR EN EL PROCESO DE FUSIÓN Y VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA

Autor: Gonzalo Artaza Guerrero

Director: Álvaro Caballo Trébol

Madrid
Abril, 2018

Gonzalo
Artaza
Guerrero

**INTERNATIONAL AIRLINES GROUP (IAG): CREACIÓN DE VALOR EN EL PROCESO DE
FUSIÓN Y VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA**



RESUMEN

En el siguiente trabajo de investigación se lleva a cabo un análisis sobre la fusión de Iberia y British Airways. En primer lugar, se lleva a cabo una profunda contextualización de ambas aerolíneas, analizando el origen y desarrollo de las mismas, además de conocer en qué situación se encontraban en el momento previo a la fusión. También se centra en profundizar acerca del sector del transporte aéreo, tanto a nivel nacional como a nivel internacional, recalcando el papel fundamental de éste en el desarrollo económico de un país. Posteriormente, se estudiará con detalle el proceso de la fusión entre ambas aerolíneas, determinando los motivos que condujeron a la ejecución de la misma, además de analizar los resultados tras la fusión y determinar si ha existido una creación de valor para el accionista. Más adelante se llevará a cabo una valoración de la compañía, pero con alguna peculiaridad, y es que, al emplear el método de descuento de flujos de cajas, no se pronosticarán flujos de caja futuros, sino que se acudirá a los flujos de caja efectivamente alcanzados desde el año 2011, año de la fusión, hasta el año 2017. También se comentará la problemática de los métodos de valoración, y se cerrará con unas conclusiones.

Palabras clave: Iberia, British Airways, sector aéreo, fusión, valoración, creación de valor, sinergia, flujo de caja.

ABSTRACT

In the following investigation project, we will develop an analysis about the British Airways and Iberia merger. We will carry out a deep contextualization of both airlines, analysing its origins and development, as well as getting to know the situation of each of them prior to the merger. We will also focus on a deep overview of the air transport sector, nationally and internationally, doing emphasis in its key role in the economic development of a country. In addition, we will study in detail de merger process, mentioning the reasons that led to the execution of the transaction and analysing the results after the merger by determining if there has been a creation of value for the shareholder. Lastly, a valuation process will be carried out through the Discounted Cash Flows method, but with a peculiarity, and that is that we will not be predicting future cash flows. Instead, we will use the existing cash flows already performed from 2011, the year of the merger, and 2017. The problems of valuation methodology will also be discussed, and finally we will close with conclusions about the project.

Key words: Iberia, British Airways, air transport sector, merger, valuation, value creation, synergy, cash flow.

INDICE DE CONTENIDO

1. INTRODUCCIÓN.....	1
1.1. Propósito.....	1
1.2. Justificación.....	2
1.3. Objetivos.....	3
1.4. Metodología.....	4
1.5. Estructura	6
2. CONTEXTUALIZACIÓN	7
2.1. Iberia.....	7
2.1.1. Origen y desarrollo	7
2.1.2. Situación en el momento de la fusión.....	9
2.2. British Airways	10
2.2.1. Origen y desarrollo	10
2.2.2. Situación en el momento de la fusión.....	12
2.3. Sector del transporte aéreo.....	14
2.3.1. España.....	14
2.3.2. Reino Unido.....	15
2.3.3. Europa.....	16
2.3.4. Mundial.....	16
3. INTERNATIONAL AIRLINES GROUP, IAG	18
3.1. ¿Qué es una fusión?.....	18
3.2. Motivos de la fusión de IAG	20
3.3. Detalles en el proceso de fusión de IAG.....	22
3.4. Resultado tras la fusión.....	23
3.5. Creación de valor en la fusión de IAG.....	25
4. VALORACIÓN DE IAG	30
4.1. Descuento de flujos de caja -DCF-.....	31
4.1.1. Flujos de caja libre	32
4.1.2. WACC	33
4.1.3. Valoración con WACC (1) Teórico.....	39
4.1.4. Valoración con WACC (2) Real.....	41
4.2. Método de compañías comparables	43
5. CONCLUSIONES DEL TRABAJO DE INVESTIGACIÓN	45
6. BIBLIOGRAFÍA.....	49
7. ANEXO I – Tipos de cambio.....	52

INDICE DE TABLAS

Tabla 1. Evolución de datos financieros Iberia 2007-2016.....	28
Tabla 2. Evolución de datos financieros de British Airways 2007-2016.....	29
Tabla 3. Flujos de caja libre para años 2011-2017.....	33
Tabla 4. Cálculo de Beta (β) cualitativa - Método NODERFELASE.....	35
Tabla 5. Rentabilidad exigida por los accionistas (K_e) – Modelo CAPM.....	36
Tabla 6. Coste de la deuda (K_d).....	37
Tabla 7. WACC Teórico.....	38
Tabla 8. Valor residual con WACC (1) - Modelo Gordon Shapiro.....	40
Tabla 9. Valor de los fondos propios con WACC (1) - Método DCF.....	40
Tabla 10. Valor residual con WACC (2) - Modelo Gordon Shapiro.....	41
Tabla 11. Valor de los fondos propios con WACC (2) - Método DCF.....	42
Tabla 12. Valor de los fondos propios múltiples – Método Compañías Comparables.....	44
Tabla 13. Tipo de cambio USD/EUR.....	52
Tabla 14. Tipo de cambio GBP/EUR.....	52

1. INTRODUCCIÓN

1.1. Propósito

El presente Trabajo de Fin de Grado girará en torno a International Airlines Group, en adelante IAG, creada en 2010 como “la quinta aerolínea mundial por ingresos y la segunda europea en número de pasajeros, con unos 58 millones anuales” (Otero, 2009). La idea será analizar si ha existido una creación de valor resultante en el proceso de fusión llevado a cabo por las aerolíneas Iberia y British Airways tras el acuerdo firmado por ambos consejos de administración en noviembre de 2009. Tras analizar la fusión, también llevaremos a cabo una valoración de la compañía, fundamentada en los datos financieros presentados durante los años anteriores, desde su creación hasta el cierre del último ejercicio. Dicha valoración será comparada con el valor de la compañía actual según sus índices de cotización. En base a ello, analizaremos la efectividad y la exactitud de los métodos de valoración que se utilizan en finanzas, observando el contraste entre la valoración realizada en el trabajo de investigación y el valor de la compañía actual en bolsa.

A modo de contextualización, en 2009 nos encontramos con el inicio de la crisis económica, con un horizonte gris para la economía nacional e internacional. En cuanto a España se refiere, según el periódico La Razón (2013), el 29 de marzo de 2009 “[e]l Banco de España interviene la primera caja de Ahorros; la Caja Castilla-La Mancha”. De acuerdo con la misma fuente, será al día siguiente, el 30 de marzo de 2009 cuando “[e]l IPC armonizado de marzo se sitúa en un -0,1 %, la primera tasa negativa de la historia”. Nos encontramos ante una época en la que las empresas miran al frente con miedo e incertidumbre, que se ve reflejado en una intensa reducción de su actividad y de sus beneficios, características de estas épocas de recesión económica. Esta situación provoca políticas contractivas en las empresas, con recortes y despidos que aumentan el paro, dando pie al círculo vicioso propio de una recesión económica.

Son situaciones complicadas, que incluso conducen a muchas empresas al borde del colapso, si no a la desaparición final. Es por ello que, en esta época, muchas compañías optan por alianzas estratégicas y fusiones, con el fin de unir fuerzas y sobrevivir al bache que se les avecinaba, en este caso, con la primera crisis del siglo XXI.

En el sector aéreo no ocurrió nada diferente, y muchas aerolíneas se vieron obligadas a tomar ciertas decisiones con el fin de superar, en la mejor posición posible, la dura crisis que estaba por llegar. De aquí nace International Airlines Group, IAG, de la fusión de British Airways e Iberia, compañía que, según el periódico ABC (2011), comienza a cotizar el 24 de enero de 2011 en las respectivas bolsas nacionales de España y Reino Unido, tanto en Londres como en “Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia, a través del sistema de interconexión bursátil”.

1.2. Justificación

La elección del tema se puede fundamentar en varias razones. En primer lugar, la decisión viene influenciada por mi especial interés en las fusiones y adquisiciones y en el análisis de las mismas con el fin de llegar a una conclusión de por qué la mayoría de dichas transacciones, efectivamente, no llegan a buen puerto. De acuerdo con la revista *Harvard Business Review*, tras un estudio realizado donde se analizaron 2.500 transacciones de fusiones y adquisiciones, se ha demostrado que en más del 60% de los casos se destruye valor para el accionista (Lewis y McKone, 2016). Bromean los autores diciendo que las adquisiciones deberían de ir acompañados de un prospecto donde se advierta del peligro de las mismas para la salud empresarial.

Ello hace muy interesante la idea de encontrar aquellas operaciones que verdaderamente sí han tenido éxito y han cumplido con las expectativas de sinergias y crecimiento. Por ello, dicha fusión de aerolíneas puede ser un claro ejemplo de ello, aunque debemos partir de la base de que no suelen ser resultados inmediatos, sino que más bien dichas sinergias y buenos resultados van floreciendo con el paso de los años una vez se va completando la integración efectiva de ambas compañías. Dicho proceso de integración, caracterizado por la heterogeneidad propia de las distintas compañías, es precisamente uno de los mayores retos a los que se enfrentan las compañías tras una fusión o adquisición. Por muchas similitudes geográficas, culturales y de actividad que presenten dos compañías, siempre aparecerán diferencias entre ambas que habrá que remediar.

Por otro lado, y desde un punto de vista más personal, el sector aéreo me parece apasionante como tal. En primer lugar, por su relevancia en el desarrollo de un país. El sector de la aviación afecta de manera directa en la economía de un país, presentando unos vínculos muy estrechos con el sector turístico, pieza clave en el crecimiento y la prosperidad de un país, especialmente en España (Segura, 2018). Además, es un sector maduro, con muchos años de trayectoria, pero que a la vez está continuamente enfrentándose a nuevos retos que debe superar con el fin de mantener el estándar de evolución y desarrollo, especialmente marcado con el avance tecnológico exponencial de las últimas décadas. El ser humano de nuestra sociedad se vuelve cada vez más exigente, y el sector aéreo tiene que hacer lo posible para cumplir con las expectativas de mayor puntualidad en los vuelos, además de una excelente relación calidad/precio que haga rentable acudir a este sistema de transporte, especialmente en vuelos nacionales o de corto radio.

1.3. Objetivos

Uno de los principales objetivos de dicho trabajo de investigación será valorar el éxito o el fracaso de la fusión entre British Airways e Iberia, dando lugar a IAG, en función de la evolución de la compañía desde el momento de la unión hasta la actualidad. Ocho años han pasado desde la formalización de la fusión, tiempo que consideramos tiempo suficiente para que el proceso de integración se haya consolidado, y se hayan alcanzado los frutos, los objetivos y las sinergias esperadas de dicha operación. Según un estudio realizado por PriceWaterhouseCoopers, en adelante Pwc, se ha llegado a la conclusión de que la estrategia o coherencia estratégica se ha convertido en una pieza fundamental en el éxito de las transacciones financieras, a la cual debe ir dirigida una gran parte de los esfuerzos durante el proceso de *Due Diligence* previo a la formalización de dicha operación. Será precisamente esta estrategia el elemento diferenciador entre el éxito o el fracaso de una transacción, puesto que “[l]a transformación que estamos viviendo en el mundo de los negocios (digitalización, desintermediación, etc.) ha facilitado a tal punto el acceso a información y capital que operaciones con una lógica puramente financiera pierden relevancia” (Waltuch, 2017).

Por otro lado, también profundizaremos en los distintos métodos de valoración, analizando las diversas problemáticas que suelen aparecer a la hora de valorar una compañía, haciendo hincapié en el papel fundamental que juega el *WACC*. Veremos cómo pequeños cambios en esta tasa de descuento nos puede traer grandes diferencias en la valoración. Aplicaremos dichas ideas teóricas al caso concreto que nos concierne, a la fusión de British Airways con Iberia, es decir, a IAG. Para ello, compararemos la valoración realizada en la investigación, que será en base a la información financiera histórica de los últimos años, con la valoración realizada en su día cuando comenzó a cotizar el grupo IAG, de acuerdo con su cotización bursátil de entonces.

1.4. Metodología

En primer lugar, es importante dejar claro que la principal unidad monetaria empleada a lo largo del trabajo de investigación es euro (€), debido a que la mayor parte de la información proporcionada se encuentra en dicha unidad monetaria al ser una compañía europea, siendo el euro la moneda oficial de la Unión Europea. Utilizar el euro como moneda predeterminada nos permitirá apreciar la diferencia y el contraste entre distintos escenarios financieros de manera directa. A pesar de ello, y cuando sea necesario, expondremos los tipos de cambio vigentes en el momento correspondiente según las cotizaciones medias anuales consultadas en *fxstop*.

A la hora de valorar la compañía, emplearemos distintas metodologías de las cuales hallaremos un resultado final para el valor empresarial. Por un lado, utilizaremos el conocido descuento de flujos de caja, también denominado DCF *-Discounted Cash Flows-*. Por otro lado, utilizaremos otro método distinto que es la valoración por múltiplos. El método de transacciones precedentes no será empleado debido al poco interés que despierta para el caso que nos concierne. Sin embargo, cabe decir que es un método de la misma naturaleza que el de compañías comparables, como veremos más adelante.

A) Descuento de flujos de caja: cuando utilizamos el método mencionado, hacemos una valoración en base a la capacidad de generación de flujos de caja que tiene la compañía analizada en los próximos años (Fuster, 2016). Dicho

método es considerado la herramienta más “precisa” a la hora de valorar las empresas que presentan una perspectiva de continuidad en el futuro. En este caso, se considera “a la empresa como un ente generador de flujos de fondos y, por ello, sus acciones y su deuda son valorables como otros activos financieros” (Fernández, 2008). El sistema consiste en alcanzar un valor empresarial para una determinada compañía por medio de la proyección de los flujos de caja libres, conocidos como *-cash flows-*, que se prevé que sean generados por la compañía en el futuro. Dichos flujos de caja serán descontados por una tasa en concreto, que vendrá determinada en función al riesgo que le sea atribuido a los flujos de caja estimados (Fernández, 2008).

