



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Valoración de la fusión de Iberia y British Airways

Autora: María Herrera Varona
Directora: Dra. María Coronado Vaca

Madrid
Abril 2014

María
Herrera
Varona

Valoración de la fusión de Iberia y British Airways



RESUMEN

En estos tiempos de crisis que corren muchas empresas se alían o fusionan como alternativa a su falta de competitividad, pues están consideradas formas rápidas de crecimiento y de mejora de su cuenta de explotación. Muchos estudios han demostrado que la mayoría de estos procesos no se desarrollan en igualdad de condiciones y es sólo una de las implicadas la que acapara todo el poder. El presente trabajo acerca de la valoración de Iberia y British Airways trata de demostrar si el proceso de fusión ha sido equitativo para ambas sociedades o si por el contrario siguen el efecto general de la oveja negra. A través de los distintos métodos de valoración se llega a la ecuación de canje 60,5% Iberia-39,5% British Airways, muy alejada de la establecida en el contrato de fusión (45% Iberia-55% British Airways).

Palabras clave: Fusión, sinergias, ecuación de canje, valoración, flujos de caja, liquidez, solvencia, endeudamiento, apalancamiento

ABSTRACT

With the global financial and economic crisis spreading across a broad front, many companies sign for mergers or strategic alliances as an alternative to their lack of competitiveness which can lead to its own demise, as they are considered to be fast-growing methods by rapidly improving its operating accounts. Many studies have proven that most of these practices are developed unevenly and is just one of the companies involved that captures all the power. The current paper based on the valuation of Iberia and British Airways seeks to demonstrate whether the merger was equitable to both companies or not. The exchange ratio 60.5%Iberia.-39,5% British Airways obtained through the different valuation methods falls far from the one established in the merger agreement (45%- 55%, British Airways).

Key words: *Merger, synergies, exchange ratio, valuation, cash flows, liquidity, financial solvency, debt, leverage*

ÍNDICE

1. Introducción.....	9
1.1 Objetivo	10
1.2 Justificación	10
1.3 Metodología	11
1.4 Estructura	13
2. Análisis de mercado.....	14
2.1. Análisis económico.....	14
2.1.1. Situación económica mundial	14
2.1.2. Situación económica de la Eurozona	16
2.1.3. Situación económica en España	17
2.1.4. Situación económica en Reino Unido (UK).....	19
2.2 Análisis de mercado: tráfico aéreo.....	20
2.2.1 Análisis histórico.....	20
2.2.2. Análisis de los ejercicios 2012 y 2013	22
2.2.3 Perspectivas transporte aéreo	25
3. Descripción de las sociedades objetivo	28
3.1. Grupo Iberia.....	28
3.1.1. Estados financieros.....	30
3.1.2. Ratios financieras	33
3.2. British Airways	35
3.2.1. Estados financieros.....	37
3.2.2. Ratios financieras	39
3.2.3 Fondo de pensiones de BA.....	40
4. ¿Por qué se fusionan Iberia y British Airways?	43
5. Proceso de valoración.....	48

5.1. Estimaciones	48
5.1.1. Iberia.....	48
5.2 Valoración absoluta	60
5.2.1. Modelo de descuento de flujos de caja.....	60
5.3. Valoración relativa.....	67
5.3.1. Múltiplos de empresas comparables	67
5.3.2. Múltiplos de transacciones comparables.....	69
5.4. Valoración final	71
6. IAG (International Airlines Group).....	73
6.1. Precio de compra de Iberia - Fusión por absorción	75
6.2. Evolución desequilibrada de Iberia y BA	77
6.2.1. Análisis de rutas	80
6.2.2. Análisis de la flota y plantilla.....	82
7. Conclusiones.....	85
ANEXOS	91
Anexo 1. Tipo de cambio USD-EUROS	91
Anexo 2. Tipos de cambio históricos libras esterlinas (£)-Euros (€).....	91
Anexo 3. Cotizaciones históricas de Iberia y BA (en euros).....	92
Anexo 4. Evolución bursátil Iberia-Ibex 35 (2010).....	92
Anexo 5. Evolución bursátil British Airways –FTSE 100 (2006-2010).....	93
Anexo 6. Estimaciones de ingresos del Grupo Iberia por región	93
Anexo 7. Estimaciones del fondo de maniobra (Working capital) del Grupo Iberia .	94
Anexo 8. Estimaciones de las necesidades operativas de financiación (NOF) de Iberia	94
Anexo 9. Estimaciones del patrimonio neto del Grupo Iberia.....	95
Anexo 10. Estimaciones del fondo de maniobra (Working capital) de BA	95

Anexo 11. Estimaciones de las Necesidades operativas de financiación (NOF) de BA	96
Anexo 12. Estimaciones del patrimonio neto de British Airways.....	96
Anexo 13. Situación actual del fondo de pensiones de BA	96
Anexo 14. Precio del petróleo.....	97

ÍNDICE DE GRÁFICOS Y TABLAS

Gráficos

Gráfico 2.1. Evolución de la tasa de desempleo a nivel mundial (%)	15
Gráfico 2.2. Inflación y PIB - Eurzona.	16
Gráfico 2.3. Evolución IPC España 2006-2013.....	¡Error! Marcador no definido.18
Gráfico 2.4. Total tráfico de pasajeros 2003-2012E (mundo)	23
Gráfico 2.5. Cuota de mercado a nivel mundial en 2013 (en PKT).	24
Gráfico 2.6. Total tráfico de carga 2003-2012E (mundo); Error! Marcador no definido.25	
Gráfico 2.7. Perspectivas tráfico aéreo por región (2013-2014).....	26
Gráfico 3.1 Resultdos de Iberia (en €millones).	31
Gráfico 3.2. Resultados de British Airways (en €millones); Error! Marcador no definido.37	
Gráfico 4.1. Comparativa de resultados Iberia y British Airways (2009-2010).....	45
Gráficos 4.2 y 4.3. Sinergias esperadas por IAG en 2011 (en €millones).....	46
Gráfico 5.1. Variación del woring capital (2008-2015E)- Grupo Iberia	¡Error! Marcador no definido.53
Gráfico 5.2. Variación del woring capital (2008-2015E)- British Airways; Error! Marcador no definido..... ¡Error! Marcador no definido.58	
Gráfico 6.1. Evolución plantilla total Iberia-British Airways (despues de la fusión)	83
Gráfico 6.2. Evolución flota de aviones Iberia-British Airways (después de la fusión).	84
Anexo Gráfico I. Cotizaciones históricas de Iberia y British Airways (en €)	92
Anexo Gráfico II Evolución bursátil Iberia-Ibex 35 (2010).	92

Anexo Gráfico III. Evolución bursátil British Airways-FTSE 100 (2006-2010)	93
Anexo Gráfico IV Evolución del precio del petróleo 2003-2014 (WTI)	97

Tablas

Tabla 2.1. Principales indicadores macroeconómicos a nivel mundial	¡Error!		
Marcador no definido.	14		
Tabla 2.2.Principales indicadores macroeconómicos - España;	¡Error!	Marcador	no
definido.	18		
Tabla 2.3. Principales indicadores macroeconómicos – Reino Unido.....	¡Error!		
Marcador no definido.	19		
Tabla 2.4. Aerolíneas comerciales globales de todo el sistema;	¡Error!	Marcador	no
definido.	21		
Tabla 3.1. Resumen de la historia de Iberia, LAE, S.A.;	¡Error!	Marcador	no
definido.	29		
Tabla 3.2.Grupo Iberia-Cuenta de resultados consolidada;	¡Error!	Marcador	no
definido.	32		
Tabla 3.3. Principales ratios financieros-Grupo Iberia;	¡Error!	Marcador	no
definido.	34		
Tabla 3.4. Resumen de la historia de British Airways Plc. (UK);	¡Error!	Marcador	no
definido.	35		
Tabla 3.5. British Airways- Cuenta de resultados consolidada;	¡Error!	Marcador	no
definido.	38		
Tabla 3.6. Principales ratios financieros-British Airways.;	¡Error!	Marcador	no
definido.	39		
Tabla 4.1 Análisis DAFO compañías aéreas	¡Error!	Marcador no	definido.
			43
Tabla 5.1.Grupo Iberia- Cuenta de resultados consolidada (estimaciones).....	¡Error!		
Marcador no	definido.		51

- Tabla 5.2. Grupo Iberia- (Balance-estimaciones)... **¡Error! Marcador no definido.**54
- Tabla 5.3. British Airways- Cuenta de resultados consolidada (estimaciones) .**¡Error! Marcador no definido.**57
- Tabla 5.4. British Airways- (Balance-estimaciones);**¡Error! Marcador no definido.**59
- Tabla 5.5. Grupo Iberia- Flujos de caja libre (FCL) **¡Error! Marcador no definido.**61
- Tabla 5.6. Grupo Iberia- Cálculo del coste de la deuda (kd);**¡Error! Marcador no definido.**61
- Tabla 5.7. Grupo Iberia-Cálculo del coste de capital (WACC);**¡Error! Marcador no definido.**63
- Tabla 5.8. Grupo Iberia- Descuento de flujos de caja libres;**¡Error! Marcador no definido.**64
- Tabla 5.9. British Airways-Flujos de caja libre (FCL);**¡Error! Marcador no definido.**64
- Tabla 5.10. British Airways- Cálculo del coste de la deuda (kd);**¡Error! Marcador no definido.**65
- Tabla 5.11. British Airways-Cálculo de la beta apalancada (β);**¡Error! Marcador no definido.**65
- Tabla 5.12. British Airways- Cálculo del coste de capital (WACC);**¡Error! Marcador no definido.**66
- Tabla 5.13. British Airways- Descuento de flujos de caja libres **¡Error! Marcador no definido.**67
- Tabla 5.14. Iberia, LAE, S.A. múltiplos de empresas cotizadas comparables ...**¡Error! Marcador no definido.**68
- Tabla 5.15. British Airways Plc. (UK)- múltiplos de empresas cotizadas comparables;**¡Error! Marcador no definido.**..... **¡Error! Marcador no definido.**69
- Tabla 5.16 British Airways e Iberia-múltiplos de transacciones comparables...**¡Error! Marcador no definido.**71

Tabla 5.17. Valoración final y ecuación de canje....	¡Error! Marcador no definido.	72
Tabla 6.1. Precio de compra de Iberia por parte de IAG	¡Error! Marcador no definido.	76
Tabla 6.2. Cuenta de pérdidas y ganancias de IAG y empresas operadoras.....	¡Error! Marcador no definido.	79
Tabla 6.3. Análisis de rutas (después de la fusión);	¡Error! Marcador no definido.	81
.....	¡Error! Marcador no definido.	81
Anexo Tabla I. Tipo de cambio USD-EUROS	¡Error! Marcador no definido.	91
Anexo Tabla II. Tipos de cambio histórico libras esterlinas-euros;	¡Error! Marcador no definido.	91
Anexo Tabla III. Estimaciones de ingresos del Grupo Iberia por región;	¡Error! Marcador no definido.	93
.....	¡Error! Marcador no definido.	93
Anexo Tabla IV. Estimaciones del fondo de maniobra (Working Capital) del Grupo Iberia	¡Error! Marcador no definido.	94
Anexo Tabla V. Estimaciones de las necesidades operativas de financiación (NOF) del Grupo Iberia	¡Error! Marcador no definido.	94
Anexo Tabla VI. Estimaciones del patrimonio neto del Grupo Iberia	¡Error! Marcador no definido.	95
.....	¡Error! Marcador no definido.	95
Anexo Tabla VII. Estimaciones del fondo de maniobra de British Airways.....	¡Error! Marcador no definido.	95
Anexo Tabla VIII. Estimaciones de las necesidades operativas de financiación (NOF) de British Airways	¡Error! Marcador no definido.	96
Anexo Tabla XI. Estimaciones del patrimonio neto de British Airways;	¡Error! Marcador no definido.	96
.....	¡Error! Marcador no definido.	96

1. Introducción

En estos tiempos difíciles en que la fuerte recesión económica y presión sobre los mercados financieros amenaza con minorar o destruir los beneficios de las empresas, su capital e infraestructuras, muchas empresas ven como única solución las alianzas estratégicas o fusiones. A esto se suma un mercado cada vez más competitivo fuertemente afectado por el poder de decisión de los consumidores que cada vez son más sensibles a variaciones en los precios debido a una menor renta per cápita disponible.