Como se podrá suponer, uno de los principales retos de dicho método es la dificultad de pronosticar o predecir estos flujos de caja futuros de la compañía. Es ahí cuando se introducirá en este trabajo de investigación un pequeño matiz que resolverá esta complejidad. En la investigación se volverá atrás en el tiempo, concretamente al 31 de diciembre de 2010, nuestro momento inicial. Para llevar a cabo la valoración, se tomarán los flujos de caja de los años posteriores a ese momento inicial, incluyendo el año 2017. Ello nos proporcionará una precisión exacta de los flujos de caja, puesto que son resultados oficiales obtenidos de las cuentas anuales correspondientes, y no son flujos de caja estimados. Dichos flujos de caja serán descontados a una tasa de descuento que vendrá determinada como *WACC -Weighted Average Cost of Capital-*, que compone el coste medio ponderado de capital de la compañía en función de sus fuentes de financiación (Duque, 2017).

Todo ello nos permitirá comparar la valoración real de la compañía por dicho método con la valoración según la cotización de la compañía en ese momento inicial. Se entrará también a valorar las imperfecciones que presente dicho método de valoración, que irán floreciendo a lo largo del proceso.

B) Valoración por múltiplos: dicho método está basado en la cuenta de pérdidas y ganancias de la empresa. Lo que pretende es determinar el valor de la empresa en relación a una magnitud previamente establecida, ya sean los ingresos, las ventas o el margen operativo o EBITDA *-Earnings Before*

Interest Taxes Depreciation and Amortization-, entre otros (Fernández, 2016). Para los mencionados métodos de valoración se utilizan compañías comparables del mismo sector, buscando del mayor número de similitudes posibles entre las mismas. A mayor similitud en las características que presenta la compañía, más precisa será la valoración. Sin embargo, en dicho método florece un problema, y es su enorme dispersión, además de que en muchas ocasiones se utilizan múltiplos de distintos años (Fernández, 2016).

1.5. Estructura

Tras esta introducción, y en línea con el tema seleccionado, la idea consiste en estructurar mi trabajo de la siguiente manera:

- a) **Contextualización:** Lo más amplia y clara posible, con el fin de situar al lector en la mejor situación inicial, analizando tanto Iberia como British Airways durante los momentos anteriores a la fusión. Mencionaremos el origen de cada una de las compañías; valoraremos el desarrollo de cada una de ellas desde el momento de su creación; y comentaremos la situación de ambas en el momento en el que se produce la fusión en el año 2010. Será muy importante también analizar el sector aéreo a nivel nacional, en cada uno de los países de los que provienen ambas compañías, véase, España y Reino Unido. Además, valoraremos también el sector desde un punto de vista internacional, tanto europeo como mundial.
- b) **Creación de IAG:** Aquí hablaremos más concretamente de la fusión en sí, del procedimiento a seguir en la fusión de ambas aerolíneas. Analizaremos los motivos que condujeron a la fusión estudiada, además de mencionar los distintos detalles y peculiaridades en el proceso. Por último, valoraremos los resultados de la misma, estudiando y analizando si verdaderamente ha existido una creación efectiva de valor.
- c) **Valoración de IAG** – En este apartado, en primer lugar, analizaremos los distintos métodos de valoración más populares que existen en la actualidad, y cuál

de ellos emplearemos para nuestro trabajo de investigación. Nos centraremos principalmente en el método de descuento de flujos de caja, DCF, utilizando los flujos de caja generados en los años anteriores, lo que nos dará una valoración pasada en el tiempo, como hemos mencionado anteriormente. Además, trabajaremos también sobre el método de múltiplos comparables. De toda la metodología comentaremos la problemática que se presenta con cada uno de ellos, y estudiaremos los posibles ajustes para saciar dichas imprecisiones. Finalmente llegaremos a una conclusión, por medio de los distintos métodos de valoración con el fin de poder contrastar los distintos resultados y determinar la causa principal de los mismos. Se llevará a cabo un estudio de comparación con la valoración que se determinó en dicho momento de la compañía, con la valoración según la cotización bursátil en ese momento.

2. CONTEXTUALIZACIÓN

2.1. Iberia

2.1.1. Origen y desarrollo

La aerolínea ibérica por excelencia fue constituida en 1927 bajo la denominación de Iberia, Compañía Aérea de Transportes, año en el comenzaron a operar los primeros vuelos de la compañía a distintos puntos a nivel nacional, tanto dentro de la península ibérica como a las Islas Baleares y Canarias, además de diversas ciudades determinadas en la costa de África. Más concretamente, el primer vuelo cubrió la ruta Madrid-Barcelona el 14 de diciembre de 1927 (Volando desde 1927, 2015). El modelo de dicho avión fue un *Rohrbach Roland*, de creación alemana, que gozaba de una capacidad de 10 pasajeros y 2 pilotos. Contaba con 3 motores que sumaban un total de 260 CV, lo que le permitía alcanzar una velocidad máxima de 205 kilómetros por hora (Ron, 2017).

En el año 1939, la aerolínea española comienza a operar y a abrir nuevas rutas por Europa, tras una experiencia nacional satisfactoria durante sus primeros años. Quedan inaugurados las nuevas rutas europeas con el primer vuelo de Madrid a Lisboa. Desde ese momento, se va abriendo el abanico de destinos a las distintas capitales europeas como

Londres, Roma o París, entre otras (Volando desde 1927, 2015). Será seis años más tarde, en el año 1945, cuando la compañía decide establecer vuelos trasatlánticos, inaugurando su primer vuelo de Madrid a Buenos Aires el 22 de septiembre de ese mismo año. Consistía en un vuelo de 36 horas de duración, con tres escalas – Villa Cisneros, Natal y Río de Janeiro – a 450 kilómetros por hora. Se convirtió en la primera aerolínea en llevar a cabo que unía a Europa con América Latina tras la finalización de la Segunda Guerra Mundial (Cué, 2016). Una vez dado el primer salto al otro lado del Atlántico, no pasarán muchos años en conectar a España con América del Norte. El vuelo inaugural entre Madrid y Nueva York tuvo lugar el 3 de agosto de 1954, ruta que se comenzó a cubrir con unos aviones nuevos incorporados por Iberia, Super Constellation, que pasaron a denominarse Pinta, Niña y Santa María, en memoria de las tres naves que zarparon con Colón para el descubrimiento de América en el año 1492 (Volando desde 1927, 2015).

A partir del año 1960, comienza el avance tecnológico e industrial, en primer lugar, con la llegada de los reactores DC-8, lo que facilitaba con creces los vuelos de larga distancia, especialmente a destinos de América del Norte y del Sur. Sería el 22 de octubre, 10 años más tarde, cuando llega a la compañía aérea el primer Jumbo, el mundialmente conocido y actualmente operativo a día de hoy Boeing B-747 (Volando desde 1927, 2015). Los años van pasando, y el sector aéreo va creciendo y se va consolidando. Iberia se centra en su atención al cliente, creando Inforiberia y estableciendo un Puente Aéreo entre Madrid y Barcelona con el fin de descongestionar el tráfico de pasajeros en rutas y horas determinadas, permitiendo a los mismos comprar billetes en el mismo día de ida y vuelta sin reserva previa (Volando desde 1927, 2015).

Será a principios de los años 90 cuando ocurren una serie de circunstancias que provocan una revolución en la compañía aérea. En esta década se produce la liberalización del transporte aéreo en Europa, acontecimiento que coincide de manera paralela con los conflictos del Golfo que afectó de manera grave a las compañías aéreas (Yébenes, 2013). Sin embargo, pronto llegará el año 1992, considerado como el año estrella para España, con la llegada a de los Juegos Olímpicos a Barcelona, la EXPO de Sevilla además de la elección de la ciudad de Madrid como Capital Europea de la Cultura. Iberia no desaprovechó la oportunidad y se convirtió en el medio de transporte oficial de todos los traslados de dichos acontecimientos. Para cerrar la década, en 1999, Iberia se une a la alianza One World, integrada por American Airlines, British Airways, Air

Lingus, Lan, Cathay Pacific, Finnair y Qantas (Volando desde 1927, 2015). Se produce de esta manera el primer alineamiento de intereses entre Iberia y British Airways, un principio de una relación que acabará con la fusión de ambas compañías años más tarde.

Llega el nuevo siglo con la salida a bolsa de la compañía, momento en el que finaliza el proceso de privatización. La Sociedad Estatal de Participaciones Industriales - SEPI- vendió su participación de Iberia, dando lugar a una valoración final de 198 pesetas por acción, lo que equivaldría a 1,19 euros por acción, lo que supone una valoración bursátil de 1.085,50 millones euros para Iberia, siendo una cifra más reducida que el valor de los fondos propios de la compañía, lo que supuso un fuerte conflicto entre los accionistas y la SEPI (Ruiz, 2001). Finalmente, y como hemos adelantado antes, el 9 de noviembre de 2009, Iberia y British Airways firman un acuerdo por el que se pacta una fusión entre ambas compañías, la cual será aprobada al año siguiente por la Unión Europea (Volando desde 1927, 2015).

2.1.2. Situación en el momento de la fusión

Creemos conveniente mencionar diversos datos financieros de gran relevancia con el fin de reflejar la situación en la que se encontraba Iberia en el momento de la fusión. Los datos corresponden a 31 de diciembre de 2009, un mes más tarde de la firma del acuerdo entre ambas compañías. La capitalización bursátil de la compañía era de 2.115 millones de euros, con unos ingresos de 4.409 millones, presentando un resultado neto negativo de 273 millones de euros. Iberia, por aquella fecha, transportaba un total de 20,4 millones de pasajeros, con una plantilla de empleados de 20.735 personas. La aerolínea española contaba con una flota compuesta por 174 aeronaves, y presentaba una deuda total de 823 millones de euros (The Merger of Iberia and British Airways, 2012).

Iberia tenía que hacer frente a los principales problemas que se avecinaban. En 2008 comenzó a tener unas pérdidas de resultado neto, las cuales se consolidaron con los datos de 2009 que acabamos de analizar. Por otra parte, la fuerte competencia de la aerolínea española se va incrementando con la llegada de la crisis y el auge de las compañías *low cost*, el tren de alta velocidad -AVE- y las aerolíneas latinoamericanas. Por lo general, el sector del transporte aéreo se vio especialmente afectado con la llegada de la crisis en 2008: todas las aerolíneas europeas han llevado a cabo procesos de

reestructuración. Es cierto que Iberia había ido reduciendo su plantilla desde el año 2001, sin embargo, estos empleados eran cada vez más caros: el coste unitario medio se había incrementado en un 30%. De esta manera, según PwC, se afirma que Iberia tiene unos pilotos y tripulantes de cabina y personal de tierra -TCPs- más caros y menos productivos que la competencia. Todo ello apuntaba a que la fusión con British Airways era el único futuro que le quedaba a la aerolínea española (La verdad sobre Iberia, 2013).

2.2. British Airways

2.2.1. Origen y desarrollo

Para comentar el origen de la tradicional aerolínea de origen inglés nos remontamos al año 1919, más concretamente al 25 de agosto, donde *Aircraft Transport and Travel Limited -AT&T-* considerada la compañía precursora de lo que hoy en día conocemos como British Airways, lanzó el primer servicio aéreo programado internacional cubriendo la ruta entre Londres y París. Dicho vuelo pionero despegó desde *Hounslow Heath*, zona que se sitúa muy cerca de la ubicación donde se encuentra a día de hoy el aeropuerto internacional de *Heathrow*, y transportaba un solo pasajero además de diversa mercancía como periódicos y confitura, entre otras (*Explore our past*, 2016). Durante el año 1924 se llevó a cabo la creación de *Imperial Airways*, empresa elegida por el gobierno inglés como instrumento de transporte, también considerada antecesora de British Airways. Dicha aerolínea nace de la fusión de varias compañías aéreas de esa época y comenzó a operar servicios de Londres a diversos destinos europeos, así como el lanzamiento de nuevas rutas hacia África, Oriente Medio e India (*Explore our past*, 2016).

En la década de los años treinta, comenzó a llegar una nueva tecnología aplicada a las aeronaves, dando lugar a nuevos modelos como el HP42, lo que permitía ofrecer a los clientes unos niveles de lujo más elevado a bordo. Fue precisamente en el año 1935 cuando cuatro compañías aéreas privadas se fusionaron con el fin de formar *British Airways Limited*. Años más tarde, en 1939, el gobierno británico anuncia su decisión de fusionar *British Airways Limited* y *Imperial Airways*, dando lugar a *British Overseas Airways Corporation -BOAC-*, convirtiéndose esta en la nueva aerolínea del estado británico en 1940 encargada de operar en servicios de guerra bajo el mandato y el control del ministerio del aire británico (*Explore our past*, 2016). Tendremos que esperar hasta el año 1946 para la apertura oficial del aeropuerto de Londres, poco después de que el

gobierno anunciara sus planes de servicios aéreos tras finalizar la guerra. De esta manera, *BOAC* continuaría dando servicio al Imperio, Asia del Este y América del Norte. Por otro lado, *British European Airways -BEA-* operaría servicios por Europa además de vuelos internos dentro de Reino Unido. Por último, se comenzarían a operar nuevas rutas por América del Sur y el Caribe, operado por *British South American Airways -BSAA-* (*Explore our past*, 2016).

A lo largo de los años cincuenta y sesenta, comenzaron a llegar nuevos modelos de aviones que hicieron historia en el sector de la aviación, proporcionando los primeros servicios *pure jet* que elevaban exponencialmente la calidad del servicio aéreo, como el avión *De Havilland Comet*, el *Comet 4*, o el *Vickers Viscount*, entre otros. Además, fueron ocurriendo acontecimientos importantes como la apertura de la zona central del aeropuerto de Londres, o el primer aterrizaje completamente automático con pasajeros comerciales en el año 1965 en *Heathrow*. Sin embargo, será la década de los 70 la que supondrá un punto de inflexión, tanto en la historia de la aviación como en la historia de la compañía inglesa. Por un lado, en 1971 llegará el avión que ha predominado los vuelos trasatlánticos a lo largo de las últimas décadas, el conocido Boeing 747, el primer avión de cuerpo ancho (*Explore our past*, 2016). Por otro lado, será en el año 1975 cuando los británicos se convierten en pioneros e impulsores de la famosa aeronave *Concorde*. El primer pedido de estos aviones supersónicos fue conjuntamente realizado entre británicos y franceses, estos bajo la aerolínea *Air France*, los cuales recibieron importantes subvenciones provenientes de sus respectivos gobiernos con el fin de potenciar la compra de este nuevo modelo. Los vuelos regulares del *Concorde* comenzaron a operar el 21 de enero de 1976 cubriendo la ruta entre Londres y Bahrein, además de la ruta entre París y Rio de Janeiro, todo ello después de numerosas horas de pruebas de vuelo con el fin de garantizar la seguridad del servicio (Yébenes, 2014).

El punto de inflexión en la compañía inglesa llegará en el año 1974, donde finalmente se crea la compañía British Airways como hoy en día la conocemos, tras la fusión entre *BOAC* y *BEA*. En los años siguientes, en la nueva compañía se produjeron numerosos cambios, desde una totalmente nueva imagen corporativa, hasta la privatización de la misma en 1987 bajo el liderazgo de *Sir Lord King*, comenzando su cotización el 11 de febrero de ese mismo año tras una oferta totalmente sobre suscrita, con las acciones a 1,25£ (Ver Anexo 1). Para final de siglo, en el año 1999, llega la nueva

alianza global *One World*, con Iberia entre otras aerolíneas, como comentamos anteriormente (*Explore our past*, 2016). En el año 2003, el *Concorde* es retirado del servicio aéreo tras numerosos problemas surgidos especialmente en los últimos años de su funcionamiento, como el accidente de *Air France* o las numerosas quejas del elevado precio del servicio. Finalmente, el 21 de enero del año 2011 queda consolidada por completo la fusión entre Iberia y British Airways, dando lugar a la creación de IAG (*Explore our past*, 2016).

2.2.2. Situación en el momento de la fusión

Siguiendo con el mismo esquema establecido al analizar Iberia en el momento de la fusión, procedemos a recalcar diversos datos financieros que presentaba British Airways en el momento de la fusión con el fin de reflejar una imagen fiel de la compañía en ese momento. Sin embargo, en esta ocasión mencionaremos además diferencias entre ambas compañías que consideramos de relevancia con el fin de tenerlas en cuenta en nuestro análisis. En este caso, los datos también son presentados a fecha de 31 de diciembre de 2009. Por aquel entonces, British Airways contaba con una capitalización bursátil de 2.760 millones de euros, con unos ingresos de 7.045 millones y presentando un resultado neto negativo de 98 millones de euros. La aerolínea británica registró un transporte de 32,3 millones de pasajeros, todo ello operado con una plantilla de empleados que alcanzaba los 38.704 y un total de 245 aeronaves de la más diversa índole. Eso sí, registraba una deuda total de 3.763 millones de euros (*The Merger of Iberia and British Airways*, 2012).

Ahora bien, como habremos podido observar, los datos financieros expuestos más relevantes guardan una cierta diferencia entre ambas compañías, lo que confirma el hecho de que no existe una fusión exacta, una unión entre ambas empresas idénticas que presenten unas cuentas exactamente iguales. “No existe una fusión perfecta” (Van der Loo, 2008). Comenzando por las capitalizaciones bursátiles de ambas compañías, observamos que British Airways presentaba unos índices superiores a Iberia en un treinta por ciento, diferencia que no se reflejaba de manera equitativamente proporcional, en otros datos financieros como, por ejemplo, en los ingresos o en el número de empleados de la compañía. En estos números, los británicos eran notablemente superiores a la aerolínea ibérica, generando un sesenta por ciento más de ingresos y con una plantilla de

empleados que casi duplicaba al número de empleados de Iberia en aquella fecha. En una línea similar se situaba el número total de pasajeros transportados anualmente, logrando los británicos transportar casi un sesenta por ciento más de pasajeros a lo largo del periodo anual. En cuanto al resultado negativo, se parecían en una cosa las dos aerolíneas, y es que para ambas era negativo, consecuencia, sin duda, de los tiempos de crisis y de cómo afectó ésta al sector del transporte aéreo, tanto nacional como internacionalmente, como analizaremos en epígrafes posteriores. Sin embargo, para British Airways se podría decir que los números eran algo menos “desastrosos”: durante el ejercicio de 2009, perdieron un sesenta y cinco por ciento menos en relación con el resultado negativo de Iberia en ese mismo ejercicio. Ahora bien, toda esta situación de aparente y supuesta superioridad de British Airways sobre Iberia se veía compensada y destapada con un dato de crucial relevancia en los estados financieros de cualquier compañía, y es que la deuda financiera de los británicos era 4,5 veces mayor que la presentada por la aerolínea de bandera española, provocando así una situación insostenible donde el mejor remedio fue, sin duda, la fusión de ambas compañías.

Tras lo expuesto, podemos observar como British Airways se encontraba en una situación crítica, si bien cabe mencionar que la aerolínea británica comenzó un plan de transformación algo antes que el momento de la fusión que afectaba, principalmente y de manera directa, a su plantilla. Como hemos observado, el número de empleados era excesivamente elevado, y por ello, desde 2008 llevó a cabo un recorte de 6.000 empleados, trasladando a un contrato a tiempo parcial a otros 7.000 empleados (La verdad sobre Iberia, 2013). Es cierto que la compañía británica se encontraba una situación muy cercana a la quiebra, especialmente por la enorme cantidad de deuda que registraba. Sin embargo, hay un punto relevante que analizar, y es que entre 1996 y 2010, año anterior al momento de la fusión, British Airways había obtenido unos beneficios de 6.800 millones de euros que, en contraste con los de Iberia que alcanzaban los 1.454 millones de euros, eran exageradamente superiores (La verdad sobre Iberia, 2013). Esto no era suficiente para afrontar los principales problemas de British Airways, que, como muchas otras aerolíneas, también tenía que combatir con la competencia de las compañías *low cost*, la subida de las tasas aeroportuarias y el fuerte incremento del precio del petróleo, el cual estaba llegando a alcanzar unos niveles cercanos al treinta por ciento de los costes totales (La verdad sobre Iberia, 2013).

2.3. Sector del transporte aéreo

2.3.1. España

En España, como ocurre en numerosos países del mundo, el sector de la aviación supone un fuerte impacto económico y es considerado un sector fundamental debido a la fuerte creación de empleo y riqueza que supone, asumiendo un papel determinante crucial para la economía de un país. Además, es importante mencionar, y especialmente en España, la fuerte relación de dicho sector con el turismo, y es que España es uno de los destinos turísticos más importantes del mundo, además de tener en cuenta sus características geográficas al situarse en un extremo de Europa y de contar con archipiélagos como Baleares o Canarias. Pues bien, de cada cuatro personas que vienen a España por turismo, tres de ellas deciden llegar a su destino por medios aéreos (ACETA, 2011). Existe además una relación directa entre el número de pasajeros y los puestos de trabajo en el sector, y es que se dice que, de cada 1.000 nuevos viajeros aéreos, se crea un empleo de manera directa, y muy cercano a tres puestos de trabajo de manera indirecta (ACETA, 2011).

En cuanto al impacto económico nacional, el sector aéreo supone, aproximadamente, un 7% del PIB en España durante el año 2010. En este mismo año, las compañías de aviación de España en su conjunto presentaron un volumen de negocio que sobrepasaba los 10.000 millones de euros, sumando un total de casi 193 millones de pasajeros que fueron transportados por los aeropuertos españoles. Entre los mismos destacan, como es natural, el Aeropuerto Adolfo Suarez Madrid-Barajas, situado en la cuarta posición del ranking europeo de los aeropuertos con mayor tráfico aéreo; y el Aeropuerto de Barcelona-El Prat, situado en la décima posición de dicho ranking, según datos de la Aeropuertos Españoles y Navegación Aérea -AENA-. Ello sitúa a España en el tercer país de Europa en el ranking de volumen de pasajeros, país en el que existen un total de 6.200 empresas que se dedican a la prestación de servicios en el conjunto de los aeropuertos españoles, encargadas de proporcionar un total de 140.000 puestos de trabajo directos, sumando 440.000 puestos de trabajo totales, cifras que representan nada más y nada menos que el 2% de la población activa a escala nacional (ACETA, 2011).

2.3.2. Reino Unido

En Reino Unido nos encontramos con un escenario similar, donde al sector aéreo y la importancia del mismo también es generalmente reconocido y reflejado en la contribución al PIB del país, al empleo y a los ingresos tributarios del estado. En ocasiones el valor económico del sector se ve también representado en los beneficios al consumidor, al pasajero o al remitente de envíos. También se consideran beneficios procedentes del sector las conexiones creadas entre ciudades y mercados, representando un activo importante que genera beneficios por medio de inversión extranjera directa y agrupaciones empresariales internacionales (Oxford Economics, 2011). El aeropuerto de Heathrow en Londres, por el año 2011, transportaba a nada más y nada menos que a 65,8 millones de pasajeros según el *Airport Council International -ACI-*, cifras recogidas un informe de prensa emitido por la Comisión Europea, situándose así en la cuarta posición en el ranking de los aeropuertos más transitados del mundo (Comisión Europea, 2011).

De acuerdo con datos recogidos en el año 2009, algo antes del momento de la fusión, el sector de la aviación contribuía por aquel entonces con un total de 49.600 millones de libras (Ver Anexo 1), lo que representa un total del 3,6% del PIB del país. Las aerolíneas registradas en el país británico transportaban por aquel entonces un total de 125 millones de pasajeros. En cuanto a los puestos de trabajo, en el año 2009 dependían del sector aéreo un total de 921.000 empleos, de los cuales 326.000 eran directos, y 346.000 eran generados de manera indirecta. El resto de los empleos pertenecían a la cadena de suministros del sector. Además, y como apunte, dichos empleos eran altamente productivos, con un salario medio que duplicaba el salario medio del país. En cuanto a la contribución del sector a las arcas públicas, se recolectaba un total de 7.900 millones de libras. Cabe mencionar también que precisamente en Reino Unido, algo que no ocurre tanto en España, no solo existen beneficios del transporte aéreo, sino que también proviene de la fabricación de aeronaves y material aéreo, generando un total de 10.300 millones de libras: Reino Unido es considerado el segundo país más grande en el sector de fabricación aeroespacial (Oxford Economics, 2011).

2.3.3. Europa

Como no puede ser de otra manera, y en línea con los escenarios previamente analizados, la aeronáutica y el transporte aéreo también es un sector vital para la sociedad y la economía de Europa, y de la Unión Europea junto con sus estados miembros. Su contribución económica y social se ve representada con la generación de, aproximadamente, un total de 220.000 millones de euros, y con la creación y soporte de un total de 4,5 millones de puestos de trabajo (Comisión Europea, 2011).

Más concretamente para la Unión Europea, la aviación es un facilitador vital para la integración y la cohesión a través de la creación de vínculos esenciales de transporte. Además, el sector aéreo se considera clave para la consecución de prosperidad y riqueza de los estados miembros y de sus zonas periféricas, estimulando de esta manera un desarrollo que provoca la apertura de nuevos mercados, impulsando el comercio internacional y alentando a numerosas compañías a llevar a cabo inversiones importantes a lo largo de los territorios de la Unión (Comisión Europea, 2011).

En el continente europeo había registradas en el año 2009 un total de 150 aerolíneas de pasajeros y un total de 450 aeropuertos, algunos de los cuales se encuentran entre los más transitados del mundo, como el de *Heathrow* en Londres, o el Aeropuerto Internacional de Frankfurt. En ese mismo se calcula que transitaron por los aeropuertos del continente un total de 751 millones de pasajeros (Comisión Europea, 2011). De nuevo, observamos como la importancia del sector aéreo es latente e inevitable, importancia que se mantendrá o se verá incrementada, año tras año.

2.3.4. Mundial

Tras lo analizado, podemos afirmar que un elevado número de personas utilizan de manera diaria el transporte aéreo en el mundo, ya sea para desplazamientos de trabajo o de ocio. Según el *Air Transport Action Group -ATAG-*, utilizaron el transporte aéreo un total de 2.400 millones de personas en toda la esfera mundial durante el año 2010, lo que supuso una generación de 3.500 millones de dólares (Ver Anexo 1), representando un total del 8% del PIB mundial. En cuanto a los puestos de trabajo, el sector aéreo es responsable de 32 millones de empleos. Además, es el sector encargado de transportar un

total del 40% de las exportaciones que se realizan a nivel mundial, lo que supone que es responsable del 25% de las ventas efectuadas por las corporaciones mundiales (ACETA, 2011).

Cabe mencionar un dato interesante, y es que el sector está liderado por las compañías aéreas, ya que el resto de los agentes del mismo dependen de manera directa de las mismas. Ahora bien, dichas compañías presentan un margen de explotación muy reducido, que se encuentra entre el 2% y el 6%, en función del ciclo económico, lo que supone un reducido margen de maniobra ante diversas condiciones atípicas del mercado o acontecimientos adversos, como las catástrofes naturales (ACETA, 2011). Y decimos que es el motor del sector porque, por el año 2011, existían un total de 2.092 compañías aéreas en el mundo, las cuales contaban con más de 23.000 aeronaves dando servicio a un total de 3.754 aeropuertos. No olvidemos que el avión es el medio de transporte que permite desplazarse entre dos puntos del planeta en el menor tiempo posible, lo que explica su ocupación superior al 75% en el año 2011, frente a otros competidores en transporte como el ferrocarril, que gira en torno a un 40% o 50%, o el de los automóviles que se sitúa en un 30% (ACETA, 2011).

A modo de resumen, y englobando el sector aéreo a nivel mundial, queda claro que la aviación ha adquirido un papel fundamental en el funcionamiento y desarrollo de la economía, con un impacto económico notorio. La cuestión es que dicha posición relevante fue adquirida por el sector muchos años atrás y que, a día de hoy, se mantiene y se espera que siga así en el futuro. Ello lo convierte en un sector maduro, consistente y constante en cuanto a su relevancia e impacto.

Sin embargo, ello no quita que por razones de naturaleza económica dicho sector no se vea afectado en tiempos de recesión, lo que requiere un cuidado y una atención minuciosa con el fin de mantener su “status”, fomentando un desarrollo próspero y adecuado acorde con las innovaciones y los nuevos retos que van surgiendo, especialmente en este siglo XXI de grandes cambios. Es importante mencionar también que el sector aéreo también depende de variables exógenas muy relevantes, véase el petróleo, que inciden de manera directa en el mismo, y que no están bajo su control. A modo de ejemplo, precisamente en el año 2011, hubo una fuerte subida del precio del petróleo, suponiendo éste un 30% del total de los costes operacionales de las aerolíneas.

Por aquel entonces, la organización internacional estimó que el beneficio de las compañías aéreas se vería reducido, en ocasiones, hasta en un 50% (ACETA, 2011).

A pesar de todo ello, es un sector que va creciendo en volumen, año tras año. Se estima que el tráfico aéreo mundial crece anualmente entre un 4% y un 5%, alcanzando niveles incluso superiores en zonas de Oriente Medio y Asia (Comisión Europea, 2011). Todo apunta a que el impacto económico y la posición relevancia del sector aéreo será difícil de sustituir en las próximas décadas.

3. INTERNATIONAL AIRLINES GROUP, IAG

3.1. ¿Qué es una fusión?