Este es el caso de las aerolíneas de bandera británica, British Airways Plc (UK) en adelante “British Airways” o “BA” y la española Iberia, Líneas Aéreas de España, S.A., en adelante “Iberia”, que se fusionan bajo el nombre de una nueva empresa, International Consolidated Airlines Group, S.A., en adelante “International Airlines Group”, “IAG” o “el Grupo” y que sale a cotizar en las Bolsas de Valores tanto de Londres como de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia a través del Mercado Continuo Español el 21 de enero de 2011.

Estudios que se vienen realizando desde hace años, muestran, sin embargo, que alrededor de dos tercios de las empresas que se fusionan acaban siendo un fracaso y terminan rompiendo el acuerdo¹. Estos procesos que en un principio se pueden considerar como una oportunidad de crecimiento rápido para las entidades implicadas, pueden esconder ahorros de costes extraordinarios o manipulaciones en la gestión del equipo directivo que lleven al fracaso inmediato o acaben desnivelando el poder entre las mismas.

En cuanto a las cotizaciones históricas de las sociedades objeto de estudio, éstas han sido muy similares, especialmente en los momentos más próximos a la fusión pues los precios promedio de los años 2008, 2009 y 2010 han sido de €2,07, €1,79 y €2,63 respectivamente para Iberia y de €2,33, €1,89 y €2,68 para British Airways (véase anexo 1). Si bien es cierto que los precios de cotización de British Airways siempre han estado un poco por encima de los de Iberia, la evolución de esta última ha sido más positiva pues en 2009 su cotización promedio cae un 13,7%, mientras que la de BA cae

¹ Peat Marwick, *Éxito y fracaso en las fusiones y adquisiciones de empresas*, estudio de KPMG

un 19% con respecto al año anterior y en 2010 sube casi un 47% mientras que BA sube un 42%.

En el mes de diciembre de 2010, Iberia cotiza a €3,24, mientras que BA lo hace a €3,16 y en lo que respecta a los primeros días de enero 2011 (hasta el día 20 antes de la salida a Bolsa de IAG), Iberia cotizaba a €3,58 y BA lo hacía a €3,52.

1.1 Objetivo

A partir del análisis de la situación económica y financiera de las dos entidades objeto de estudio y de su entorno competitivo, se pretende justificar si la ecuación de canje acordada a fecha de valoración (45% Iberia-55% British Airways) fue o no la más adecuada. Para ello se valorarán ambas compañías en el año 2010 y se determinará la proporción atribuible a cada una de ellas dentro del Grupo IAG. Se tomarán como soporte las principales ratios financieras de ambas entidades como indicadores de su viabilidad o sostenibilidad en el largo plazo pues se utilizan para medir la calidad de gestión y capacidad de hacer frente a obligaciones.

Se pretende analizar también los factores a los que se atribuían las sinergias esperadas antes de la fusión y el destino de las mismas a través de los ajustes llevados a cabo en las dos entidades, especialmente en términos de flota y plantilla y modificación de rutas. El objetivo es por tanto el de medir el grado de adecuación de la fusión a las entidades británica y española concluyendo si los resultados son de éxito o fracaso para cada una de ellas.

1.2 Justificación

La elección del tema se debe a mi principal interés por el área de valoraciones unido a un tema de actualidad como es la fusión de Iberia y British Airways y sobre la que existe diversidad de opiniones. Por otro lado, son algunas las personas de mi alrededor las que se han visto directamente afectadas o estaban hace muchos años relacionadas con la aerolínea española. Es por ello que la combinación de estos dos elementos hacía el tema perfecto para mi trabajo, pues me permitía investigar a fondo las dos compañías y realizar un análisis para determinar si el proceso de fusión ha sido

equitativo a ambas, es decir, dar con el valor actual de las compañías a fecha de valoración y justificar la distribución de las participaciones que cada una de ellas resulta tener en IAG y es que no hay nada más gratificante que dar con el valor justo.

1.3 Metodología

Todas las cuentas vienen expresadas en euros con el fin de determinar una base comparativa. Para ello, se utilizan tipos de cambio según cotizaciones del fxtop (véanse anexos 2 y 3). En lo que respecta al proceso de valoración se emplean en este informe dos métodos distintos:

- **Método basado en la rentabilidad (Income Approach)**, dentro del cual el más empleado tradicionalmente es el de Descuento de flujos de caja (DCF) por el que el valor del negocio se calcula a través del valor presente de los flujos de caja libres esperados descontados a una tasa que refleje tanto los requerimientos de retorno del mercado como el riesgo específico de la inversión y estructura de capital donde;

$$EV = \sum [FC / (1+WACC)^t] \text{ siendo}$$

EV: Enterprise Value

FC: Flujo de Caja

WACC: Weighted Average Cost of Capital

t: número de años a descontar

Por este método, la valoración se realiza considerando una duración indefinida de las actividades por lo que se proyectan los flujos de caja hasta 2015 en base a las estimaciones realizadas sobre las cuentas de balance y pérdidas y ganancias para el mismo periodo, considerando a partir de entonces un valor residual (*going concern*). Para su cálculo se utiliza la metodología de referencia de Gordon Shapiro donde;

$VR = FCL \text{ normalizado} / (WACC - g)$; siendo el FCL normalizado el del último año proyectado (2015) y;

FCL: Flujo de Caja Libre

g: tasa de crecimiento constante de los beneficios esperados

Hay que tener en cuenta que esta valoración parte de estimaciones y no de datos reales. Los procesos de fusión comienzan en 2008 y en 2010 las empresas ya no comunican sus planes de negocio individuales pues no operarán como tal sino a través de IAG. Es por ello que se establecerá un rango de valoración lo más objetivo posible teniendo en cuenta métodos complementarios del mercado.

- **Método basado en el mercado (Market Approach)**, por el que el valor del negocio se calcula a través de otros existentes en el mercado con características similares. Bajo este enfoque se utiliza tanto el método de múltiplos de compañías como de transacciones comparables.

El valor razonable de los fondos propios (*equity*) de ambas compañías se obtendrá como el valor de negocio estimado de cada una más/menos la posición financiera neta a fecha de valoración (y menos el déficit de pensiones que registraba BA en esa fecha como pérdidas actuariales no reconocidas). Se ponderará cada uno de los métodos según la sistemática tradicional de 2/3 DFC y 1/3 múltiplos, siendo este último distribuido en la misma proporción entre empresas y transacciones comparables. Con ello se pretende justificar el porcentaje de participación que mantiene cada una de ellas en IAG.

Además y para determinar este valor se ha analizado tanto información proporcionada por las propias compañías (a través de conversaciones mantenidas por medio de emails y otros) como la obtenida a través de fuentes externas, entre otras:

- Revisión de la literatura y estudios sobre la fusión de Iberia y British Airways.
- Revisión de reportajes y noticias de prensa.
- Cuentas anuales auditadas e informes de gestión de las dos compañías para el periodo 2004-2010 que permitieran realizar proyecciones lo más objetivas posible.
- Parámetros de riesgo y estructura de capital basados en información del mercado.

1.4 Estructura

El trabajo se divide en cinco partes fundamentales. En primer lugar, un análisis de mercado tanto económico como del sector en concreto, pues permite identificar tanto factores que afectan a la demanda de las aerolíneas como las capacidades de éstas para responder a las necesidades de los consumidores.

En segundo lugar, se procede a analizar la evolución histórica de ambas sociedades, su gestión operativa y la capacidad por mantenerse en el tiempo a través de las distintas ratios financieras, lo que unido al primer apartado, ayuda a explicar el tercero, ¿Por qué se fusionan Iberia y BA?

A continuación se lleva a cabo el proceso de valoración, parte fundamental del trabajo, en que se pretende estimar de la forma más objetiva posible la verdadera distribución de participaciones que tanto Iberia como BA tienen en la nueva compañía IAG.

Finalmente, se analiza la nueva sociedad resultante de la fusión y los ajustes llevados a cabo en las dos aerolíneas a partir de entonces, que servirá para valorar el principal objetivo por el que en un principio se unen.

2. Análisis de mercado

2.1. Análisis económico

2.1.1. Situación económica mundial

Prácticamente seis años después del desencadenamiento de la crisis, hasta 2013, la economía seguía sin mostrar signos de recuperación. El año 2009 representa el punto más bajo de lo que ha sido la recesión más profunda desde la Segunda Guerra Mundial.

En 2010 se esperaba que la economía comenzara a recuperarse, mostrando un crecimiento a nivel mundial del 5,2% en el PIB. Sin embargo, en 2011, 2012 y 2013 este crecimiento va seguido de una desaceleración con crecimientos del 3,9%, 3,2%, 2,9% respectivamente (véase tabla 2.1). Las principales causas son (i) el lento crecimiento, (ii) la situación de deuda soberana de los países de la zona euro y Estados Unidos y (iii) la inestabilidad del sistema bancario con una pendiente recapitalización de los bancos.

Tabla 2.1

Principales indicadores macroeconómicos

	2005		2006		2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014E		2015E	
	IPC	PIB	IPC	PIB	IPC	PIB	IPC	PIB	IPC	PIB	IPC	PIB	IPC	PIB	IPC	PIB	IPC	PIB	IPC	PIB	IPC	PIB
Europa (Zona Euro)	2,2	1,7	2,2	3,3	2,1	3,0	3,3	0,4	0,3	(4,4)	1,6	2,0	2,7	1,5	2,5	(0,6)	1,5	(0,4)	1,5	1,0	1,4	1,4
EE.UU.	3,4	2,7	3,2	2,7	2,9	1,8	3,8	(0,3)	(0,3)	(2,8)	1,6	2,5	3,1	1,8	2,1	2,8	1,4	1,6	1,5	2,6	1,8	3,4
Japón	(0,3)	1,7	0,2	1,7	0,1	2,2	1,4	13,0	(1,3)	(5,5)	(0,7)	4,7	(0,3)	(0,6)	(0,0)	2,0	0,0	2,0	2,9	1,2	1,9	1,1
China	1,8	12,7	1,5	12,7	4,8	14,2	5,9	9,6	(0,7)	9,2	3,3	10,4	5,4	9,3	2,7	7,7	2,7	7,6	3,0	7,3	3,0	7,0

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Fondo Monetario Internacional (Octubre 2013)

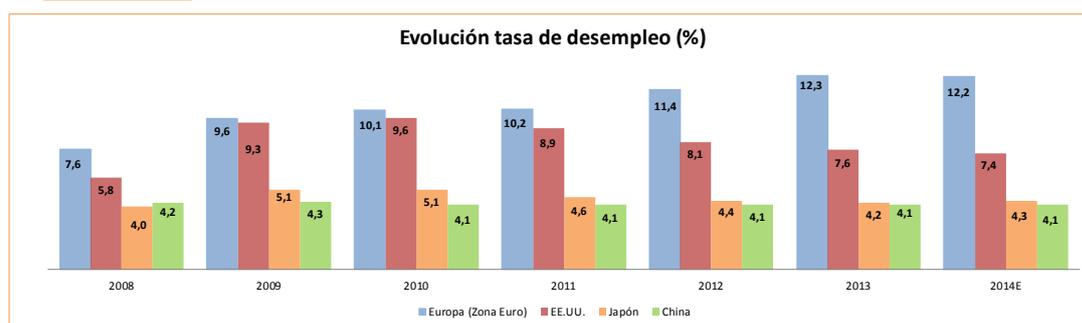
Las perspectivas futuras indican que la economía mundial comienza una nueva transición. La economía de EE.UU., que crece en 2013 un 1,6%, muestra claros indicios de mejora para los próximos años motivado principalmente por una sólida demanda privada. Por otro lado, los ajustes fiscales y el aumento del límite de la deuda podrían conducir a una contracción del crecimiento y a una situación de inestabilidad e incertidumbre.