La fusión de empresas se podría definir como una “concentración de sociedades que deciden unirse para conseguir mejorar los resultados, la gestión de la empresa o adquirir una determinada cuota de mercado” (Palomo, 2010). Existe la posibilidad de que dichas empresas puedan o no estar relacionadas de alguna manera entre ellas por medio de participación en acciones entre una y otra. La consecuencia directa de la una fusión será la extinción o desaparición de una o más empresas. El patrimonio que pertenecía a dichas empresas extinguidas comenzarán a formar parte del patrimonio y balance de otra compañía, la cual puede ser de nueva creación o bien que ya existía previamente a la fusión (Palomo, 2010). En nuestro caso analizado ocurre precisamente que se crea una nueva compañía, denominada International Airlines Group, IAG, que contará con un patrimonio formado por las compañías fusionadas, en este caso el patrimonio de Iberia y el patrimonio de British Airways.

El movimiento de una fusión se considera que nace a partir de la ambición de crecimiento de empresas y de la idea de conseguir reducir los competidores en los distintos mercados. Se considera que existe una fusión cuando una o más sociedades son disueltas, sin haber sido liquidadas, con el fin de que sean absorbidas, ya sea bien por otras compañías ya existentes, o bien por una de nueva creación, la cual asumirá todos los derechos y obligaciones de la sociedad que ha sido disuelta (Rozo, 1989). Cabe hacer una aclaración, y es que lo que se fusiona es la actividad de las distintas compañías, y

como consecuencia de ello, se fusiona también el patrimonio de las mismas, con el fin precisamente de poder llevar a cabo la continuidad en el desarrollo de las actividades ordinarias de las compañías. Como hemos mencionado anteriormente, no tiene lugar una liquidación de las sociedades absorbidas, precisamente para potenciar al máximo los posibles beneficios económicos de la transacción (Rozo, 1989).

Los motivos por los que se lleva a cabo una fusión pueden ser numerosos y muy diversos, aunque siempre existen denominadores comunes entre muchas de ellas. La idea es precisamente no terminar con la empresa y su funcionamiento, sino que es concentrada en el desarrollo y la actividad de otra distinta, permaneciendo los socios de esta manera adheridos al desarrollo de la empresa. Ello quiere decir que se requerirá en el momento de la fusión que los socios de la compañía absorbida pasen a ser socios de la compañía absorbente. También será necesario que los acreedores externos estén perfectamente informados de las condiciones de la fusión de manera que la seguridad y la solvencia de sus créditos no se vean afectados por la transacción (Rozo, 1989).

Surge de aquí una cuestión interesante que debatir que planteamos a modo de pregunta. ¿Existe verdaderamente una fusión entre iguales? Acudiendo a la teoría de Andrew Gutmann, no existe una cosa tal como una fusión entre iguales, por mucho que las compañías que se fusionan quieran afirmar lo contrario. Tarde o temprano, y en ocasiones más temprano que tarde, un *Chief Executive Officer -CEO-* tomará el control de la compañía, a pesar de que en ocasiones se hable de una colaboración conjunta entre dos CEOs, o bien una rotación del puesto, lo cual suele considerarse ineficiente y rara vez llega a buen puerto (Gutmann, 2013). Al fin y al cabo, una de las dos compañías, a través del puesto de CEO y de la composición del órgano de dirección, una de las dos compañías adquirirá un mayor poder y tomará el control, y dicha compañía será la verdadera adquirente, mientras la otra compañía será adquirida. Ello conllevará la imposición de los principios y la cultura de la compañía adquirente, lo que provocará, entre otras cosas, unas mayores facilidades a los miembros de dicha compañía a la hora de adaptarse a la nueva situación y los nuevos escenarios (Guttman, 2013). Analizaremos y contrastaremos esta teoría al caso que nos concierne de IAG en los próximos apartados.

3.2. Motivos de la fusión de IAG

La siguiente cuestión que nos planteamos es qué razones condujeron a desembocar en la fusión que estamos analizando dando lugar a la creación de IAG. Ya hemos adelantado anteriormente la situación complicada en la que se situaban ambas compañías, especialmente afectadas por la llegada de una fuerte recesión económica que afectaría a la economía global, y el sector aéreo no era distinto. Como decimos, la situación era crítica para ambas aerolíneas, pero a la vez entre ellas existían ciertas diferencias que también comentamos anteriormente.

Ante todo, creemos oportuno recordar las dos fechas relevantes en el proceso de fusión, y son, por un lado, el 12 de noviembre de 2009, fecha en la que los consejos de ambas compañías llegaron a un acuerdo por el cual se aprobaba un acuerdo vinculado elaborado por ambas compañías donde quedaban recogidas las principales bases en las que se apoyaría el proceso de fusión; por otro lado, el 8 de abril de 2010, donde queda formalizada la firma del contrato de fusión dando lugar a la creación de IAG (Overview of IAG Consolidation, 2010).

Pues bien, en primer lugar, cabe destacar que Iberia y British Airways no se podían considerar desconocidos, sino que más bien gozaban de una buena relación desde años atrás, y no solo por la alianza *One World* firmada entre ellas junto con otras aerolíneas, sino sobre todo porque una aerolínea era accionista de otra, y viceversa. Fue en el proceso de privatización de la aerolínea española, que comentamos previamente analizando la evolución de Iberia a lo largo de los años, cuando British Airways decidió adquirir el 9% de Iberia. Posteriormente, y precisamente un año antes de la fusión, la aerolínea británica se asocia con un fondo de inversión y declara su intención de hacerse con el control de Iberia. Sin éxito, debido a la negativa de venta de su participación del principal accionista de la compañía española, Caja Madrid, British Airways sí que pudo ampliar hasta un 13,15% su representación de acciones en Iberia (IAG Documento de Registro Definitivo, 2010).

Por otro lado, además de la crisis de 2007 que estaba alcanzando sus peores momentos en los momentos anteriores a la fusión, surgió un acontecimiento que también tendrá un fuerte impacto en el sector aéreo: el atentado terrorista del 11-S en las torres gemelas de

Nueva York. Ante los escenarios pésimos que se avecinaban, algunas compañías reaccionaron con un plan de reestructuración, como fue el caso de British Airways que, entre otras cosas, llevó a cabo fuertes recortes en su plantilla. Sin embargo, Iberia no ejecutó dicho plan, lo que le llevó a una situación especialmente crítica, con dos años consecutivos de pérdidas como hemos comentado previamente, presentando una situación insostenible para la continuidad de la compañía (Saiz, 2017). Por tanto, nos encontramos con una Iberia que intenta buscar un aliado que le ayude a mejorar su situación competitiva, con el fin de llevar a cabo un plan de estructuración; y con British Airways que presentaba una necesidad importante de saneamiento debido a la excesiva cantidad de deuda, como pudimos observar en los análisis previos.

Este punto de conexión será el encargado de encaminar el alineamiento de intereses entre ambas compañías con el fin de alcanzar una serie de objetivos que eran convenientes y deseados, si bien suelen ser denominadores comunes a todo proceso de fusión, y que suelen venir englobados como sinergias que analizaremos con más detalle en apartados posteriores (Fernández, 2015):

- 1. Aumentar los ingresos.** La unión de ambas compañías proporcionaría un incremento en los ingresos, y con ello conseguir salir de los resultados netos negativos que venían presentando ambas compañías en los últimos años (Fernández, 2015).
- 2. Reducción de costes:** Iberia no podía competir con la gran mayoría de las otras aerolíneas del sector en relación con sus elevados costes. Es cierto que la compañía española mantenía unas condiciones laborales óptimas, lo cual se veía reflejado en los desorbitados costes que presentaba. Esto fue un punto importante a gestionar en el momento de la fusión, comenzando por un plan de reestructuración que, en este caso, British Airways sí que había llevado a cabo (Fernández, 2015).
- 3. Cuota de mercado:** la unión de fuerzas de ambas compañías permitiría alcanzar una cuota de mercado considerablemente interesante, más aún si estamos hablando de las compañías aéreas líderes tanto en España como en Reino Unido (Fernández, 2015).

3.3. Detalles en el proceso de fusión de IAG

Al fin y al cabo, y como es natural, todas las fusiones están constituidas por una serie de fases que componen el proceso hasta el cierre de la operación, fases que suelen ser denominadores comunes entre todas ellas. Dicho esto, se podría decir que un proceso de fusión se compone por (Gaviria, 2014):

- Fase preparatoria: en dicha fase existe un primer acercamiento a un proyecto común. De la misma manera, se elaboran distintos informes entre los que se encuentran el informe de administradores y el informe de un experto independiente (Gaviria, 2014)
- Fase decisoria: dicha fase intermedia se considera crucial y aparece en el momento en el que van apareciendo un alineamiento entre las voluntades de ambas partes. Se lleva a cabo la convocatoria en las juntas de accionistas de cada una de las partes, y se firma un acuerdo de fusión estableciendo las bases y las condiciones del proceso, incluyendo la oposición de los acreedores (Gaviria, 2014).
- Fase de ejecución: básicamente consiste en llevar a la práctica todo lo acordado en las fases previas, donde será decisivo cumplir con las formalidades requeridas de inscripción de escritura pública. En esta fase se ejecutarán los acuerdos previos en función de si se ha llevado a cabo una fusión por absorción o por medio de la creación de una nueva sociedad, como es el caso de IAG (Gaviria, 2014).

Pues bien, ciñéndonos al caso que nos concierne, en el caso de IAG se llevó a cabo una estructura englobada en un total de tres operaciones: segregación de Iberia, el plan de British Airways y la fusión definitiva de IAG.

En cuanto a la primera operación, la segregación de Iberia se puede considerar la primera operación de relevancia en el proceso de fusión y creación de IAG. En dicha transacción, la aerolínea española crea dos sociedades con el fin cumplimentar con la fase final del proceso de fusión. Por un lado, se crea Iberia OPCO Holding S.L., sociedad a la cual se le traspasará todo el patrimonio de Iberia, actuando así como la sociedad holding del grupo Iberia y convirtiéndose “en la tenedora de las acciones que aportan los socios

de Iberia a la fusión” En contraprestación, Iberia recibirá la emisión de la totalidad de las acciones de Iberia OPCO Holding S.L. (Ruiz del Árbol, 2010). Por otro lado, la otra compañía que se crea es Iberia Líneas Aéreas de España Sociedad Anónima Operadora. La función de dicha entidad nace a partir de la decisión de que la marca tradicional de Iberia, de la misma manera que pasaría con British Airways, no desaparecerá. De esta manera, Iberia LAE S.A., según el Boletín Oficial del Registro mercantil, se encargará de la “explotación del transporte aéreo de personas, mercancías de todas clases y correo; explotación de servicios de asistencia técnica, operativa y comercial a las aeronaves, pasajeros, carga y correo; explotación de los servicios de asistencia tecnológica y consultoría en materia aeronáutica”, lo que se traduce en el mantenimiento de todas las actividades y operaciones que hasta ese momento eran realizadas por Iberia (Ruiz del Árbol, 2010).

De acuerdo con la segunda operación, nos encontramos con el plan de British Airways. Dicho plan comenzó con la adquisición por parte de una sociedad española denominada BA Holdco S.A. del 90,02% de las acciones de la aerolínea británica. Como podemos ver, el esquema que adoptaron los británicos es el mismo que el mencionado en el párrafo anterior realizado por Iberia, donde BA Holdco S.A. se convierte en la sociedad holding de la aerolínea británica (IAG Documento de Registro Definitivo, 2017). Dicha transacción se lleva a cabo por medio de un *scheme of arrangement*, un acuerdo de reestructuración entre la compañía y sus accionistas por el cual, en contraprestación a la operación anterior, a los accionistas de British Airways, a excepción de Iberia, se les traspasa la totalidad de las acciones de BA Holdco S.A. (*Signature of Merger Plan IB-BA*, 2010). La idea de todo ello es llevar a cabo la diferenciación entre ambas compañías aéreas puesto que cada una de ellas continuará operando bajo su marca tradicional.

3.4. Resultado tras la fusión

A modo de resultado de las operaciones comentadas anteriormente, se lleva a cabo la fusión formal y material de International Airlines Group, IAG. Dicha empresa nueva absorbe los holdings creados en cada una de las aerolíneas, Iberia OPCO y BA Holdco. Ello se tradujo en el traspaso de todos los derechos, el patrimonio y las obligaciones a IAG, la cual emitió unas acciones adquiridas por una y otra en función de la operación de

canje que fue acordada (IAG Documento de Registro Definitivo, 2017). Dicha operación de canje consistía en que los accionistas de British Airways recibieran una acción de IAG por cada acción de BA Holdco. Por su parte, los accionistas de Iberia OPCO recibían 1,0205 acciones de IAG por cada acción de Iberia OPCO. En dicha operación de canje quedarán excluidas las participaciones cruzadas que tenían ambas sociedades entre ellas (IAG Documento de Registro Definitivo, 2017).

Lo relevante ahora sería analizar qué acciones estaban disponibles por cada una de las partes para llevar a cabo el canje de acciones. Por el lado de Iberia, de un total de 953.103.009 de acciones, quedarán disponibles para ser canjeadas un total de 799.884.000, quedando excluidas las acciones pertenecientes a la aerolínea británica, que supone un 13,15%, y las que componen su autocartera, que representan el 2,97%. Por el lado de British Airways, con un total de acciones de 1.153.689.440, serán canjeadas un total de 1.283.574.862 acciones, excluyendo la representación de Iberia de un 9,99% de la compañía. A las acciones canjeables se le agregó el máximo número posible de acciones que podrían ser emitidas por British Airways de acuerdo con su Plan sobre Acciones, además de tener en cuenta la conversión de los bonos convertibles (IAG Documento de Registro Definitivo, 2017). El resultado de la operación de dicho canje queda representado en un 55% de IAG que pertenece a British Airways, frente a un 45% de IAG que pasaría a poseer la aerolínea española, al menos de manera formal (IAG Documento de Registro Definitivo, 2017). Se han escrito muchas críticas en relación con la poca objetividad de dichos porcentajes, argumentando que dichos porcentajes mencionados en el canje no son verdaderamente objetivos, sin embargo, nosotros no entraremos a debatir dicha cuestión.

Con el fin de ultimar este proceso de fusión, es importante mencionar también las estructuras de nacionalidad, por el cual se le otorga a una compañía aérea los permisos de vuelo correspondientes con el fin de convertirse en una aerolínea de un determinado país. Para poder obtener dichos permisos, uno de los requisitos fundamentales será la posesión de la propiedad mayoritaria, lo que se traduce en un control efectivo por parte de los accionistas de cada una de las aerolíneas. Es decir, con el fin de determinar la nacionalidad de una aerolínea en concreto, se exige que exista una posesión mínima del 50,1% de los derechos políticos y del capital social por parte de accionistas que sean de esa determinada nacionalidad que se pretende instaurar en la aerolínea. En esta cuestión, no aparece

ningún problema de manera que tanto Iberia como British Airways, según la dirección General de Aviación y la *Civil Aviation Authority*, cumplieron con los requisitos exigidos en cuando a la estructura de nacionalidad, convirtiéndose en aerolíneas española y británica, respectivamente (IAG Documento de Registro Definitivo, 2017).

3.5. Creación de valor en la fusión de IAG

A continuación, procedemos a elaborar uno de los apartados clave de nuestro trabajo de investigación, con el cual pretendemos analizar si ha existido una verdadera creación de valor en este proceso de IAG. La base principal del análisis de la creación de valor serán las sinergias producidas a raíz de la fusión.

En cuanto al marco teórico de la sinergia, podemos definir la misma como un fenómeno por el cual la unión de dos elementos independientes genera un resultado mayor que la suma de los resultados analizados de manera individual, lo que provoca que el resultado sea mayor en la combinación que en la separación (Gaughan, 2007). Aplicado al mundo empresarial y de las finanzas, podemos relacionarlo con la fusión de empresas, por la cual la unión de dos empresas genera un mayor beneficio en su cuenta de pérdidas y ganancias combinada que la suma de los beneficios de las cuentas de resultados correspondientes de manera individual, lo que se traduce en un mayor valor de la empresa fusionada respecto al valor de las compañías analizadas de manera independiente. De manera sencilla, podríamos establecer una ecuación que explique el concepto de sinergia en relación con los beneficios de una compañía:

$$\mathbf{B^{\circ} Empresa A + B^{\circ} Empresa B < B^{\circ} Empresa A+B Fusionada}$$

Dicha explicación se encuadra de manera correcta en un concepto básico de sinergia. Sin embargo, aplicado a la realidad, y más a un proceso de fusión de empresas, será necesario realizar una serie de precisiones, haciendo la valoración de sinergias más compleja. En primer lugar, porque dicho proceso de fusión generará una serie de costes que contrarrestarán el efecto de las sinergias. Uno de estos costes puede ser, por ejemplo, la prima de adquisición que, según el profesor y economista de prestigio, se podría definir como la cantidad pagada que excede del valor de mercado de una compañía en su

adquisición con el fin de poder ejercer la toma de control y la participación en el negocio de dicha compañía (Gaughan, 2007). Por otro lado, la integración física y material de ambas compañías supondrá una serie de costes que han de tenerse en cuenta. Es por ello que tanto esta prima como otros costes deberán de tenerse en cuenta en nuestra ecuación inicial de sinergia, con el fin de analizar si verdaderamente será rentable la fusión propuesta.

Ahora bien, una vez establecido de manera teórica el concepto de sinergia como pieza fundamental para la creación de valor en un proceso de fusión o adquisición entre empresas, procedemos a analizar las sinergias y la generación de valor resultante en la fusión de Iberia y British Airways que venimos analizando. Dentro de las sinergias nos encontraremos con una alta variedad, que se pueden clasificar en (Gómez, 2014):

- I. Sinergias que provocan un incremento de ingresos. Tras la fusión de Iberia y British Airways, se produce una expansión del negocio en base a un crecimiento inorgánico, creando nuevas oportunidades y alcanzando nuevos pasajeros tras la unión de fuerzas entre ambas compañías. Al hablar de una fusión horizontal, se aumenta la cuota mercado de las aerolíneas, rebajando además el nivel de competitividad al ser previamente competidores directos, y traduciéndose en un aumento de los ingresos por medio de esta sinergia operativa. Todo ello se produce gracias a una utilización más efectiva de las herramientas de marketing por parte de la compañía fusionada, IAG, mejorando su competitividad en base a la estrategia de las 4 “P”, compuesta por: producto, precio, punto de venta y promoción.
- II. Sinergias que provocan una reducción de costes. Dicha reducción de costes, considerada también una sinergia operativa, puede provenir de una elevada variedad de factores y situaciones de las cuales se puede beneficiar la nueva empresa, IAG. Uno de ellos sería el aprovechamiento de una situación de economía de escala, en relación con los costes fijos y variables, disminuyendo así el coste unitario al conseguir compartir, y, por tanto, reducir los costes fijos de ambas aerolíneas tras la integración de ambas. También aparecen sinergias de acuerdo con recursos complementarios de ambas compañías, de manera que Iberia podrá disponer de recursos que British Airways sí posee y que antes de la fusión suponían un coste de arrendamiento y uso para la aerolínea, y viceversa. Cabe

mencionar también la reducción en costes por duplicidades e ineficiencias. Tras la fusión de Iberia y British Airways aparecieron duplicados numerosos departamentos y puestos de trabajo, así como cargos directivos e instalaciones y oficinas que pudieron ser eliminadas tras la fusión, y con ello, suponer una disminución en los costes de IAG.

- III. Sinergias financieras: Este otro tipo de sinergias miden el impacto de la fusión entre ambas aerolíneas en el coste de capital de la nueva compañía creada, IAG. Dichas sinergias reducen el coste de capital al verse disminuido el riesgo del mismo. El factor que provoca dicha disminución del riesgo es el aumento de los flujos de caja libres, causando una disminución de la volatilidad de los mismos, haciéndolos más predecibles y estables. Sin embargo, ello solo ocurre en el caso en el que las dos compañías que se fusionan no están perfectamente relacionadas. En el caso de IAG, si existe una correlación entre ambas ya que las dos empresas fusionadas se encuentran en el mismo sector y, de hecho, hasta el momento de la fusión eran competidores directos. Por ello, si el negocio de Iberia, por ejemplo, no tiene un rendimiento esperado y positivo en un determinado año debido a causas ajenas a la compañía que afectan directamente al mercado, lo normal es que dichas causas también hayan afectado también al rendimiento del negocio de British Airways y, por ello, los flujos de caja no se verían compensados

Con el fin de poder apreciar dichas sinergias mencionadas y analizar el impacto de la fusión a ambas aerolíneas, y, en consecuencia, a IAG, elaboramos una tabla con la evolución de los datos financieros más importantes desde el año 2007 hasta el año 2016. Exponemos una tabla para Iberia y otra para British Airways de manera separada con el fin de ver el impacto individual en cada una de las compañías. Del resultado de ambas nacerá el resultado final consolidado de IAG. Como podemos observar, en ambos casos omitiremos el año 2010 puesto que fue el año en el que se produjo la fusión.

Tabla 1. Evolución de datos financieros Iberia 2007-2016.

IBERIA									
	2007	2008	2009	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ingresos	5.304	5.223	4.231	4.432	4.886	4.104	4.122	4.567	4.454
EBITDA	628	198	(299)	49	(417)	(362)	(254)	427	485
EBIT	413	5	(475)	(62)	(560)	(501)	(402)	550	171
Rdo. Ejercicio	328	32	(273)	(27)	(598)	(493)	391	472	153
Deuda F. Neta	(613)	(969)	(549)	(463)	(328)	(836)	(775)	(841)	(784)

Elaboración propia. Fuente: Cuentas anuales consolidadas Grupo Iberia
(* En millones de euros)

En primer lugar, nos encontramos con los datos financieros de Iberia a lo largo de estos años. Como podemos observar, en cuanto a nivel de ingresos, se vio fuertemente afectada con la llegada de la crisis materializada en el año 2009 donde los ingresos cayeron en un 20%, justo un año antes de la fusión. Desde la fusión, Iberia ha conseguido mantenerse con unos ingresos estables, incluso con una ligera tendencia hacia arriba, especialmente entre en los años 2011 y 2012, además del incremento entre 2014 y 2015. Si es cierto que ha sufrido alguna bajada también, sin embargo, no especialmente brusca. Creemos que esta estabilidad se debe, principalmente, a los beneficios y sinergias producidos por la fusión con British Airways. Si bien lo normal es que dichos ingresos aumenten, en este caso este incremento se ve contrarrestado con el periodo de recesión económica, lo que no quita que las sinergias operativas existan. Ello da como resultado unos resultados estables, lo que le ha permitido a Iberia mantenerse en el sector e ir recuperando su posición fuerte en el mercado a medida que la crisis económica iba cesando, con unas grandes proyecciones de futuro, especialmente meritorio tras la situación crítica en la que se encontraba en el año 2009, cuando lo peor de la crisis estaba por llegar.

Ello también se ha visto reflejado en el resultado del ejercicio, los cuales han ido en aumento desde el año 2012 en la mayoría de los años, destacando especialmente en el año 2014, donde la salida de la crisis económica junto con la consolidación de las sinergias de la fusión provocó un relanzamiento de los beneficios de la aerolínea alcanzando los 391 millones de euros, y siendo el primer resultado del ejercicio positivo desde el tímido beneficio de 32 millones de euros en el año 2008. Por último, en cuanto

a la deuda financiera neta, si bien en el año 2013 se vio fuertemente incrementada, desde entonces existe una tendencia de decrecimiento, aunque no continua, situándose en 784 millones de euros, con expectativas de seguir decreciendo a lo largo de los próximos años.

Tabla 2. Evolución de datos financieros de British Airways 2007-2016

BRITISH AIRWAYS									
	2007	2008	2009	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ingresos	8.215	8.509	7.530	9.987	10.827	11.421	11.719	11.333	11.443
EBITDA	1.570	474	501	1.201	953	1.430	1.806	2.000	2.158
EBIT	878	(220)	(231)	518	233	708	975	1.239	1.389
Rdo. Ejercicio	726	(358)	(425)	672	(100)	281	702	1.345	2.508
Deuda F. Neta	(991)	(1.310)	(2.382)	(4.943)	(5.743)	(5.852)	(4.976)	(4.769)	(3.709)

Elaboración propia. Fuente: Cuentas anuales consolidadas Grupo British Airways
 (*) En millones de libras

En segundo lugar, hemos elaborado también los datos financieros de British Airways a lo largo de los mismos años, omitiendo de nuevo el año 2010 al ser el año en el que se llevó a cabo la fusión. Como adelantamos en epígrafes anteriores de nuestro trabajo de investigación, el volumen de British Airways es notoriamente mayor, llegando incluso a duplicar los ingresos con respecto a Iberia. British Airways, en cuanto a su nivel de ingresos, sí que pudo ver reflejado en su cuenta de pérdidas y ganancias el efecto de las sinergias operativas en el proceso de fusión. Entre el año 2009, año anterior a la fusión, y el año 2011, año posterior a la fusión, sus ingresos se vieron incrementados en casi un 33%, sin dejar su tendencia de crecimiento en los años posteriores, alcanzando los 11.719 millones de libras de ingresos en el año 2014. Todo ello en el mismo contexto que hemos mencionado anteriormente con Iberia, encontrándonos en plena recesión económica que afectó fuertemente al sector aéreo. Sin embargo, en el caso de British Airways, debemos tener en cuenta que la aerolínea británica sí que había llevado a cabo su plan de reestructuración, con un fuerte recorte de plantilla durante años anteriores a la fusión, a diferencia de la aerolínea española, por lo que sí que se vio reflejado de manera más directa el impacto de las sinergias, sin que hubiesen sido contrarrestadas de manera tan pronunciada como en el caso de Iberia.

Podríamos decir que tanto la evolución del EBIT como la del EBITDA sigue la misma línea que la comentada en los ingresos en el párrafo anterior, por lo general. Simplemente destacar la pequeña excepción en el año 2012, donde existe un incremento notorio de la partida *COGS -Cost of Goods Sold-*, la cual se ve incrementada en más de 100 millones de libras con respecto al año anterior. Ello, junto con un incremento de la deuda, y por tanto, un aumento en el pago de intereses, provoca el único resultado negativo de la compañía británica desde la fusión en el año 2010 de 100 millones de euros. El resto de los años presentan un resultado del ejercicio positivo, que va creciendo año tras año con respecto al año anterior, a excepción del ya comentado año 2012. Por último, hacer hincapié y reiterar el tema de la deuda, y es que la situación de apalancamiento de la aerolínea británica ya era suficientemente seria en el momento de la fusión. A pesar de ello, hasta el año 2013 ha seguido creciendo incluso más, alcanzando los 5.852 millones de libras. Sin embargo, desde ese año, si es cierto que el nivel de deuda financiera neta adquirió tras ese límite una tendencia de decrecimiento, habiendo disminuido su deuda en casi un 40% en tan solo 3 años. La idea de la aerolínea británica es continuar reduciendo este nivel de apalancamiento a lo largo de los próximos años.

4. VALORACIÓN DE IAG

Como estuvimos mencionando a lo largo de la introducción, también incluiremos una valoración de International Airlines Group, IAG, que consiste en otra pieza clave de nuestro trabajo de investigación. Como ya adelantábamos, la idea es llevar a cabo una valoración de distinta manera a la ordinaria. Si bien lo normal es valorar en un momento actual una compañía, lo que nosotros pretendemos es retroceder en el tiempo, concretamente al comienzo del año 2011, y hacer una valoración de la compañía en ese momento. Los métodos que utilizaremos para dicha valoración será el descuento de flujos de caja *-DCF-*, y el método de compañías comparables.

De esta manera, aunque ahora profundizaremos en ello, utilizaremos para el descuento de flujos de caja los datos financieros de los años posteriores a nuestro momento temporal, más concretamente los datos financieros correspondientes a los años 2011 a 2017. Son datos a los que tenemos acceso a través de las cuentas anuales

consolidadas por el grupo IAG. Por tanto, haremos un descuento de flujos de caja sin necesidad de predecir los mismos en un futuro, lo que suele ser lo habitual, puesto que ya han ocurrido, son reales, y tenemos acceso a la información. Por otro lado, para la valoración por múltiplos, también usaremos los datos de las compañías comparables en ese momento, en enero de 2011, lo cual nos aportará también una valoración hipotética de IAG. Una vez valorada la compañía por estos métodos, haremos un contraste con la valoración que se hizo de la compañía en el momento de la fusión, comparándolo con su capitalización bursátil en el comienzo de su cotización.