La recuperación de la economía europea (zona euro) se retrasa un nuevo año y no será del 1,4% previsto en otoño de 2013 por la Comisión Europea, sino del 1% en 2014. Por su parte, la ralentización de los países emergentes y la crisis presupuestaria de EE.UU. podrían acarrear aún más retrasos.

El crecimiento de Japón, impulsado por la Abenomía (“*duplicación de la masa monetaria en circulación con el objetivo de reactivar el consumo, el crédito y las inversiones*”), ha permitido que la economía crezca un 3,5% en el primer trimestre de 2013 (frente a un 2% anual) y la bolsa de Tokio haya mejorado sus cifras en un 60% en el mismo periodo. Esto se traduce en una bajada del tipo de interés del BCE que perjudica a la UE en sus exportaciones². Las previsiones de aumento de plazo de deuda y rebajo de los costes de emisión, unido al aumento de dinero circulante de Japón, hacen que la prima de riesgo española se contenga o rebaje ya que los inversores japoneses comprarían bonos españoles.

Otro indicador que refleja la situación económica actual es el nivel de la tasa de desempleo (véase gráfico 2.1). Se toman como referencia las economías mencionadas anteriormente.

Gráfico 2.1



Fuente: Fondo Monetario Internacional (Octubre 2013)

Tal y como se observa en el gráfico 2.1, el desempleo incrementa de forma significativa desde 2008, y se mantiene en niveles muy elevados durante 2010 y 2011 en EE.UU. y especialmente en Europa (zona euro) donde la inflación (1,5% en 2013) se mantiene por debajo del mínimo objetivo del Banco Central Europeo. Las previsiones para 2014 no parecen mejorar y existen claros indicios de contención del crecimiento económico e inflación en la zona euro, a lo que se suma el debilitamiento de las exportaciones mencionado anteriormente. Las principales razones son (i) una demanda permanentemente débil, (ii) la fragmentación de los mercados financieros y debilidad de los balances bancarios y (iii) la debilidad de los mercados de trabajo y de productos que dificultan el ajuste de precios.

² Noticias de Prensa. ABC. La “Abenomía” una aberración japonesa (15 de 04 de 2013)

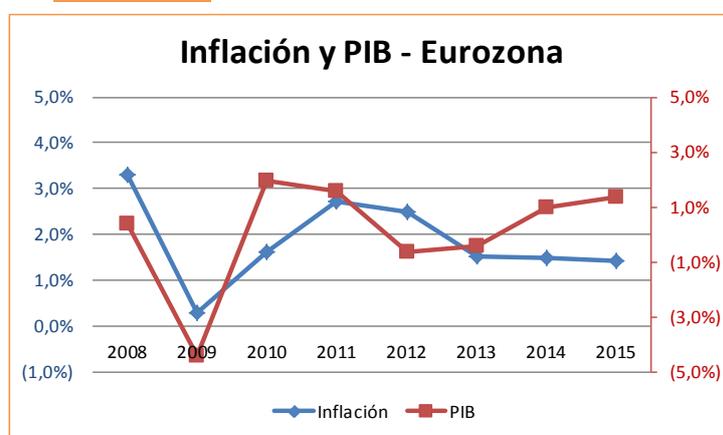
A su vez, Japón y China se mantienen estables a lo largo de todo el periodo y las previsiones para 2014 no parecen cambiar. Concretamente en Japón parece además que la política de los “Abenomics” mencionada más arriba la cual ha permitido incrementar los beneficios de las empresas, ayuda ahora a potenciar la contratación.

2.1.2. Situación económica de la Eurozona

Analizando ahora en el contexto europeo, cabe mencionar el estallido de la burbuja inmobiliaria que desencadenó en una burbuja financiera. El difícil acceso al crédito en los últimos años debido a los criterios de solvencia más estrictos por parte de los bancos (Basilea III), han provocado una tremenda caída en los niveles de demanda y consumo.

Como se puede ver en el gráfico 2.2, se estima que la inflación caiga por debajo del 2% estabilizando los niveles de los precios para los años siguientes (a través de leves subidas en los tipos de interés) reduciendo los niveles de inversión.

Gráfico 2.2



Fuente: Fondo Monetario Internacional (Octubre 2013)

Por su parte, los niveles de PIB crecen a partir de 2013, si bien se trata de crecimientos muy suaves en torno al 1%. Esto quiere decir que los niveles de producción y servicios son muy estables y no se está invirtiendo en la creación de otros nuevos. La generación de empleo tampoco crece entonces al ritmo deseado; los bajos aumentos salariales son consecuencia de que durante muchos años el PIB crece por debajo de la inflación. La tasa de paro, que pasa de representar el 7,63% del total de la población activa en 2008 al 12,3% en 2013, se estabilizará en 2015 en torno a niveles del 12%.

Finalmente, y en cuanto a la crisis de deuda soberana se resaltan de nuevo las nuevas medidas del sistema financiero. El problema radica en que los bancos tratan la deuda nacional como si estuviera totalmente libre de riesgo, alcanzando con ella las ratios de capital exigidos. Los bancos europeos, a su vez, se financian con deuda del Banco Central Europeo (BCE) a través de la cual alcanzan descuentos que permiten mayores beneficios a un mismo coste de capital regulatorio. La deuda soberana en la eurozona pasa como consecuencia a representar el 74,9% del total del PIB en 2012, frente al 54% en 2008. Esta tendencia sigue presente en 2015, en que se alcanzarán máximos del 75,4% del total del PIB.

La deuda soberana y el sector bancario quedan por tanto ligados hasta el punto de que cualquier problema de solvencia de la deuda repercute negativamente sobre el valor de los activos con la consiguiente posibilidad de rescates públicos y aumento de la prima de riesgo. “La crisis bancaria se traslada entonces a los mercados de deuda pública”.³

2.1.3. Situación económica en España

Se analiza ahora la situación económica en España, país de origen de una de las empresas objetivo, Iberia.

A nivel nacional, la productividad en España cae hasta 2013 y muestra ciertos signos de recuperación a partir de 2014. Sin embargo, y como se ha mencionado más arriba, el PIB ha estado creciendo por debajo de la inflación lo que se traduce en un deterioro de los ingresos salariales (véase tabla 2.2).

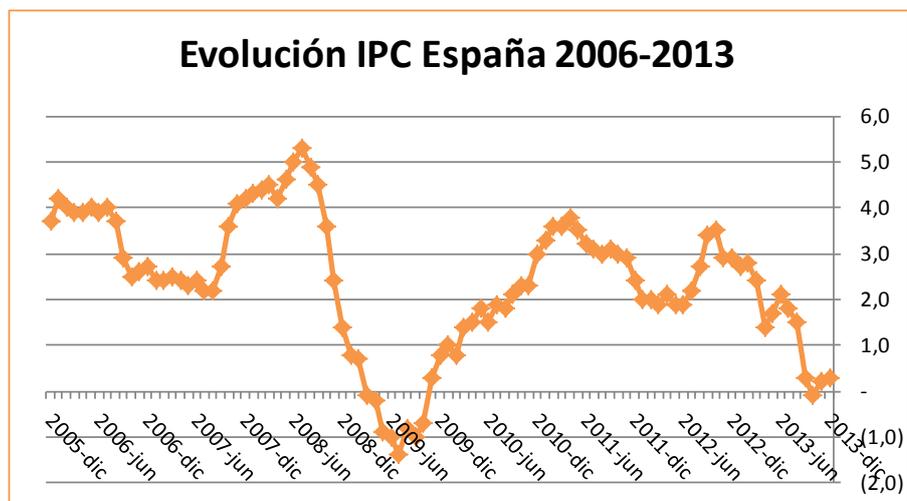
³ La crisis de la eurozona: el bucle diabólico entre el sistema financiero y la deuda soberana. Luis Garicano (2009-2011).

Tabla 2.2

Principales indicadores macroeconómicos España						
	2009	2010	2011	2012	2013	2014E
PIB	(3,8)	(0,2)	0,1	(1,6)	(1,3)	0,2
IPC	(0,2)	2,0	3,1	2,4	1,8	1,5
Tasa de paro (%)	18,0	20,1	21,7	25,0	26,9	26,7
Demanda nacional	(6,7)	(0,6)	(1,9)	(4,0)	(3,9)	(1,0)
Consumo hogares	(3,9)	(0,6)	(0,8)	(2,2)	(3,0)	(0,3)

Fuente: Fondo Monetario Internacional (Octubre 2013) y Entorno Global y economía española . Afi (Junio 2013)

Como consecuencia de la recesión española provocada por reducciones en (i) el gasto de los hogares, (ii) la inversión fija y (i) el comercio, el Banco Central Europeo fija la inflación por debajo del 2% a partir de 2013 para impulsar el consumo, pudiendo verse a su vez afectada por el alza en los precios del petróleo, electricidad y la reciente subida del IVA (véase gráfico 2.3).

Gráfico 2.3

Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE)

Otro de los indicadores que refleja la situación económica de un país es el consumo de los hogares, que representa la actividad principal de la población. Como se puede observar en la tabla 2, este se reduce desde finales de 2007 hasta alcanzar cotas negativas como consecuencia del deterioro de las condiciones financieras y caída en los niveles de confianza de los consumidores seguido de un menor dinamismo del empleo y menor renta disponible. La economía española por tanto no muestra indicios de recuperación y las perspectivas para 2014 son poco optimistas.

2.1.4. Situación económica en Reino Unido (UK)

Al igual que en el caso anterior, se analiza Reino Unido como país de origen de la segunda empresa objetivo, British Airways.

A pesar de ser la séptima economía del mundo, Reino Unido también resulta muy afectado por la crisis financiera internacional. En 2009, se contrae más del 5%, en 2012 apenas crece (véase tabla 2.3). Sin embargo las perspectivas futuras muestran leves indicios de recuperación (1,9% en 2014 frente a un 0,2% en España)

Tabla 2.3

Principales indicadores macroeconómicos UK						
	2009	2010	2011	2012	2013	2014E
PIB	(5,2)	1,7	1,1	0,2	1,4	1,9
IPC	2,1	3,3	4,5	2,8	2,7	2,3
Tasa de paro (%)	7,5	7,9	8,0	8,0	7,7	7,5
Demanda nacional	(1,1)	0,5	0,1	-	0,6	0,7
Consumo hogares	(0,7)	0,3	0,1	0,5	0,3	0,4

Fuente: Fondo Monetario Internacional (Octubre 2013) y Bank of England. Inflation Report (Noviembre 2013)

En términos de inflación, se intenta mantener el objetivo del 2%, pero dada su prioridad por salir de la crisis con una tasa de interés del 0,5%, este objetivo pasa a segundo plano. La tasa de desempleo se estabiliza como consecuencia de una congelación de los salarios y desarrollo de trabajos a media jornada. Además, y para tratar de evitar el alza en el coste de vida de los hogares se toman medidas para estimular el mercado inmobiliario a través de bajadas en los precios de ciertos productos y servicios y un “*alza del umbral de exoneración del impuesto a la renta*”.⁴

A pesar de estas optimistas previsiones, si las perspectivas de la eurozona empeoran, Reino Unido se vería enormemente afectado vía exportaciones. Además y a medida que aumentase la contracción, aumentaría el déficit y el coste de deuda poniendo en duda su calidad crediticia.

⁴ Santander Trade. Reino Unido- Política y economía (enero 2014).

2.2 Análisis de mercado: tráfico aéreo

En este apartado se estudia la evolución del mercado de las aerolíneas con el fin de situar en contexto a las empresas objeto de estudio.

Con la excepción de un pequeño número de compañías bien gestionadas o que operan con el apoyo especial del Estado, las líneas aéreas, en general, no aportan buenas rentabilidades para los accionistas.

En los últimos 40 años la industria se ha mantenido en niveles mínimos con márgenes sobre ventas de apenas el 0,3% mientras los precios por acción siguen cayendo. Como dice el director general de IATA, Tony Tyler “*The industry is about turnover with very little left over*”.⁵

2.2.1 Análisis histórico

Para este análisis se toma el tipo de cambio (USD-EUR) que se muestra en el anexo 2. Se expone en la tabla 2.4 la evolución de la industria aérea a nivel mundial.

⁵ IATA's Director & CEO, 5 de abril de 2012, *Turbulent Times*-, *Commenatry by Tony Tyler*

Tabla 2.4

Aerolíneas comerciales globales de todo el sistema												
(*)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012		
En miles de millones (euros)											Previsión central	Crisis bancaria
Ingresos	254,9	278,5	349,9	353,1	346,4	409,6	330,4	409,3	460,8	468,4	446,4	
<i>Incremento (%)</i>	5,2%	9,2%	25,7%	0,9%	(1,9%)	18,2%	(19,3%)	23,9%	12,6%	1,7%	(3,1%)	
Pasajeros	197,1	215,8	273,8	277,1	271,0	319,0	259,6	318,1	377,9	369,9	350,2	
<i>Rentabilidad/pasajero</i>	2,4%	2,6%	2,7%	7,8%	2,7%	9,5%	(14,0%)	6,1%	4,0%	0,0%	(1,5%)	
Carga	31,7	34,5	40,7	40,2	40,1	45,3	33,3	49,4	51,0	50,0	47,0	
<i>Rentabilidad/carga</i>	2,0%	7,4%	2,4%	5,9%	5,5%	7,4%	(14,2%)	15,0%	0,0%	0,0%	(1,5%)	
Otros ingresos explotación	26,1	28,1	35,4	35,7	35,3	45,3	37,5	41,8	31,8	48,5	49,3	
Gastos	256,1	276,0	346,2	341,7	332,9	410,4	329,1	393,1	450,6	461,6	448,7	
<i>Incremento (%)</i>	3,2%	11,9%	7,5%	7,7%	6,0%	11,9%	(11,7%)	8,0%	8,6%	3,4%	1,4%	
Combustible	34,8	47,7	77,1	88,8	91,7	135,8	86,8	104,0	137,6	150,1	138,7	
<i>% de los gastos</i>	13,6%	17,3%	22,3%	26,0%	27,5%	33,1%	26,4%	26,5%	30,5%	32,5%	30,9%	
Otros gastos de explotación	221,2	228,3	269,1	252,8	241,2	274,6	242,3	289,0	313,0	311,5	310,0	
Beneficio operativo	(1,1)	2,4	3,7	11,4	13,5	(0,8)	1,3	16,2	10,2	6,6	(2,3)	
<i>% margen</i>	(0,3%)	0,6%	0,9%	2,4%	2,7%	(0,1%)	0,3%	3,0%	1,7%	1,1%	(0,4%)	
Beneficio neto	(5,9)	(4,1)	(3,5)	3,8	10,0	(18,8)	(3,2)	11,8	5,3	2,7	(6,3)	
<i>% margen</i>	(2,3%)	(1,5%)	(1,0%)	1,1%	2,9%	(4,6%)	(1,0%)	2,9%	1,2%	0,6%	(1,4%)	

Fuente: IATA, ICAO

(*) Tipos de cambio según tabla de cambio 1USD-EUROS

Según fuentes de IATA (International Air Transport Association) e ICAO (International Civil Aviation Organization), en 10 años (desde 2003 hasta 2012), el beneficio neto de las aerolíneas comerciales a nivel mundial suma unas pérdidas de €2 millones (o €1,8 millones según últimas estimaciones a raíz la crisis bancaria).

Los márgenes de beneficio alcanzan su máximo en 2007 y de nuevo en 2010 con un 2,9%. En 2008, por el contrario, a causa de la subida del precio del petróleo y la crisis de Wall Street, el mercado de las aerolíneas cae en picado alcanzando un margen del -4,6%, el peor en mucho tiempo.

Como consecuencia de la crisis financiera internacional y la falta de confianza de la eurozona en especial, las últimas previsiones de IATA (crisis bancaria) reflejan un margen sobre ventas del -1,4% versus el 0,6% estimado inicialmente, que se traduce en unas pérdidas de €6,3 miles de millones.

Además, la crisis en el sector de las aerolíneas viene provocada por una serie de factores como son (i) la elevada proporción de costes fijos (la partida de proveedores constituye el 10% y la mano de obra es representativa del 20% de los costes en Asia, del 30% en Europa y del 38% en Estados Unidos), (ii) la volatilidad en el precio del petróleo (véase anexo 4), (iii) sucesos externos que afectan a la demanda (atentados, erupciones volcánicas...) y (iv) reputación en la prestación de servicios de baja calidad (horarios

poco convenientes, asientos estrechos...) que hace difícil a las aerolíneas trasladar a sus clientes unos precios lo suficientemente elevados como para generar retornos en el beneficio.

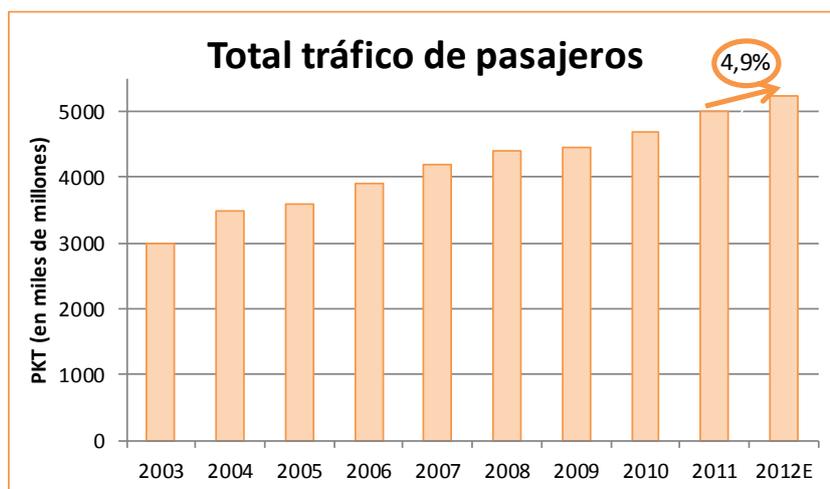
2.2.2. Análisis de los ejercicios 2012 y 2013

En los dos últimos años la situación parece mejorar. Se pasa a estudiar el tráfico mundial en función de dos variables: (i) el tráfico de pasajeros y (ii) el tráfico de carga por kilómetro efectuado.

El total de pasajeros por kilómetro recorrido, tanto a nivel nacional como internacional, crece en 2012 según OACI un 4,9% con respecto a 2011 (véase gráfico 2.4).

A nivel internacional, el tráfico aéreo asciende un 5,4% en el último año. Más concretamente y distinguiendo entre regiones, Oriente Medio registra un alza del 14,3% mientras Latinoamérica y el Caribe crecen un 8,9%, Asia-Pacífico un 4,6%, **Europa un 4,4%** y África un 4,2%. América del Norte registra un crecimiento de tan solo el 2%, sin embargo, este crecimiento esconde una ampliación de la base de tráfico por lo que sigue representando uno de los mayores potenciales de desarrollo.

En cuanto a los **servicios interiores**, el crecimiento de los mercados fue del 4,1% correspondiente a **Europa**, América del Norte, Oriente Medio, África, Latinoamérica y Caribe y Asia-Pacífico en un **0,1%**, 0,9%, 3,6%, 4,3%, 8,4% y 8,6% respectivamente.

Gráfico 2.4

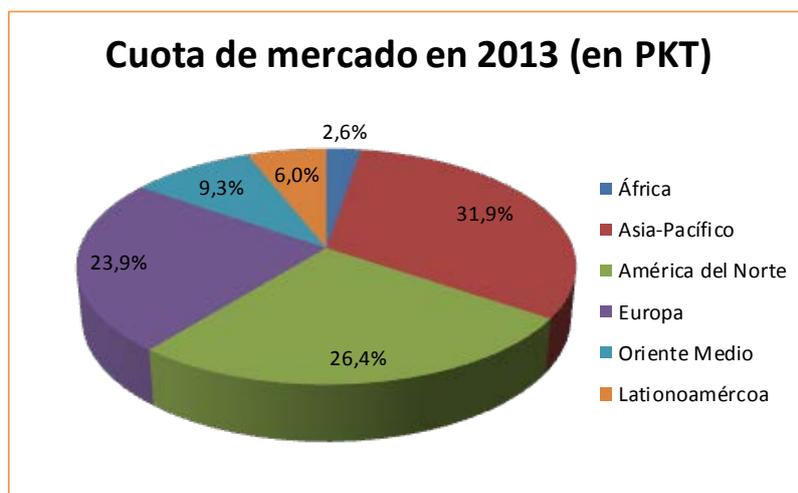
Fuente: Organización de Aviación Civil Internacional 2012

*PKT: Pasajeros por kilómetro transportados

En 2013 el tráfico de pasajeros aumenta un 5,2% (5,4% a nivel internacional y 4,9% en mercados domésticos) con respecto al año anterior. La capacidad crece un 4,8% y el factor ocupación oscila en torno al 79,5% (0,4% más que en 2012).

Las mejoras económicas de la eurozona que aumentan la confianza en los mercados financieros y de consumo, y reducen la tasa de desempleo, favorecen su demanda en mercados internacionales en que crece ahora un 3,8%. La capacidad aumenta además un 2,8% y el factor ocupación sube hasta el 81%.

La gráfica 2.5 es representativa del porcentaje de mercado en términos de pasajeros por kilómetros recorridos de cada región. Asia-Pacífico, que sigue siendo la región con la cifra más alta en cuanto al total del tráfico aéreo, con un 30% en 2012, abarca en 2013 casi el 32% del total mercado seguida de América del Norte (26,4%) y Europa (23,9%).

Gráfico 2.5

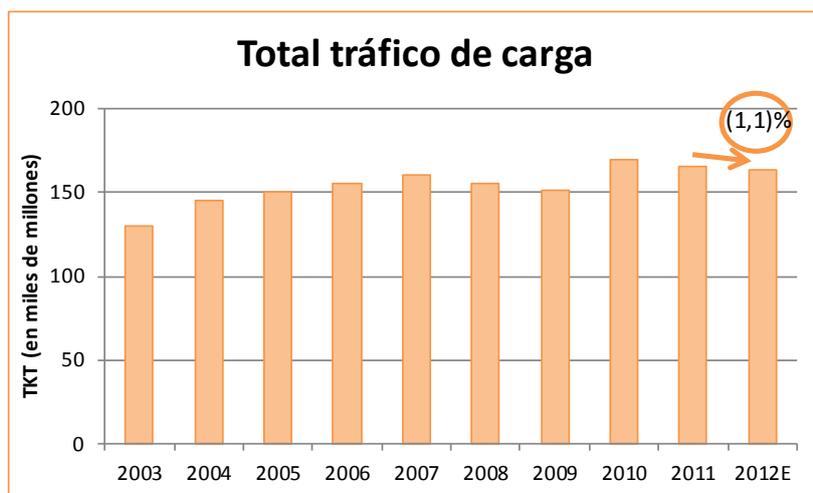
Fuente: IAT - tráfico de pasajeros a nivel mundial en 2013 (Febrero de 2014)

*PKT: Pasajeros por kilómetro transportados

En cuanto a la carga aérea transportada en los últimos años, las toneladas por kilómetro de carga transportada disminuyen un 1,1% en 2012 (véase gráfico 2.6).

Oriente Medio y África son las únicas regiones que experimentan crecimientos positivos, mientras que Asia-Pacífico registra la mayor caída con un 4%, pudiendo verse afectado por la fuerte recesión económica de la Eurozona que impacta negativamente en la demanda de bienes importados.