4.1. Descuento de flujos de caja -DCF-

El método de valoración más habitual es el método por descuento de flujos de caja, el cual trata “de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero -*cash flows*- que generará en el futuro, para luego descontarlos con una rentabilidad exigida apropiada según el riesgo de dichos flujos” (Fernández, 2015). El profesor defiende la idea de que el método mencionado constituye “el único método de valoración conceptualmente correcto”. Esto se debe a que el valor de las acciones que constituyen una compañía depende de manera directa de la capacidad de la misma de generar flujos de caja. Además, en dicho método se establece una tasa de descuento determinada a la que se descontarán los flujos de caja mencionados. Dicha tasa de descuento constituye un factor fundamental en el método, siendo el resultado final muy sensible a la misma (Fernández, 2015). Por último, se presupone una continuidad del negocio en la mayoría de los casos, por lo que habrá que determinar, tras establecer los años para el descuento de flujos de caja, un valor residual en base a una tasa de crecimiento constante “*g*”, asumiendo de esta manera un crecimiento perpetuo de los flujos de caja en los años próximos al último año de nuestro análisis, sin un límite temporal (Fernández, 2015). Es decir, lo que venimos a determinar con el valor residual es que la compañía seguirá operando por tiempo indefinido, y que sus flujos de caja crecerán de manera constante a una tasa determinada de crecimiento que hemos denominado “*g*”.

4.1.1. Flujos de caja libre

El primer elemento a determinar en el método mencionado son los flujos de caja de cada año. Como hemos comentado, en nuestro trabajo de investigación no vamos a predecir flujos de caja futuros, acudiremos a las cuentas anuales consolidadas del grupo IAG y extraeremos los flujos de caja de las mismas correspondiente a los años entre 2011 y 2017. De esta manera, nuestro resultado será una valoración de la compañía IAG en enero de 2011.

Lo que nosotros estamos buscando son los flujos de caja libres. Estos son calculados partiendo del beneficio antes de intereses e impuestos *-EBIT-*, a lo que le aplicamos la tasa impositiva de manera directa, sin tener en cuenta los intereses pagados que sería el proceso ordinario en una cuenta de pérdidas y ganancias. Posteriormente, debemos añadir las depreciaciones y amortizaciones que estén registradas para dicho ejercicio económico. Éstas se tienen en cuenta ya que la idea es calcular el movimiento de dinero efectivo, y las depreciaciones y amortizaciones no constituyen una verdadera salida de dinero, sino que corresponde a un mero apunte contable. Posteriormente, tendremos que tener en cuenta la cantidad de dinero destinada a la inversión en activo fijo, lo que se conoce como *CAPEX -Capital Expenditures-*, y el dinero destinado a las necesidades operativas de financiación, NOF, lo que se conoce también como *Working Capital*. Para calcular esto último que mencionamos, debemos acudir al balance de situación y calcular la diferencia entre la suma de inventarios y clientes, y la suma de proveedores y provisiones (Fernández, 2015). Debemos de tener en cuenta, en relación con las NOF, se resta el incremento de las mismas con respecto al año anterior, es decir, si la diferencia entre el año n y el año $n-1$ es positiva, esa cantidad se restará. Por el contrario, si es negativa, dicha cantidad se tendrá en cuenta de manera positiva para el cálculo del flujo de caja libre.

Tabla 3. Flujos de caja libre para años 2011-2017.

Flujos de caja libre (FCF)							
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
EBIT	444	(613,0)	527,0	1.029,0	2.318,0	2.484,0	2.727,0
- Taxes	(88,8)	(122,6)	(105,4)	(205,8)	(463,6)	496,8	545,4
+ D&A	969,0	1.414,0	1.014,0	1.117,0	1.307,0	1.287,0	1.184,0
- CapEx	(1.071,0)	(1.239,0)	(2.196,0)	(2.622,0)	(2.040,0)	(3.038,0)	(1.490,0)
-/+ Variación Working Capital	(115,0)	312,0	320,0	426,0	(627,0)	83,0	582,0
TOTAL FCF	138,2	-248,6	-440,4	-255,8	494,4	1.312,8	3.548,4

Elaboración propia. Fuente: Cuentas anuales consolidadas Grupo IAG

(*) En millones de euros

En la Tabla 3, nos encontramos con los flujos de caja libre con los datos correspondientes extraídos de las cuentas anuales consolidadas de IAG. Como podemos observar, algunos de los flujos de caja libre calculados son negativos, lo que no nos impedirá realizar nuestro descuento de flujos de caja. Tendríamos un problema a la hora de aplicar nuestro método de valoración si el valor terminal o residual fuese negativo, pero no será el caso, como veremos posteriormente.

4.1.2. WACC

Una vez calculados nuestros flujos de caja libres, procedemos a calcular nuestra tasa de descuento. Como hemos mencionado anteriormente, los flujos de caja se descontarán a esta tasa de descuento que suele ser, por lo general, el *Weighted Average Cost of Capital -WACC-*. De acuerdo con el profesor Pablo Fernández, el *WACC* se puede traducir como el coste ponderado de los recursos o el coste ponderado de la deuda y los recursos propios después de impuestos. Al fin y al cabo, no es más que un “promedio ponderado de dos magnitudes muy diferentes”. Por un lado, se ve afectado por el coste de la deuda; y, por otro lado, por la rentabilidad esperada por los accionistas. Es por ello que el profesor defiende que al *WACC* no se le puede denominar ni un coste, ni tampoco una rentabilidad exigida, ya que precisamente es un promedio ponderado entre ambos. También menciona la principal diferencia entre ambas, y es que el si el coste de la deuda no se satisface, ello puede acarrear consecuencias serias para la compañía, pudiendo desembocar incluso en un concurso de acreedores y la posterior liquidación de la empresa. Sin embargo, si no se cumple con la rentabilidad exigida por los accionistas, las consecuencias de ello no son tan relevantes, e incluso en ocasiones, a largo plazo, puede

no tener consecuencia alguna, salvo el despido de algún alto cargo de la empresa (Fernández, 2015).

En nuestro trabajo de investigación procederemos a realizar la valoración con la utilización de dos *WACC* distintas. Por un lado, haremos nuestro propio cálculo teórico de la misma, el cual describiremos a continuación; y, por otro lado, consultaremos el valor real del *WACC* acudiendo a la plataforma de Bloomberg. Será interesante ver el contraste entre ambas, y, sobre todo, el contraste entre las valoraciones resultantes de la compañía en función de si utilizamos una u otra.

En primer lugar, nos iremos al cálculo teórico del mismo. Para ello tendremos que ir paso por paso, comenzando por calcular la rentabilidad exigida por los accionistas representado como " K_e ". La manera habitual de calcular dicha rentabilidad exigida consiste en acudir al modelo *Capital Asset Pricing Model -CAPM-*, que se basa en asumir que la tasa de rentabilidad de los activos con riesgo está relacionada con una función de su covarianza junto con el riesgo de mercado (Fernández, 2005). Los elementos que componen el modelo *CAPM* son: una tasa libre de riesgo, " R_f ", para la cual utilizaremos la rentabilidad del bono alemán a 10 años; una beta " β ", que representa la volatilidad o riesgo sistemático de un activo en comparación con el mercado en su conjunto, y que estimaremos por medio de un modelo NODERLEFASE; y una rentabilidad de mercado, " R_m ", la cual la extraeremos de los datos del mercado.

En cuanto a la beta, para estimarla procedemos a acudir a un modelo utilizado comúnmente por numerosos expertos economistas que consiste en una serie de parámetros (de ahí el nombre, cada letra de NODERLEFASE es la letra inicial de un parámetro, los cuales veremos a continuación) que serán puntuados de 1 al 5 en función de la contribución al riesgo de cada uno de ellos. Posteriormente, cabe determinar la ponderación adecuada para cada uno de los factores que componen el método (Fernández y Bermejo, 2009).

Tabla 4. Cálculo de Beta (β) cualitativa - Método NODERFELASE.

Cálculo de la beta cualitativa			Riesgo					Riesgo ponderado
Ponderación			Bajo 1	Normal 2	Notable 3	Alto 4	Muy alto 5	
25% N	Negocio: sector/producto..				3			0,75
10% O	Apalancamiento operativo		1					0,1
10% D	Directivos		1					0,1
5% E	Exposición a otros riesgos (divisa)			2				0,1
15% R	Riesgo país		1					0,15
5% F	Flujos. Estabilidad			2				0,1
15% E	Endeudamiento asignado			2				0,3
5% L	Liquidez de inversión			2				0,1
5% A	Acceso a fuentes de fondos		1					0,05
2% S	Socios		1					0,02
3% E	Estrategia		1					0,03
100%								1,8
Beta de los recursos propios			0,9					

Elaboración propia. Fuente: Pablo Fernández y Vicente J. Bermejo. IESE Business School, Universidad de Navarra.

Como podemos observar, al estimar la beta por medio del método propuesto, hemos considerado que el sector aéreo se podría considerar notablemente arriesgado, especialmente por la volatilidad, la fuerte exposición a un clima de recesión económica (como pudimos observar en 2010) además de su fuerte relación con una variable volátil cuyo control no está a su alcance como es el petróleo, que, como ya mencionamos al comienzo de este trabajo de investigación, supone un elemento fundamental llegando a suponer hasta un 30% de los costes totales de una aerolínea. Consideramos también que existe un riesgo normal en la exposición a otros riesgos como la divisa, por el mero hecho de existir dentro de IAG la libra esterlina por parte de British Airways, y el euro por parte de Iberia, a pesar de que la divisa oficial del grupo consolidado es el euro, como podemos observar en sus cuentas anuales. También hemos considerado un riesgo normal en los flujos y su estabilidad, parcialmente relacionado por el comportamiento del sector y del producto del que mencionábamos previamente. Por último, asumimos un riesgo nivel 2 también en el endeudamiento asignado y en la liquidez de inversión, sobre todo por el elevado endeudamiento del grupo, donde destaca, sin duda y como hemos ido viendo a lo largo del trabajo, la deuda financiera de British Airways.

Ahora bien, para proseguir con el cálculo teórico del *WACC*, una vez tenemos nuestra beta, acudimos a la información provista del mercado para conseguir la prima de mercado óptima para llevar a cabo la valoración, así como la tasa libre de riesgo, para la

cual nos centraremos en el bono alemán a 10 años. Por un lado, nos encontramos con una prima de mercado, “ R_m ”, del 6%. Por otro lado, establecemos nuestra tasa libre de riesgo, “ R_f ”, en 1,8%. Y con ello ya reunimos todos los datos para calcular nuestra rentabilidad exigida por los accionistas, K_e . Acudiendo a Fernández y Bermejo, obtenemos la fórmula del *CAPM*:

$$R_a = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

Tabla 5. Rentabilidad exigida por los accionistas (K_e) – Modelo *CAPM*.

	Teórico
Coste de los recursos propios (K_e) = $R_f + \beta (R_m - R_f)$	
Tasa libre de riesgo (R_f)	1,81%
Prima de riesgo ($R_m - R_f$)	6,50%
Beta (β)	0,9
Coste de los recursos propios (K_e)	7,66%

Elaboración propia. Fuente: Mercado.

Una vez calculada la rentabilidad exigida por los accionistas “ K_e ”, procedemos a calcular el otro elemento que compone el *WACC*, el coste de la deuda. Para alcanzar un coste de la deuda estimado, acudiremos a las cuentas anuales de Iberia en el año 2010. Nos dirigiremos a la cuenta de pérdidas y ganancias donde extraemos la cantidad de intereses pagados ese año, y lo dividiremos entre el principal de la deuda de la compañía reflejado en el balance.

Tabla 6. Coste de la deuda (Kd).

	Teórico
Coste de la deuda (Kd)	
Intereses pagados en PyG Iberia 2010	34,00
Deuda en Balance de Situación Iberia 2010	686,00
Coste de la deuda (Kd)	4,96%

Elaboración propia. Fuente: Cuentas Anuales Consolidadas Iberia 2010.

(*) *En millones de euros*

Siguiendo con nuestro cálculo teórico del *WACC*, ya tenemos nuestro coste de deuda y nuestra rentabilidad exigida por los accionistas. Por ello, solo nos faltaría calcular la ponderación de cada uno de ellos, y aplicar la fórmula del *WACC*:

$$WACC = K_e \cdot \% RRPP + K_d (1 - t) \cdot \% RRAA$$

La fórmula viene a multiplicar el coste de la deuda por el porcentaje de los recursos ajenos en base a su ponderación proporcional en las fuentes de capital de la compañía, no sin antes aplicar la tasa impositiva al coste de la deuda puesto que ésta tiene una ventaja, y es que se considera deducible fiscalmente. Con la ponderación proporcional nos referimos a que la compañía estará financiada por capital propio y por capital ajeno, y juntos forman el 100% de las fuentes de capital de la compañía. Pues bien, esa parte proporcional que se financia por recursos ajenos será el porcentaje de recursos ajenos que aplicamos en la fórmula. Con la rentabilidad exigida por los accionistas ocurre lo mismo, multiplicaremos esa rentabilidad calculada anteriormente por el porcentaje de recursos propios, que será lo restante una vez calculado el porcentaje de recursos ajenos. Asumimos un tipo impositivo del 30% que estaba vigente en el año 2010 según el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

Tabla 7. WACC Teórico.

	Teórico
WACC = $K_e * \% RRPP + K_d * (1-t) * \% RRAA$	
K_e	7,66%
$\% RRPP = \text{Capitalizacion}/(\text{Capitalizacion} + \text{Deuda financiera neta})$	75,66%
$K_d (1-t)$	3,72%
$\% RRAA (1 - \%RRPP)$	24,34%
WACC	6,70%

Elaboración propia.

Con esto hemos completado el cálculo teórico del *WACC*, que es de un 6,70%. Como hemos comentado anteriormente, procederemos a hacer dos valoraciones distintas, una con el *WACC* teórico que hemos calculado, y otra con el *WACC* que hemos obtenido de Bloomberg a 31 de diciembre de 2010, que es de un 10,35%. Como podemos observar, existe una fuerte diferencia entre ambos, lo que hará más interesante aún el contraste entre las valoraciones resultantes, incluyendo la capitalización en el comienzo de la cotización de IAG y los términos de la fusión. Cabe mencionar en relación con este tema y es el papel fundamental que juega el *WACC* como tasa de descuento a la hora de valorar una compañía por el descuento de flujos de caja. Pequeñas variaciones en los cálculos, ya sea en la Beta, en el coste de la deuda o en la prima de mercado, tiene un enorme impacto en el resultado final de valoración, resultado que se convierte en extremadamente sensible a esta tasa de descuento. Por todo ello, se requiere una elevada precisión en los cálculos, con prudencia y exactitud. Situación similar se encuentra la tasa de crecimiento, y es que asumir un crecimiento constante de los flujos de caja de una compañía por tiempo indefinido es una fuerte asunción. Por ello hay que ser muy prudente con esta tasa de descuento, ya que en un país desarrollado con una economía madura y en la situación en la que nos encontramos actualmente, es muy improbable encontrarnos tasas de crecimiento constante por encima del 3%.

A continuación, y, por último, antes de descontar nuestros flujos de caja, nos faltaría calcular el valor residual. Sin embargo, como él mismo está afectado por el *WACC*, procedemos a hacer una breve explicación, y su cálculo se llevará a cabo en cada

uno de los escenarios posteriores en función de si utilizamos un *WACC* u otro. Dicho valor terminal, como también se suele denominar, se calcula por medio del modelo de *Gordon-Shapiro*. En dicho modelo, se asume una tasa de crecimiento constante “g”, lo que significaría un crecimiento constante indefinido de los flujos de caja de una compañía. Para calcular de manera efectiva la tasa de crecimiento, se suele acudir al PIB de un país, o a los índices de inflación, por ejemplo. Ciñéndonos al caso que nos concierne, cabe mencionar ciertas peculiaridades al tratarse de una empresa internacional como IAG. En nuestro caso, lo adecuado sería acudir a las ventas de la compañía, y hacer una segmentación de los ingresos en función del país del que provengan. Una vez delimitados los ingresos, habría que aplicar como tasa de crecimiento el PIB de cada uno de los países de los que provienen los ingresos de manera ponderada en función de dicha delimitación. Sin embargo, La falta de información para realizar dicho estudio nos obliga a asumir una tasa de crecimiento determinada. Por ello, debido a las características del mercado y el sector en el que nos encontramos, y acudiendo a la información del mercado, podemos asumir una tasa de crecimiento “g” del 1%. Para calcular el valor residual habría que coger el flujo de caja del año 2017 recogido en la tabla 3, y multiplicarlo por nuestra a tasa de crecimiento. Dicho resultado será descontado a la diferencia entre nuestro *WACC* y la “g”. Observamos la fórmula: (Gutmann, 2013)

$$VR = \frac{FCF_n \cdot (1 + g)}{K - g}$$

Una vez llegado a este punto, procedemos a llevar a cabo nuestras valoraciones en función de los distintos *WACC* de los que disponemos. En función de uno u otro, nuestros flujos de caja y nuestro valor residual serán descontados a una tasa u otra, y por ello las valoraciones serán distintas.

4.1.3. Valoración con *WACC* (1) Teórico

Como fase final, a continuación, procedemos a llevar a cabo el cálculo del valor terminal, y tras ello, el descuento tanto de los flujos de caja como de este valor residual con el fin de alcanzar un valor empresarial en base al *WACC* teórico obtenido. Una vez alcanzado este valor, restaremos la deuda financiera neta con el fin de llegar al valor de los fondos propios, el *Market Equity Value -MEV-*, y así poder compararlo posteriormente

con la capitalización bursátil y los términos acordados de fusión en base al valor nominal de las acciones emitidas de IAG en el momento de su constitución.

Tabla 8. Valor residual con WACC (1) - Modelo Gordon Shapiro.

Valor Residual - Gordon Shapiro	
Flujo de Caja Libre 2017	3548,40
Tasa de crecimiento (g)	1,00%
WACC	6,70%
Valor Residual	53.489,32

Elaboración propia.

(*) En millones de euros

Nos encontramos con un valor residual de 53.489,32 millones de euros, utilizando, como hemos dicho, nuestro *WACC* teórico de 6,70%. Como hemos comentado anteriormente, el método utilizado es el de Gordon Shapiro, donde el elemento fundamental y que no habíamos empleado anteriormente es la tasa de crecimiento constante “g”, la cual tiene un impacto tanto en el flujo de caja del numerador, al multiplicarse por el flujo de caja del último año; como en el denominador, ya que en este caso se utiliza la diferencia entre el *WACC* y la “g” establecida.

Tabla 9. Valor de los fondos propios con WACC (1) - Método DCF.

Descuento de Flujos de Caja Libre							
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Flujo de caja libre	138,2	-248,6	-440,4	-255,8	494,4	1.312,8	3.548,4
Valor residual							53.489,3
Flujos de caja libre para descontar	138,2	(248,6)	(440,4)	(255,8)	494,4	1.312,8	57.037,7
Valor flujos descontados 31 de diciembre de 2010	129,5	(218,4)	(362,5)	(197,4)	357,5	889,6	36.224,8
WACC (1)	6,70%						
Suma de flujos de caja libre descontados	3.254,20						
Valor residual	33.971,20						
Valor Empresarial (EV)	37.225,47						
- Deuda Financiera Neta	189,00						
Valor de los Recursos Propios (MEV)	37.414,47						

Elaboración propia.

(*) En millones de euros

Aplicando una WACC de 6,70%, logramos un valor empresarial de IAG a 31 de diciembre de 2010 de 32.225,47 millones de euros. Como podemos observar en la tabla 9, los flujos de caja han sido descontados a nuestro WACC, así como el valor residual. La suma de los flujos de caja descontados, junto con el valor residual descontado, nos proporcionan el valor empresarial, o *Enterprise Value (EV)*. Ahora bien, a nosotros lo que nos interesa es alcanzar el valor de los recursos propios, el *Market Equity Value (MEV)*, a partir de este valor empresarial, para lo cual tendremos que descontar la deuda financiera neta. Para llegar a la deuda financiera neta tendremos que acudir al balance de situación de Iberia en el año 2010, y a las partidas de deuda tanto a largo como a corto plazo le tendremos que restar el efectivo y otros activos líquidos equivalentes que se encuentren en el activo corriente. En este caso, que no suele ser lo habitual, estos activos líquidos equivalentes son mayor que la deuda financiera bruta, por lo que la deuda financiera neta es negativa, y por tanto tendrá que ser sumada al valor empresarial para alcanzar el valor de los recursos propios, que equivalen a 37.414,47 millones de euros.

4.1.4. Valoración con WACC (2) Real

Por otro lado, procedemos a realizar el mismo procedimiento solo que aplicando ahora el WACC real obtenido de Bloomberg directamente, de un 10,35%. Como hemos visto en nuestro modelo, este cambio en la tasa de descuento afectará de manera notoria tanto al valor residual como a la valoración empresarial y, por consiguiente, al valor de los fondos propios, más aún cuando la diferencia entre los WACC es elevada, como este caso. El procedimiento será el mismo, descontar tanto los flujos de caja como el valor residual a una tasa de descuento, y sumarlos con el fin de alcanzar un valor empresarial de IAG, para posteriormente llegar al valor de los fondos propios de la compañía.

Tabla 10. Valor residual con WACC (2) - Modelo Gordon Shapiro.

Valor Residual - Gordon Shapiro	
Flujo de Caja Libre 2017	3548,40
Tasa de crecimiento (g)	1,00%
WACC	10,35%
Valor Residual	34.626,89

Elaboración propia.

(*) En millones de euros

En esta ocasión, nos encontramos con un valor residual de 34.626,89 millones de euros que, en contraste con el resultado del *WACC* (2), es notoriamente menor, lo cual tiene todo el sentido. Al ser la tasa de descuento mayor, el valor residual disminuye. Comenzamos a observar la fuerte sensibilidad de la valoración en torno al valor del *WACC*. El método empleado ha sido el mismo, el modelo de Gordon Shapiro, utilizando además la misma tasa de crecimiento “g”, del 1%.

Tabla 11. Valor de los fondos propios con WACC (2) - Método DCF.

Descuento de Flujos de Caja Libre							
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Flujo de caja libre	138,2	(248,6)	(440,4)	(255,8)	494,4	1.312,8	3.548,4
Valor residual							34.626,9
Flujos de caja libre para descontar	138,2	(248,6)	(440,4)	(255,8)	494,4	1.312,8	38.175,3
Valor flujos descontados 31 de diciembre de 2010	125,2	(204,2)	(327,7)	(172,5)	302,1	727,1	19.159,1
WACC (1)	10,35%						
Suma de flujos de caja libre descontados	2.781,45						
Valor residual	17.378,29						
Valor Empresarial (EV)	20.159,84						
- Deuda Financiera Neta	189,00						
Valor de los Recursos Propios (MEV)	20.348,84						

Elaboración propia.

(*) En millones de euros

En este caso, como viene representado en la tabla 11, aplicamos nuestro *WACC* (2), el cual ya sabemos que es notoriamente superior, de 10,35%. Ello vuelve a tener un fuerte impacto en el valor empresarial de la compañía calculada. En esta ocasión, el *Enterprise Value* alcanza los 20.159,84 millones de euros, y, tras tener en cuenta la deuda financiera neta, que permanece igual en ambos supuestos, llegamos a un valor de los recursos propios de 20.438,84 millones de euros. Como podemos observar, una diferencia de 3,65 puntos porcentuales en el *WACC* a la hora de hacer una valoración por descuento de flujos de caja supone, en este caso, una reducción de más de un 45% del valor empresarial. En este escenario podemos observar con una claridad máxima y aplicado a la práctica lo que veníamos comentando anteriormente sobre la enorme sensibilidad del *WACC* en el método de descuento de flujos de caja, donde pequeños cambios porcentuales de la tasa de descuento, debido a décimas arriba o abajo en la beta o pequeñas variaciones en la prima de mercado, por ejemplo, supondrán una variación abismal en el valor empresarial de una compañía. Cuanto más grande sea la compañía, más diferencia bruta en millones

de euros habrá entre los distintos valores empresariales alcanzados por medio de dos *WACC* distintas. De aquí la importancia de que los bancos de inversión sean muy meticulosos con los *WACC* empleados, y elaboren numerosos escenarios con el fin de poder ser lo más exacto y preciso posible, teniendo en cuenta numerosas circunstancias que pueden afectar al mismo, y sabiendo ponderar bien el impacto de cada una de ellas.

4.2. Método de compañías comparables

Otro método de valoración posible consiste en el método de compañías comparables. La idea de dicho método es alcanzar la valoración de una compañía determinando el valor de mercado de la misma a través del valor de mercado de otras compañías comparables por analogía. La utilidad de dicho método es amplia puesto que nos permite llegar a una valoración de compañías no cotizadas. En el caso de compañías cotizadas, además este método nos ayuda a determinar si el mercado en el que se encuentra una compañía determinada se encuentra infra o sobrevalorado (Badenes y Santos, 1999). Para poner en práctica dicho método, habrá que seguir una serie de pasos. En primer lugar, hay que elaborar un análisis de la empresa que queremos valorar, teniendo en cuenta su actividad, su historia, los estados financieros y las características del sector, entre otros. Posteriormente, habrá que determinar las compañías comparables a selección en función de las similitudes de estas en relación con la empresa objetivo, precisamente en las características que habríamos analizado en el primer paso. A continuación, pasaríamos a llevar a cabo el cálculo y la selección de los múltiplos que utilizaremos para hacer la valoración, lo que vendrá seguido de la aplicación de dichos resultados a la empresa que pretendemos valorar. Por último, de entre todos los resultados obtenidos, que en ocasiones pueden presentar fuertes contrastes entre unos y otros, tendremos que seleccionar un rango de esos resultados con el fin de determinar la valoración de la empresa (Badenes y Santos, 1999).

A continuación, podemos observar cómo hemos llevado a cabo una valoración por múltiplos de la compañía IAG por medio del método de compañías comparables. Para obtener las compañías comparables hemos contado con la ayuda de la base de datos *Capital IQ*. Como podemos observar, hemos seleccionado un total de 9 aerolíneas comparables a 31 de diciembre de 2010, aunque dos de ellas no presentan datos disponibles. Lo habitual a la hora de emplear este proceso sería utilizar múltiplos en

relación con el *Enterprise Value*, como hemos hecho nosotros, y además incluir múltiplos de *equity*, como el *Price Earnings Ratio -PER-* o el *Price/Book Value*. Sin embargo, al ser el año de la fusión, IAG aún no dispone de cuentas consolidadas y hacer el *equity* combinado de ambas compañías resultaría costoso y muy inexacto. Sin embargo, estos ratios presentados de *Enterprise Value* sí que los hemos podido elaborar al simular una cuenta de pérdidas y ganancias combinada en cuanto a ingresos, EBIT y EBITDA acudiendo a las cuentas de pérdidas y ganancias del año 2010 de Iberia y British Airways.

Tabla 12. Valor de los fondos propios múltiplos – Método Compañías Comparables.

Compañías comparables de IAG a 31 de diciembre de 2010			
	EV/Ventas	EV/EBITDA	EV/EBIT
Air France-KLM SA	0,5x	10,1x	NM
easyJet plc	0,6x	6,7x	9,3x
Southwest Airlines Co.	0,8x	6,0x	9,8x
Ryanair Holdings plc	1,8x	7,9x	12,1x
Air China Limited	2,9x	10,4x	16,5x
China Eastern Airlines Corp. Ltd.	1,4x	6,7x	11,0x
Japan Airlines Co., Ltd.	-	-	-
American Airlines Group Inc.	-	-	-
Air Berlin PLC & Co.	0,2x	9,7x	NM
High	2,9x	10,4x	16,5x
Low	0,2x	6,0x	9,3x
Mean	1,2x	8,2x	11,7x
Median	0,8x	7,9x	11,0x
Valoración empresarial IAG	12.882,4	11.778,9	5.742,0
Promedio de los múltiplos		10.134,4	
-Deuda Financiera Neta		189,00	
Capitalización a 31 de diciembre de 2010		10.323,4	

Elaboración propia. Fuente: Capital IQ y Cuentas Anuales de Iberia y British Airways.

(*) En millones de euros

Las compañías escogidas para elaborar este método de valoración han sido seleccionadas en función de las similitudes que tienen éstas con IAG. Por su lado, los múltiplos seleccionados son los habituales y más relevantes en compañías comparables. Como podemos observar, tenemos unos múltiplos determinados de diversas compañías. La idea es escoger un múltiplo “medio” entre éstos, y es por eso que nosotros hemos empleado la mediana para seleccionar los mismos con el fin de aplicarlos a IAG. Una vez tenemos nuestro múltiplo, lo multiplicaremos por la partida que corresponde a IAG. Por ejemplo, si tenemos un múltiplo 7,9x EBITDA, significará que cogeremos el EBITDA de IAG, y lo multiplicamos por 7,9. El resultado será una valoración de la compañía. La idea es hacer varios múltiplos, y entre los resultados hacer un promedio entre ellos. Vemos que el múltiplo EV/EBIT es moderadamente inferior a los otros dos, y observamos como nuestro promedio de múltiplos nos da 10.134,4 millones de euros como valor empresarial. Teniendo en cuenta la deuda financiera neta, podremos obtener la capitalización de la compañía IAG por medio de múltiplos comparables, la cual es 10.323,4 millones de euros, es decir, el valor de los recursos propios o el *Market Equity Value*. Con ello podremos comparar, como haremos posteriormente, esta valoración obtenida con la valoración alcanzada por medio de los flujos de caja.