En Septiembre de 2013, la carga crece apenas un 0,5% con respecto al año anterior. Mientras que las aerolíneas de Asia-Pacífico registran caídas del 3,1% (con un crecimiento de capacidad del 1,3% dejando el factor de ocupación en el 55,5%), las compañías de Oriente Medio crecen un 9,9%. En América del Norte crecen un 0,9% con respecto al año anterior y en Europa un 1,4% resultado de una mejor situación económica.

Gráfico 2.6

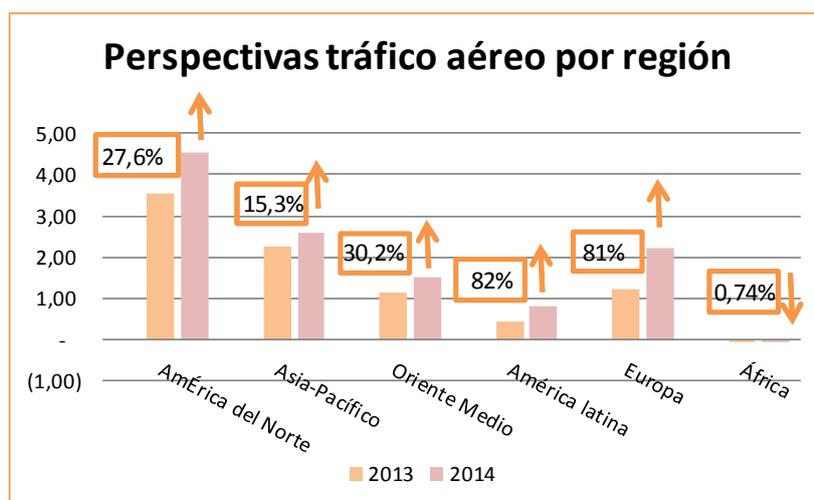
Fuente: Organización de Aviación Civil Internacional 2012

*TKT: Toneladas por kilómetro de carga efectuados

2.2.3 Perspectivas transporte aéreo

Aunque todavía durante 2013 los crecimientos de algunas economías emergentes eran bastante estables, 2014 muestra ya signos de recuperación y con ello una mejora en los resultados de las empresas y confianza del consumidor.

Según IATA, los beneficios para 2013 fueron de €8.400 millones (3.120 millones de pasajeros) y el margen sobre ventas del 1,65%. Para 2014, se estiman €1.800 millones de beneficio, y un margen del 2,2% sobre el nivel de ventas, lo que se traduce en un crecimiento de aproximadamente el 39% (véase gráfico 2.7).

Gráfico 2.7

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Haver, IATA 2012

Tal y como se muestra en el gráfico 2.7, en 2014 y a nivel regional, América del Norte parece ser la que presenta mejores perspectivas de crecimiento 27,6% en términos de resultado (€4.500 millones frente a €3.500 millones en 2013). Esto se debe entre otras a sus ventajas de calidad en la prestación servicios e innovación en las tecnologías.

En la región Asia-Pacífico, el crecimiento estimado para 2014 en que la ligera demanda será compensada por la creciente competitividad del mercado de China, es del 15,3%. Oriente Medio crece un 30,2% resultado de estrictas medidas de control de costes, innovación en productos y aumento del tráfico aéreo en Arabia Saudí y Emiratos Árabes a raíz del fuerte crecimiento en los sectores no productores de petróleo.

La creciente demanda y aumento de transacciones con Asia y América del Norte, hace que América Latina crezca este último año un 81%. Europa por su parte crece un 81% resultado de unas mejores perspectivas económicas y confianza del consumidor a lo que se suman elevados niveles de fabricación y actividades de exportación.

África es la única región que registra caídas aunque a penas muestra variación con respecto al año anterior (-0,74%). Las oportunidades de negocio sin explotar muestran signos de recuperación en un futuro cercano, sin embargo, en el corto plazo, estas potenciales rentabilidades aún no se han materializado.

Tras estas optimistas previsiones subyacen algunos factores a tener en cuenta y que son los siguientes:

- Pasajeros y carga: IATA prevé crecimientos del 5% y 3,7% respectivamente consecuencia de la estabilidad en los mercados emergentes y mejores perspectivas económicas.
- Precio del combustible: se espera que los precios bajen un 3,6% en 2014, frente a una caída del 2,5% el año anterior resultado de la estabilidad de los países productores de petróleo. Además, y dado que representa el principal componente de los costes operativos (30%) de la aerolíneas, las perspectivas a nivel de resultados podrían mejorar. Por el contrario, no se debe olvidar el efecto que podría tener en la economía esa bajada de precios del combustible (pérdida de competitividad y posible desaceleración económica) con la consiguiente caída en la demanda global.
- Servicio y flota: posibles reestructuraciones afectas a aeropuertos no rentables o remplazo de aviones viejos. Aunque la adquisición de nuevos aviones se traduzca en un alto desembolso (inversión), estos suelen ser más eficientes en términos de combustibles con la consiguiente reducción de costes operativos y de mantenimiento.

Se puede concluir por tanto que en términos generales la industria se beneficiaría de la bajada en los precios del petróleo, pues según fuentes de Barclays Capital "las expectativas de ingresos superarán las tendencias bajistas en la demanda".⁶

⁶ Barclays Capital (2011). *Buenas perspectivas para las aerolíneas por la baja del precio del crudo*

3. Descripción de las sociedades objetivo

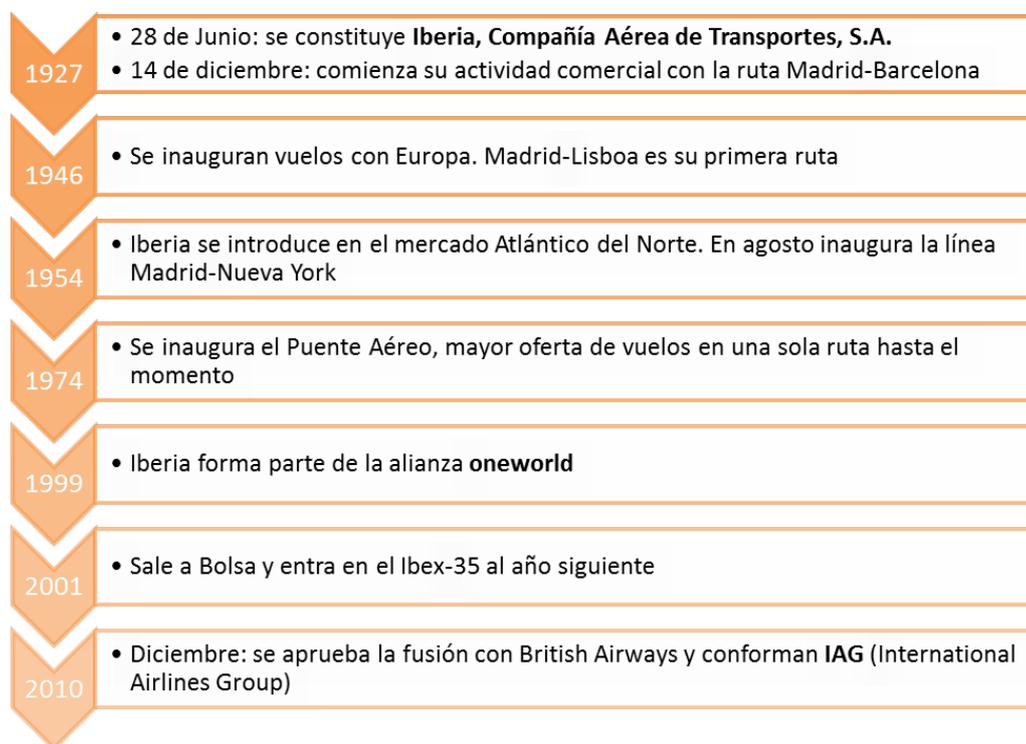
3.1. Grupo Iberia

Iberia, Líneas Aéreas de España, Sociedad Anónima Operadora o “Iberia” es una sociedad cuya actividad principal es el transporte de pasajeros y mercancías además de la prestación de servicios tanto a pasajeros como aviones en aeropuertos y mantenimiento de aeronaves.

Es líder en España y la aerolínea de referencia en cuanto a rutas que unen Europa con América Latina. Participa al 100% en Iberia Express y junto con su franquiciada Air Nostrum ofrece un promedio de 700 vuelos diarios a más de un centenar de destinos que son los siguientes:

- España: 33 destinos
- Europa: 29 destinos + 40 adicionales en código compartido con otras aerolíneas
- África y Oriente Medio: 12 destinos + 12 adicionales en código compartido con otras aerolíneas.
- América: 17 destinos + 155 adicionales en código compartido con otras aerolíneas.

Su historia se resume en la tabla 3.1.

Tabla 3.1. Resumen de la historia de Iberia, LAE, S.A.

Fuente: Elaboración propia

La alianza con **oneworld** se refiere al conjunto de trece aerolíneas comerciales y que permite la internacionalización de su actividad. En 2010 se une a formar parte de la alianza **JB (Joint Business o Acuerdo Conjunto)** con American Airlines y British Airways para explotar de forma conjunta las rutas que unen Europa con América del Norte.

Por otro lado, y además de Iberia Express y Air Nostrum mencionadas anteriormente, Iberia tiene una participación del 45,85% en **Vueling** con la que ofrece vuelos de código compartidos permitiendo el alcance a un mayor número de rutas, plazas y frecuencias de vuelo. Otras empresas asociadas son “Sociedad Conjunta para la Emisión y gestión de Medios de Pago EFC, SA”, “Grupo Air Miles” y “Madrid Aerospace Service, S.L.”

Finalmente, destacar la T4 como “hub” de Iberia, en el que operan 90% de vuelos y conectan al 70% de los pasajeros en lo referente a vuelos de largo radio. El proyecto Ágora (2012-2015), que ya ha sido reconocido con el “*Gold Fast Travel Award*” de IATA, pretende fomentar el concepto de movilidad a través de sistemas como la “auto

gestión de la facturación” o “gestión de incidencias”, que dota a la compañía del reconocimiento en su atención al pasajero.

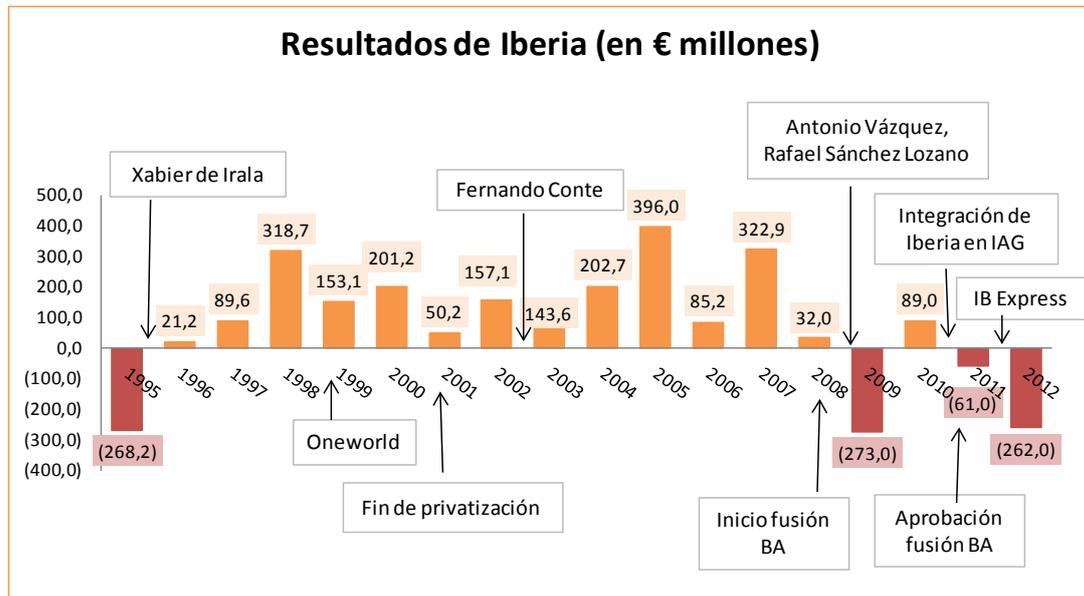
3.1.1. Estados financieros

En primer lugar, mencionar que el marco normativo de la siguiente información financiera que se aplica al Grupo Iberia se corresponde con el establecido en el Código de Comercio y la restante legislación mercantil. Además y para la consolidación se aplican las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) que atienden a conceptos fiscales, administrativos y de orden social.