El otro método mencionado en la introducción, el de transacciones precedentes, no lo llevaremos a cabo en este trabajo de investigación debido a su inutilidad para el caso concreto, y porque viene a ser de la misma naturaleza que los comparables. Simplemente mencionar que en las transacciones precedentes los valores serán algo mayores debido al *Premium* pagado por las compañías con el fin de hacerse con el control de la misma. Es precisamente por esta razón por la que se dice que la valoración de transacciones precedentes, por lo general, serán más elevadas que la de compañías comparables.

5. CONCLUSIONES DEL TRABAJO DE INVESTIGACIÓN

En este apartado final procederemos a comentar los resultados obtenidos a lo largo de nuestro trabajo de investigación, estableciendo una serie de conclusiones en relación con el estudio y el análisis exhaustivo realizado.

Comenzaremos por comentar el sector aéreo en general, y es que ha quedado claro que no es un sector fácil de operar. En primer lugar, por el fuerte impacto de las recesiones económicas en los resultados del mismo, y es que se puede considerar que le afecta por encima de la media de otros sectores y compañías. Es cierto que numerosos vuelos se hacen por trabajo, pero un gran parte de vuelos se hace por ocio, y si hay crisis, la sociedad viaja menos, y si la gente no viaja, el sector aéreo cae en picado. Otra cuestión interesante de mencionar es los constantes retos de innovación, puntualidad tecnología y eficiencia, entre otros, a los que se enfrenta el sector aéreo. A todo ello se le puede sumar la fuerte competitividad por parte de los trenes de alta velocidad, especialmente para los vuelos a corto radio: luchar en económico y en confort con el tren de Alta Velocidad Española no es fácil. Por último, en relación con el sector comentar la fuerte exposición que existe a un elemento muy volátil, costoso, y que no puede ser controlado de ninguna manera por el sector, y es el petróleo. Merece la pena reiterar algo que hemos ido mencionando a lo largo del trabajo, y es que, con la subida del precio del petróleo durante la crisis económica, este pasó a componer hasta un total del 30% de los costes totales de un gran número de compañías. Esta exposición es arriesgada, pero a la vez irremediable, al menos a corto plazo. Todos estos factores explican la razón de la poca actividad de las grandes firmas *Private Equity* en el sector aéreo.

En cuanto a International Airlines Group como compañía, y la fusión de British Airways e Iberia, tras lo analizado y estudiado a lo largo del trabajo, nos quedan varios puntos claros. En primer lugar, que no existen una fusión perfecta; unas sinergias exactas, precisas y exageradas, ni tampoco una equidad exacta y milimétrica a la hora la fusión entre dos empresas (en la práctica consideramos que es materialmente imposible, para ello sería necesario la existencia de dos compañías idénticas, y eso no ocurre). Sin embargo, consideramos que la fusión se puede considerar como exitosa: IAG se ha convertido en un referente mundial del sector aéreo tras haber sufrido y soportado en una posición estable los momentos duros de recesión económica en el momento de su constitución y los años posteriores, si bien dicha crisis se puede considerar una de las causas de la existencia del Grupo. Y es que tanto Iberia como British Airways, una por unas determinadas circunstancias y la otra por otras muy distintas, se encontraban en una situación crítica en el año 2009, estando ambas cerca de desaparecer del mercado, siendo dos de las aerolíneas con más historia de Europa. Una necesitaba a otra, y la otra necesitaba a la una: la deuda de British Airways era insostenible, y el plan de

reestructuración de Iberia era urgente y necesario. Además, tras la salida de la crisis económica, IAG ha experimentado un incremento considerable de su volumen de negocio gracias a su plan de expansión y crecimiento prudente y efectivo, junto con una diversificación y una búsqueda de nuevas oportunidades de negocio, como Iberia Express o Level. Y es que IAG a día de hoy está formada no solo por Iberia y British Airways, sino que también forman parte del grupo Vueling, Aer Lingus, Iberia Express y Level (sin embargo, en nuestro trabajo de investigación hemos querido centrarnos en Iberia y British Airways que son los originarios). Las dos últimas compañías antes mencionadas han sido creadas para incrementar la cuota de mercado ofreciendo un servicio más *low cost*, con unos precios muy competitivos con el fin de alcanzar a todo tipo de clientes. Con todo ello, pese al riesgo del sector y numerosas otras circunstancias, IAG ha conseguido encaminar un futuro a corto y medio plazo estable, rentable y diversificado, con un servicio constantemente mejorando y una experiencia a las espaldas que no muchas aerolíneas pueden presumir de ello.

Ahora bien, en cuanto a cuestiones relacionadas con la valoración de Iberia y British Airways, debemos partir de un dato de referencia, y es que la capitalización bursátil de la compañía en su salida a bolsa se situó en torno a los 6.300 millones de euros, no excesivamente lejos de la valoración por múltiplos realizada (10.323,4 millones de euros), sobre todo en comparación con el gran diferencial entre esta capitalización bursátil y la calculada por medio del *WACC* (1) teórico (20.348,8 millones de euros), y ni que mencionar la diferencia con el calculado a través del *WACC* (2) real de Bloomberg (37.414,4 millones de euros). Con todo esto llegamos a varios puntos interesantes. En primer lugar, nos ha sorprendido la enorme diferencia entre las valoraciones obtenidas en función de un *WACC* u otro. Recalcar la fuerte sensibilidad del método de flujo de caja a esta tasa, como hemos podido comprobar en nuestro trabajo. Pequeños cambios porcentuales en el *WACC* pueden suponer diferencia de muchos millones de euros en la valoración. Posteriormente, ha sido interesante poder haber hecho un *WACC* con unos flujos de caja exactos y reales, puesto que obviamente ello no existe en la vida real, ya que son todo estimaciones, y no hay estimación mejor que el valor exacto que se quiere estimar. Con flujos de caja negativos en determinados años, unas fuertes irregularidades y numerosos acontecimientos que ocurren de la noche a la mañana y que pueden tener un impacto notorio en el sector aéreo, entre otras muchas circunstancias, nos hemos dado cuenta la extrema complicación de estimar unos flujos de caja a la hora de hacer una

valoración de una aerolínea, por ejemplo. Ello nos lleva a que pensar que, a pesar de que el método de descuento de flujos de caja como método de valoración es reconocido por el profesor Pablo Fernández como el único “conceptualmente correcto”, desde luego que se queda muy lejos de materialmente acertado. Si es verdad que esta afirmación no sorprende leerla en los libros, sin embargo, desde el punto de vista de un estudiante, verlo en un caso real tan contrastado y diferente da mucho que reflexionar. Y pensar cómo un método puede ser tan imperfecto, cuando de él dependen, en numerosas ocasiones, operaciones de millones y millones de euros en el mercado. Pero claro, es imperfecto para todos, y por ello acaba siendo el método más “correcto” frente al resto.

Volviendo de nuevo a la capitalización bursátil, y tras haber contrastado los valores obtenidos, vemos que cada método y cada valoración se ve enormemente influida por un elevado número de elementos o circunstancias que muchas veces ni sabemos o ni podemos conocer. Hubiera sido curioso haber podido tener acceso a una valoración con flujos de caja estimados en el año 2011 y haberla incluido en el trabajo de investigación. Y es que obviamente, ya no solo por utilizar flujos de caja reales, aunque pasados, como hemos hecho nosotros, sino sobre todo porque no es lo mismo hacer un flujo de caja en 2010 para una compañía que en 2015: en plena crisis económica, con unos resultados macroeconómicos que alcanzarían los niveles más bajos de las últimas décadas, con una situación de una fusión reciente con un plan de integración por consolidar, con unas sinergias potenciales que debían de materializarse en los próximos años, etc. Por todo ello, en ese momento la capitalización bursátil de la compañía resultaba ser 6.300 millones de euros, lo que supone casi la mitad del resultado obtenido por múltiplos en nuestro trabajo, y casi una quinta parte del promedio de ambos resultados obtenidos por medio de la valoración realizado por el descuento de flujos de caja.

Por último, y siguiendo con la problemática de los métodos de valoración, también nos ha sorprendido la fuerte diferencia, ya no en relación a la capitalización real de la compañía en el momento de su salida a bolsa, si no la diferencia entre ambos métodos de valoración empleados en el trabajo. De nuevo nos lleva a pensar en la imprecisión e imperfección de los métodos y en el requerimiento de exactitud, análisis exhaustivo y del uso de instrumentos muy poderosos de los que disponen las grandes compañías hoy en día. Será interesante ver la evolución de los métodos de valoración en los próximos años y décadas, así como el futuro de IAG. Quién sabe si en un futuro próximo IAG no se

convierte en la compañía líder en el mundo con una posible fusión con American Airlines, por ejemplo. O igual no existe en 10 años, nunca se sabe. De ahí la enorme incertidumbre del mercado.

6. BIBLIOGRAFÍA

ACETA, Asociación de compañías españolas de transporte aéreo. (2011, mayo). *Datos y cifras*.

Badenes, C y Santos, J. (1999, 30 de agosto). *Introducción a la valoración de empresas por el método de los múltiplos de compañías comparables*. FN-462. IESE, Universidad de Navarra.

Comisión Europea. (2011). *Flightpath 2050 Europe's Vision for Aviation*.

Comisión Europea, Informe de Prensa. (2011, 1 de diciembre). *Aeropuertos de Europa en 2030: Retos futuros*.

Cúe, C. (2016, 21 de septiembre). La aventura de volar a Buenos Aires en 1946. *El País*.

Duque, J. (2017, 21 de abril). Costo promedio de capital (WACC). *ABC Finanzas*.

Empieza a cotizar en bolsa la nueva International Airlines Group. (2011, 24 de enero). *ABC*

Explore our past. (2016). Consultado el 20 de marzo de 2018, British Airways, página web corporativa History and heritage menu: <https://www.britishairways.com/es-es/information/about-ba/history-and-heritage/explore-our-past/2010-present>

Fechas clave de la crisis económica en España. (2013, 23 de octubre). *La Razón*.

Fernández, P y Bermejo, V. (2009, septiembre). *Betas utilizadas por directivos y profesores europeos en 2009*. Documento de Investigación DI-824. IESE Business School – Universidad de Navarra.

Fernandez, P. (2015). *Valoración de empresas y sensatez*. IESE Business School – Universidad de Navarra.

Fernandez, V. (2005, octubre). *El Modelo CAPM Para Distintos Horizontes de Tiempo*. Revista Ingeniería de Sistemas.

Fuster, A. (2016). Valorando una empresa por Descuento de Flujos de Caja (DFC). Obtenida el 14 de marzo de 2018, de <https://www.rankia.com/blog/bolsa-desde-cero/3170748-valorando-empresa-por-descuento-flujos-caja-dfc>

- Gaughan, P. (2007, 20 de febrero). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. 4ª edición.
- Gaviria, E. (2014, 30 de julio). *Modificaciones estructurales. La fusión (III). Las fases del proceso*. Legorburo Consultores.
- Gómez, J. (2014, 6 de julio). *Análisis de la operación de fusión entre British Airways e Iberia, la creación de IAG. Sinergias y generación de valor*. ICADE Business School.
- Gutmann, A. (2013). *How to be an Investment Banker* (pp. 299-302).
- IAG Documento de Registro Definitivo. (2010). *Documento oficial de International Airlines Group*.
- La verdad sobre Iberia. (2013, 14 de febrero). Informe de PriceWaterhouseCoopers
- Lewis y McKone. (2016, 10 de mayo). So Many M&A Deals Fail Because Companies Overlook This Simple Strategy. *Harvard Business Review*.
- Otero, L. (2010, 8 de abril). Iberia y British se fusionan para crear la quinta aerolínea mundial. *El País*.
- Overview of IAG Consolidation. (2010). *Documento oficial de International Airlines Group*.
- Oxford Economics. (2011). *Economic Benefits from Air Transport in the UK*.
- Palomo, R. (2010). Fusión de empresas. En *Enciclopedia de Economía, Finanzas y Negocios*. (pp. 5319-5321).
- Ron, P. (2017, 16 de enero). Iberia llevará a Fitur su primer avión Rohrbach Roland. *Noticias Aéreas*.
- Rozo, J. (1989). *Fusión de Empresas*. Revista Escuela de Administración de Negocios No. 7 Bogotá, Enero-Abril.
- Ruiz del Árbol, A. (2001, 3 de abril). Iberia sale a Bolsa con un valor inferior a sus fondos propios. *Cinco Días, El País*.
- Ruiz del Árbol, A. (2010, 14 de enero). Iberia crea un holding y una operadora para abordar la fase final de la fusión con British. *Cinco Días, El País*.
- Saiz, A. (2017). *Análisis financiero de la fusión del grupo IAG*. ICADE Business School.
- Segura, V. (2018, 8 de febrero). ¿Qué es lo que necesita el transporte aéreo para crecer? *Cinco Días, El País*.

Signature of Merger Plan IB-BA. (2010). *Documento oficial de International Airlines Group*.

The Merger of Iberia and British Airways. (2012, 26 de agosto). *El apasionante mundo de la empresa*.

Van der Loo, T. (2008). “No hay una fusión perfecta, pero en la de Bayer-Schering el negocio se ha reforzado”. *Expansión*.

Volando desde 1927. (2015). Consultado el 16 de marzo de 2018, Iberia, página web corporativa Acerca de Iberia: <https://grupo.iberia.es/portal/site/WebCorporativa/>

Waltuch, A. (2017). *Estudio sobre Fusiones y Adquisiciones 2017*. PriceWaterhouseCoopers Chile.

Yébenes, J. (2013, 11 de marzo). Breve historia de Iberia. *Gaceta Aeronáutica*.

Yébenes, J. (2014, 1 de diciembre). La historia del Concorde. *Gaceta Aeronáutica*.

7. ANEXO I – Tipos de cambio

Tabla 13. Tipo de cambio USD/EUR.

Tipo de Cambio USD/EUR		
Median 1 USD =		
2010	€	0,76

Elaboración propia. Fuente: fxstop.com

Tabla 14. Tipo de cambio GBP/EUR.

Tipo de Cambio GBP/EUR		
Median 1 GBP =		
1987	€	1,43
2009	€	1,12
2011	€	1,15
2012	€	1,23
2013	€	1,18
2014	€	1,24
2015	€	1,38
2016	€	1,22
2017	€	1,17

Elaboración propia. Fuente: fxstop.com