En relación a las cuentas anuales de Iberia, y tal y como se observa en el gráfico 3.1, desde que entra Xabier de Irala como presidente en el año 1995 y hasta 2008, el grupo no ha registrado un solo año de pérdidas y el beneficio total suma €2.173 millones atribuibles a una buena gestión (véase gráfico 3.1).

A partir de la entrada del nuevo equipo directivo y acuerdos de fusión en este mismo año, la compañía comienza a caer registrando pérdidas de €273 millones ya en el primer año. Hasta 2012, el total de pérdidas suma €500 millones que lleva a recapacitar acerca de la gestión del equipo directivo y sólo en 2010 alcanza un beneficio neto de € 89 millones.

Gráfico 3.1



Fuente: Cuentas Anuales Grupo Iberia

Como se puede observar además en la tabla 3.2, Iberia experimenta una tendencia decreciente en su resultado operativo (EBIT), magnitud financiera que mejor refleja la capacidad de producir beneficios de una sociedad por sus operaciones comerciales, en el periodo comprendido entre 2008 y 2010 y pasa de generar un beneficio operativo de € millones en 2008 a unas pérdidas de €26 millones en 2010. La tabla muestra un resumen de las Cuentas de Pérdidas y Ganancias de Iberia para los ejercicios cerrados a 31 de diciembre para los ejercicios que van de 2008 a 2010.

Tabla 3.2

Grupo Iberia- Cuenta de Resultados consolidada						
	2008	2009	2010	Var (%) 08-09	Var (%) 09-10	TACC (%)
Importe neto de la cifra de negocios	5.223,0	4.231,0	4.582,0	(19,0%)	8,3%	(6,3%)
Pasajeros	4.826,3	3.934,4	4.227,1	(18,5%)	7,4%	(6,4%)
Carga	397,0	297,0	355,2	(25,2%)	19,6%	(5,4%)
Otros ingresos de explotación	292,0	227,0	255,0	(22,3%)	12,3%	(6,6%)
Aprovisionamientos	(1.864,0)	(1.410,0)	(1.342,0)	(24,4%)	(4,8%)	(15,1%)
Margen Bruto	3.651,0	3.048,0	3.495,0	(16,5%)	14,7%	(2,2%)
%margen sobre ventas	69,9%	72,0%	76,3%			
Gastos de personal	(1.321,0)	(1.348,0)	(1.332,0)	2,0%	(1,2%)	0,4%
Otros gastos de explotación	(1.695,0)	(1.568,0)	(1.611,0)	(7,5%)	2,7%	(2,5%)
Deterioro y resultado por enajenaciones de inmovilizado	25,0	(3,0)	(16,0)	n.a.	n.a.	
EBITDAR	660,0	129,0	536,0	(80,5%)	315,5%	(9,9%)
%margen sobre ventas	12,6%	3,0%	11,7%			
Dotación a la amortización	(193,0)	(176,0)	(174,0)	(8,8%)	(1,1%)	(5,0%)
Alquiler flota aérea y otros	(462,0)	(428,0)	(388,0)	(7,4%)	(9,3%)	(8,4%)
EBIT	5,0	(475,0)	(26,0)	n.a.	(94,5%)	n.a.
%margen sobre ventas	0,1%	(11,2%)	(0,6%)			
Impuesto sobre sociedades	(4,0)	162,0	(6,0)	n.a.	n.a.	22,5%
RESULTADO DEL EJERCICIO	32,0	(273,0)	89,0	n.a.	n.a.	66,8%

Fuente: Cuentas anuales consolidadas del Grupo Iberia

(*En millones de euros)

Dicha evolución del resultado operativo viene explicada principalmente por los siguientes factores:

- **Las ventas**, que caen ligeramente en 2008, apenas el 1% y en 2009 con una proporción más notable del 20%, debido a una reducción tanto en el número de pasajeros como de carga transportada. Por su parte, la partida “otros ingresos de explotación”, compuesta principalmente por ingresos relacionados con la anulación y re-emisión de billetes, comisiones cobradas por venta de billetes operados por otras compañías con código Iberia o alquileres, también caen, aunque sólo en 2009 con un 22,3%.

Todo esto resulta de la caída de la demanda nacional y consumo de los hogares tanto a nivel nacional como a nivel mundial, consecuencia de la recesión económica en que está sumergida la economía en estos años. A partir de 2010, tanto los ingresos por ventas y la partida de “otros” suben un 8,3% y un 12,3%

respectivamente, en que la inflación en España alcanza ya el 2% y las perspectivas globales son más positivas.

- **Coste de ventas**, que por lo general reflejan una tendencia creciente como resultado de la subida de los precios del petróleo, especialmente en 2008 en que los precios alcanzan su máximo (véase anexo 4). En 2009, el coste de ventas cae un 24,4% mientras que en 2010 tan sólo un 5%.
- El **margen bruto**, entendido como la diferencia entre la cifra de ventas y el coste de las mismas, viene a decir que cuanto mayor sea el margen bruto de una empresa, mejor podrá absorber el resto de sus costes. Es un indicador de rentabilidad y expresa el porcentaje de utilidad bruta que se está generando. Iberia tiene principalmente su base en los vuelos que comercializa y no tanto en su margen, ya que este oscila entre el sobre las ventas.

El margen bruto cae en 2008 y 2009 un 12% y un 17% respectivamente. En 2010, sin embargo, y como resultado tanto de una subida en el nivel de ventas como una caída en el coste de ventas, el margen bruto aumenta casi un 15% y pasa de representar un 72% sobre el nivel de ventas en 2009, a un 76% en 2010.

Finalmente, y en cuanto al **resultado operativo** de -26 millones, mencionar que este hubiera sido menor o incluso positivo de no ser por las alteraciones operativas causadas por la nube de cenizas del volcán islandés o el conflicto laboral registrado en los últimos meses de 2010, pues hubiera reducido enormemente los gastos de explotación.

3.1.2. Ratios financieras

Con el fin de medir la calidad de la gestión de la empresa y su capacidad de planificación o anticipación a contingencias futuras, se analizan en la tabla 3.3 las principales ratios financieras como indicadores de la viabilidad de la misma.

Tabla 3.3

Principales ratios financieras - Grupo Iberia			
	2008	2009	2010
Ratio de Endeudamiento (Deuda / (PN + total pasivo))	72,2%	69,3%	64,5%
Ratio de Apalancamiento (Deuda neta ajust/ Pat neto)	39,3%	44,2%	32,4%
Ratio de Liquidez General (Act. Circulante/ Pasivo Circulante)	1,38	1,52	1,53
Prueba ácida (Activo circulante- Existencias) /Pasivo Circulante	1,28	1,40	1,42
Ratio de Rotación de Activo (Ventas/ total activo)	92,7%	83,8%	76,2%

Fuente: Cuentas anuales del Grupo Iberia

Se analiza en primer lugar la ratio de endeudamiento referida a la proporción de deuda sobre el patrimonio neto más total pasivo y que mide por tanto el riesgo financiero de la entidad. Siempre que la ratio sea menor al 50%, se considera que no hay apalancamiento pues la empresa no necesitará de terceros para financiarse. Por ello y como norma general, lo ideal es situarse por debajo, o a lo sumo igual a 1.

Esta ratio pasa de representar el 70,3% en 2006 al 64,5% en 2010, es decir, reduce considerablemente el riesgo y los elevados niveles de deuda soberana en 4 años profundamente afectados por la recesión económica, lo que se traduce en una mayor autonomía frente a terceros y una elevada capacidad de endeudamiento para hacer frente a posibles contingencias futuras.

La ratio de apalancamiento muestra el grado de dependencia de la empresa con terceros acreedores en función de su capital contable; no se refiere a la capacidad de pago de la empresa. Una mayor ratio se traduce en un aumento de los riesgos operativos pues significa una mayor probabilidad de insolvencia o incapacidad de hacer frente a los pagos y obligaciones. Este disminuye en el último año (-11,8%) debido principalmente a la reducción del gasto capitalizado por alquiler de flota y en menor medida al aumento de saldo disponible.

En cuanto al equilibrio financiero a corto plazo se calcula la ratio de liquidez de la entidad que oscila entre los niveles entendidos por norma general como razonables (1,5-3), lo que viene a demostrar la capacidad de la empresa para hacer frente a sus deudas a corto plazo a través de sus activos corrientes. Es una forma de anticiparse a problemas cíclicos, característica principal de la industria en que opera, y que mantiene

estable a través de pólizas de crédito, eurodepósitos o pagarés bancarios, fácilmente convertibles en dinero.

Finalmente y para medir la eficiencia de la entidad se calcula la ratio de rotación de activos, es decir, qué parte de la inversión en activo se recupera a través de las ventas. En 2006 Iberia recupera casi un 91% de su inversión en activo, mientras que en 2010, la cifra es de tan sólo el 76,2%. Es por ello que Iberia transforma los métodos de gestión de su activo y disminuye su flota en propiedad para arrendar más aviones y ser más eficiente y flexible de cara al futuro.

3.2. British Airways

British Airways, con sede en Waterside y base de operaciones en el aeropuerto de Heathrow, Londres, es la aerolínea líder en Reino Unido en cuanto a tamaño de flota y vuelos internacionales. Nace en 1974 como resultado de la fusión de *British Overseas Airways Corporation* (aerolínea estatal) y *British European Airways* y sale a Bolsa (Mercado de valores de Londres) en 1987.

Su historia se resume en la tabla 3.4

Tabla 3.4. Resumen de la historia de British Airways Plc. (UK)

Fuente: Elaboración propia

British Airways junto con sus filiales (*BA Cityflyer*, *OpenSkies* que se centra en la prestación de servicios entre Europa y Estados Unidos, *British Airways World Cargo* y *BAMC* y *British Airways Engineerong*) y franquicias (*Comais*, con base en Sudáfrica, y *Sun Air of Scandinavia*, en Dinamarca) alcanza 300 destinos entre los que se encuentran Europa, América, el Caribe, África, Oriente Próximo, Australia y sur, este y sureste asiático. Posee además algo menos del 20% de la aerolínea australiana Qantas y tras formar parte de la alianza **oneworld** amplía su prestación de servicios a 700 destinos

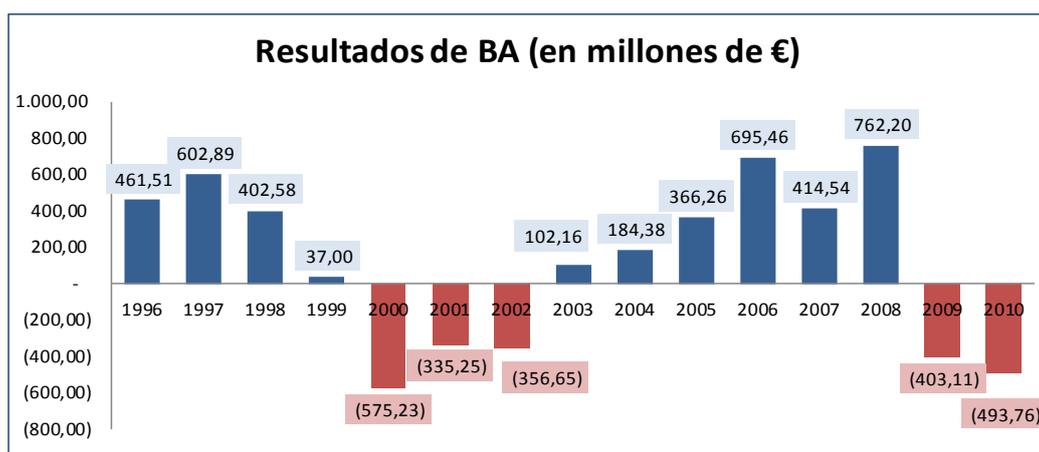
Mencionar además, que BA fue la única línea con Air France que usó el Concorde (que ya no vuela), un avión supersónico utilizado para el transporte de viajeros.

3.2.1. Estados financieros

El marco normativo de British Airways, se rige al igual que en el caso de Iberia por las NIIF, aprobadas por la Unión Europea para la consolidación de estados financieros. Además, y como todas las cuentas se presentan en libras esterlinas, se utiliza el tipo de conversión promedio del año en cuestión según cotizaciones del fxtop (véase anexo 3) con el fin de mostrar los resultados en la misma divisa y hacer de ellos una base comparable.

Tal y como se puede observar en el gráfico 3.2, British Airways mantiene una evolución positiva en términos de beneficio neto en el periodo comprendido entre 2004 y 2008, sin embargo y a partir de entonces, registra pérdidas de €403 millones y €493,8 millones en 2009 y 2010 respectivamente (datos a 31 de marzo).

Gráfico 3.2



Fuente: Cuentas anuales consolidadas British Airways

Como en el caso anterior se analizan sus principales magnitudes financieras en la tabla 3.5:

Tabla 3.5

Grupo British Airways- Cuenta de Resultados cosolidada						
	2008	2009	2010	Var (%) 08-09	Var (%) 09-10	TACC (%)
Importe neto de la cifra de negocios	8.624,6	9.581,1	8.748,2	9,5%	(8,7%)	0,7%
Pasajeros	7.978,9	8.823,3	8.109,2	8,8%	(8,1%)	0,8%
Carga	645,7	757,8	639,0	18,6%	(15,7%)	(0,5%)
Otros ingresos de explotación	570,1	543,9	539,1	0,9%	(0,9%)	(2,8%)
Aprovisionamientos	(3.614,7)	(4.991,6)	(4.342,7)	14,9%	(13,0%)	9,6%
Margen Bruto	5.580,0	5.133,4	4.944,5	3,8%	(3,7%)	(5,9%)
%crecimiento	64,7%	53,6%	56,5%			
Gastos de personal	(2.272,9)	(2.469,3)	(2.321,2)	6,4%	(6,0%)	1,1%
Otros gastos de explotación	(1.586,3)	(1.960,4)	(1.862,3)	5,3%	(5,0%)	8,4%
Deterioro y resultado por enajenaciones de inmovilizado	-	-	-			
EBITDAR	1.720,7	703,7	761,0	(7,5%)	8,1%	(33,5%)
%crecimiento	20,0%	7,3%	8,7%			
Dotación a la amortización	(726,5)	(781,4)	(850,4)	(8,1%)	8,8%	8,2%
Alquiler y otros gastos	(72,4)	(170,0)	(178,9)	(5,0%)	5,2%	57,2%
EBIT	921,8	(247,7)	(268,4)	(7,7%)	8,3%	n.a.
%crecimiento	10,7%	(2,6%)	(3,1%)			
Impuesto sobre sociedades	(203,7)	48,4	123,1	(60,7%)	154,3%	n.a.
Beneficio/pérdida No recurrente (después de impuestos)	(2,1)	-	-			
RESULTADO DEL EJERCICIO	762,2	(403,1)	(493,8)	(18,4%)	22,5%	n.a.

Fuente. Cuentas anuales consolidadas British Airways

(*En millones de euros

- En cuanto a las **ventas** de British Airways, éstas empiezan a caer mucho antes que las de Iberia, a partir de 2006 y hasta 2010, a una tasa anual de crecimiento compuesto (TACC) del 5%. En los años que van de 2008 a 2010, caen a un ritmo más acelerado del casi 20% en 2008 (respecto a 2007) y del 8,7% en 2010. En 2009, las ventas por el contrario registran un crecimiento del 9,5%, único año dentro del periodo mencionado.
- **Los aprovisionamientos**, que incluyen entre otras las partidas de “combustible”, “costes de aeronaves”, “equipo de tierra y costes de IT” caen en los últimos años. Como consecuencia del gran incremento en los costes de venta en 2009 (14,9% con respecto al año anterior), estos se sitúan aún por encima de los resultados alcanzados en 2008. Esto se debe especialmente a la contracción económica en Reino Unido (5% en 2009) y la inflación que supera el 3% en 2010.

- **El margen bruto** cae desde 2007 y hasta 2010 a una tasa anual de crecimiento compuesto (TACC) del 10,7% pasando de €6.995 millones a €4.994 en tan sólo 3 años. De 2008 a 2010 cae a un TACC del 5,9%.
- **El EBITDAR** cae de 2008 a 2010 más de un 60%, a la vez que en 2008 ya había caído más de un 16%.
- **El resultado operativo (EBIT)** pasa de representar un 10,7% sobre el nivel de ventas en 2008 (€21,8 millones), a un margen negativo del 3% en 2010 (pérdidas de €68 millones).

3.2.2. Ratios financieras

Como en el caso anterior, se identifican en la tabla 3.6 las principales ratios financieras como indicadores de la viabilidad y sostenibilidad de la empresa en el largo plazo.

Tabla 3.6

Principales ratios financieras - Grupo British Airways			
	2008	2009	2010
Ratio de Endeudamiento (Deuda / (PN + total pasivo))	70,9%	82,4%	80,2%
Ratio de Apalancamiento (Deuda neta ajust/ Pat neto)	28,7%	56,3%	51,9%
Ratio de Liquidez General (Act. Circulante/ Pasivo Circulante)	0,97	0,58	0,74
Prueba ácida (Activo circulante- Existencias) /Pasivo Circulante	0,94	0,55	0,72
Ratio de Rotación de Activo (Ventas/ total activo)	73,9%	81,1%	70,5%

Fuente: Cuentas anuales de British Airways

Las ratios de endeudamiento de BA son bastante superiores a los de Iberia y alcanza en 2010 unos niveles del 80,2%, que viene a exponer el elevado riesgo financiero de la entidad y dependencia frente a terceros.

Al ser el endeudamiento superior al 50%, se calcula el grado de apalancamiento como la proporción de deuda neta ajustada de saldos disponibles sobre el total del *equity*. Si bien el grado de apalancamiento parece mejorar en 2010 con respecto al año anterior, este sigue representando casi el doble de los niveles alcanzados en 2008 poniendo en peligro

la solvencia de la entidad pues necesita enormemente de terceros para financiarse e incrementa aún más los riesgos financieros.

La ratio de liquidez pasa de representar un 0,97 en 2008, que si bien sigue estando fuera de los límites considerados como razonables, está muy próximo a poder hacer frente a sus pagos a corto plazo, a un 0,74 en 2010 que sobrepasa los límites razonables mencionados anteriormente. Se toma en este caso también el indicador de prueba ácida, resultado de descartar las existencias del activo corriente pues no resultan tan fácilmente convertibles en dinero, y aporta una medida más exigente a cerca de la capacidad de pago en el corto plazo. En este sentido no importa cuántos bienes y recursos tenga la sociedad pues no dispone de liquidez suficiente para pagar sus obligaciones.

Finalmente, destacar que la entidad británica recupera a través de sus ventas el 70,5% de su inversión en 2010, mientras que los años previos eran representativos de una mejor eficiencia por parte del grupo en que eran capaces de trasladar a sus clientes una mayor proporción del valor de la inversión realizada. Esto atiende a razones económicas, pues la fuerte recesión disminuye los niveles de renta disponible en manos de los consumidores y a razones competitivas a través del crecimiento de industrias relacionadas (AVE) y aerolíneas *low-cost* que imposibilita a estas a trasladar sus costes al consumidor final.

3.2.3 Fondo de pensiones de BA

Además y para profundizar más en la compañía, se estudian los dos planes de pensiones que tiene BA, característica común entre las empresas privadas de Reino Unido. El Airways Pension Scheme (APS) y el New Airways Pension Scheme (NAPS), son planes de prestación definida (*defined benefit*) que significa que a final del periodo, y cuando el susodicho sea elegible para la jubilación, se le pagará una cantidad específica de dinero sobre la base de años de trabajo y del salario no afectos a cambios en las variaciones de los resultados de inversión. Como consecuencia de los riesgos derivados de este tipo de fondos y especialmente en el caso de British Airways en que se va creando poco a poco un agujero negro poniendo en riesgo la solvencia de la entidad, cierran el acceso a los dos fondos a los nuevos miembros del grupo (PAS desde el 31 de marzo de 1984 y NAPS desde el 31 de marzo de 2003).

A partir del 1 de abril de 2003, la compañía inicia un nuevo esquema de contribución definida (*defined contribution*), el British Airways Retirement Plan (BARP), a partir del cual todos los empleados mayores de dieciocho años y contratados de forma permanente tanto por la compañía como por algunas de sus filiales, pueden llegar a ser miembros. Con esto se cubren de tener que pagar una cantidad definida contra sus resultados e incluye ahora el riesgo financiero de las inversiones.

En las cuentas anuales a 31 de marzo de 2010, British Airways registra unas pérdidas actuariales acumuladas previamente y no reconocidas de €2.656,7 millones (£2.231 millones), correspondientes al déficit de pensiones, cantidad por la que se tendría que haber ajustado el patrimonio neto de la entidad. Sin embargo, en el momento de la fusión, el déficit registrado suponía el 603% del valor en Bolsa (FTSE), €3.680 millones (£3.200 millones, en el que £550 millones correspondían a APS y£ 2.700 millones a NAPS) valorados a 31 de marzo de 2010.

Esto se debe en parte a que la entidad británica registra los activos y pasivos de estos planes de pensiones aplicando el “*corridor approach*” (International Accounting Standard 19) por el que las pérdidas y ganancias actuariales que representen menos del 10% de las provisiones y activos de cobertura registrados a principios de cada año, no aparecen en la cuenta de resultados del ejercicio. Sin embargo, existe aún una diferencia (£3.200 millones - £2.231 millones) que no puede ser justificada y que aún tras ciertas comunicaciones mantenidas con la entidad, han sido imposibles de atribuir a ninguna partida o resultado.

En 2011 se aprueban una serie de cambios en el IAS 19 por el que se deben reconocer todos los cambios en el pasivo neto por beneficios definidos (activo), incluyendo los costes de prestación definida⁷. Esto se traduce en una disminución del patrimonio neto de la sociedad que se estimaba que a 31 de marzo de 2010 resultaría en un pasivo actuarial neto de €2.000 millones frente al activo actuarial neto registrado entonces de €85 millones afectando a la capacidad de la sociedad en la distribución de dividendos u otras formas de retribución a los accionistas., y que por tanto se han de tener en cuenta en la valoración de las compañías.

⁷ Amendments to IAS 19 (2011) Employee Benefits

A fecha del contrato se establecen unas condiciones con respecto al plan de pensiones de British Airways por el que debe vencer pasados cinco años desde la fusión y de tal forma que no requiera ningún pago u obligación de Iberia para hacer frente al mismo.

Esto, sin embargo, es algo bastante más complicado y como se podrá observar más adelante, todos los cambios promovidos en Iberia (reducción de flota, personal...) están orientados a mejorar el resultado global de la nueva compañía altamente expuesta al déficit de los fondos del plan de pensiones.

4. ¿Por qué se fusionan Iberia y British Airways?

Como se ha visto en el análisis de mercado, los márgenes de resultados a nivel internacional de los últimos 50 años han sido prácticamente nulos y en la última década quiebran 200 empresas en el mundo. Estos resultados se pueden atribuir al hecho de que la industria aérea está muy expuesta a las fluctuaciones en el precio del petróleo que representan la mayor proporción de los costes variables. Además, la experiencia muestra que las compañías de bandera (estatales) acaban cayendo en pérdidas.

El siguiente análisis DAFO (véase la tabla 4.1) muestra de forma genérica las amenazas y debilidades que presentan estos modelos de negocio y las fortalezas y oportunidades que se podrían potenciar con el fin de obtener el máximo rendimiento y que sirve para comprender por qué se fusionan dos aerolíneas que son líderes en sus respectivos mercados.

Tabla 4.1

Debilidades	Fortalezas
<ul style="list-style-type: none"> • Altos costes fijos • Altas tasas de pérdidas • Muy expuestas a fluctuaciones en el precio del petróleo • Lenta velocidad de respuesta 	<ul style="list-style-type: none"> • Medio de transporte más seguro • Segmentación de mercado que permite fijar distintos niveles de precios • Servicios que aportan gran valor añadido
Amenazas	Oportunidades
<ul style="list-style-type: none"> • Crisis económica • Alza en el precio del petróleo • Eventos externos: ataques terroristas • Competencia: AVE • Sector expuesto a cambios en las regulaciones • Creciente sensibilidad al precio • Bajos costes de cambio 	<ul style="list-style-type: none"> • Demografía creciente • Expansión resultado del crecimiento de mercado • Avances tecnológicos • Acuerdos de código compartidos

Fuente: Estrategias de marketing y Grupo Iberia

La industria aérea es muy sensible a las condiciones económicas pues se ve muy afectada por los niveles de empleo, la confianza de los consumidores y la disponibilidad del crédito, por lo que en tiempos de crisis, el tráfico aéreo sufre cierto estancamiento.

Es una industria muy estacional en que los ingresos que se generan en verano u otros periodos festivos sirven compensar meses de bajos niveles de tráfico y está muy expuesta tanto a cambios en leyes o reglamentos nacionales o internacionales como a

riesgos asociados a la limitación de emisiones de gases de efecto invernadero lo que aumenta el número de factores de riesgos.

Además, tal y como se puede ver en la tabla, la competencia no sólo abarca el propio sector con otras compañías aéreas comparables o *low-cost*, como es el caso de EasyJet o Ryanair, sino que se presenta en medio alternativos de transporte como el ferroviario (Eurostar en Reino Unido y el AVE en Europa Occidental cuyas rutas a Barcelona y Valencia han hecho mucho daño a los puentes aéreos) y formas alternativas de tecnología (video-conferencias)⁸.

Cabe destacar además que una vez el avión abandona su destino, los asientos que quedan libres sin ocupar se traducen en una pérdida de rentabilidad. El elevado coste de los aviones y los altos costes fijos se suman a la dificultad de recuperar las elevadas inversiones. Por otro lado, y como ha quedado reflejado en el análisis de mercado, los eventos externos como pueden ser el mal tiempo o ataques terroristas agravan las irregularidades de funcionamiento.

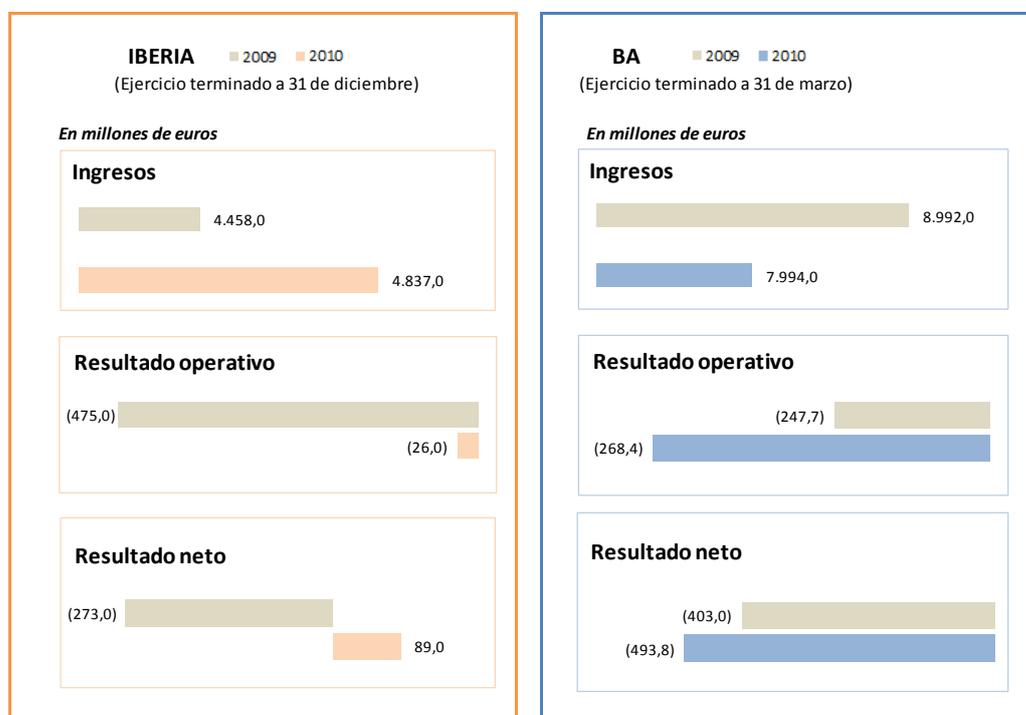
Si bien es cierto que los avances tecnológicos permiten desarrollar sistemas de optimización de costes (aviones de combustible más eficientes) y permiten incrementar el valor añadido de las aerolíneas a través del acceso a Internet y las interconexiones con otros operadores, los puntos negativos parecen superar los positivos y las compañías aéreas se unen con el fin de recuperar las pérdidas.

En el caso de las empresas objetivo, éstas presentan resultados negativos en los dos últimos años antes de la fusión, y en especial, la compañía de bandera británica. Esta última sufre unas pérdidas de €495,8 millones (£425 millones) a 31 de marzo de 2010, las mayores de su historia. El principal motivo, y como se ha comprobado antes, se debe a una caída en el nivel de ingresos del 8,7% compensada sólo en parte por los menores costes. En el caso de Iberia, ésta experimenta una gran mejora en 2010 con un crecimiento en el nivel de ingresos del 8,3% y un resultado operativo de €89 millones

⁸ Comisión Nacional del Mercado de Valores (10 de enero, 2011). Nota sobre las acciones y resumen relativos a la emisión de hasta un máximo de 2.099.856.484 acciones ordinarias de International Consolidated Airlines Group, S.A. de 0,5 euros de valor nominal en relación con la fusión por absorción de BA Holdco, S.A., e Iberia Líneas Aéreas de España, S.A., por parte de IAG, S.A. previa a la primera admisión a cotización

frente a las pérdidas de €273 millones registradas el ejercicio anterior (véase gráfico 4.1).

Gráfico 4.1



Fuente: Cuentas anuales de las entidades

Asimismo, cabe citar entre las causas de la fusión una serie de razones estratégicas que integran posiciones líderes tanto en Reino Unido como en España. Se pueden ver otros ejemplos de fusiones en compañías como Northwest Airlines y Delta Airlines en 2008, United Airlines y Continental Airlines en 2010 y AirTran Holdings y Southwest Airlines en 2011. Entre las ventajas de la fusión se encuentran las siguientes:

- Complementariedad de redes y aumento de capacidades y frecuencias que permite ganar cuota de mercado frente a otras compañías aéreas fusionadas.
- Beneficios para los clientes derivado de una oferta más amplia de vuelos, conectividad y opciones de reserva.
- Sostenibilidad de la entidad en el largo plazo y creación de valor para los accionistas.

- Potencial de sinergias. En el caso de Iberia y British Airways se esperaba conseguir sinergias anuales de €400 millones a partir del quinto año y con un coste máximo de € 69 millones en todo el periodo. Para el primer año, las sinergias esperadas eran las siguientes (véase gráficos 4.2 y 4.3):

Gráfico 4.2

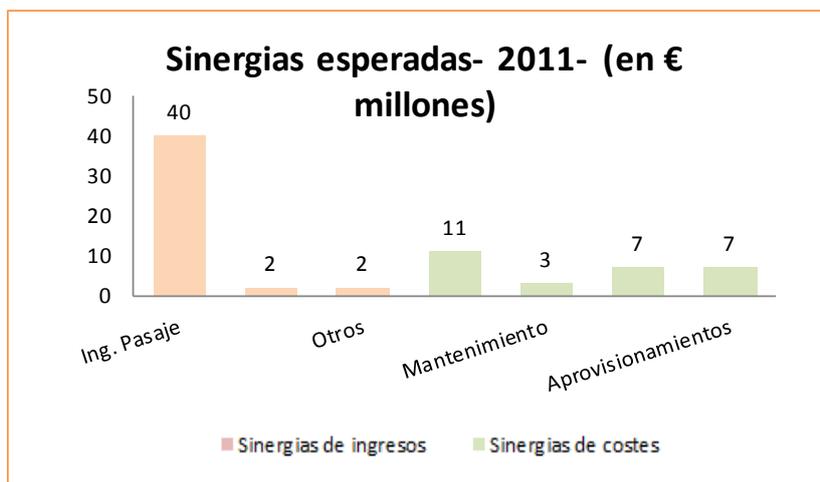
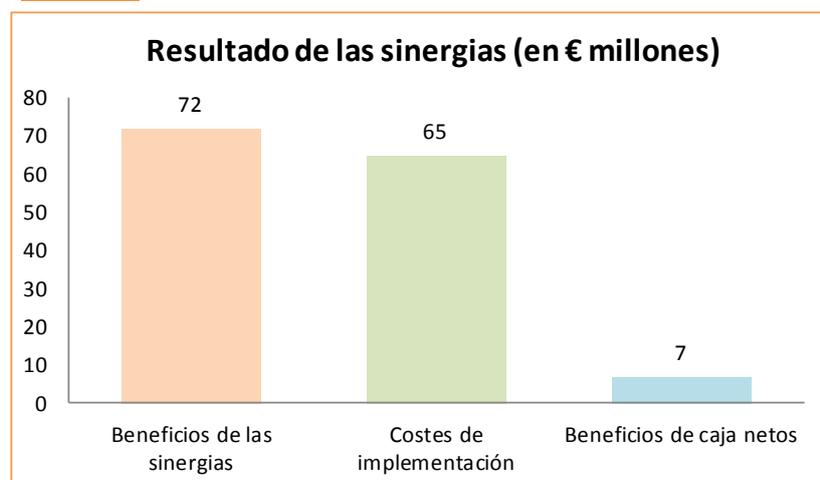


Gráfico 4.3



Fuente: Cuentas anuales IAG 2011

Las sinergias de ingresos se atribuían entre otros a la combinación de tarifas entre redes de largo radio, código compartidos en 33 destinos en Latinoamérica, África y Europa y un programa de fidelización de clientes que pretendían potenciar, mientras que las sinergias de costes se imputaban a programas de compras conjuntas, equipos de gestión únicos, salas de espera compartidas y reestructuración de departamentos y equipos de

tecnología de la información (TI). Los resultados esperados eran unos beneficios de caja netos de €7 millones.

De nuevo mencionar que las sinergias esperadas no se deben únicamente a una optimización de recursos por parte de las dos compañías, sino que parten del hecho de que a través de la fusión, British Airways estaría eliminando del mercado a uno de sus principales competidores. Si bien y como se ha explicado en apartados anteriores, British Airways controlaba Reino Unido, Europa Occidental y parte de América, se hace a través de la fusión con el control de prácticamente todos los segmentos geográficos.

5. Proceso de valoración

5.1. Estimaciones

La valoración de las compañías parte de unas estimaciones *stand-alone* realizadas para los ejercicios 2011-2015, es decir, partiendo del supuesto de que la fusión no hubiera llegado a producirse. Para ello se proyectan los estados financieros tanto de Pérdidas y Ganancias como de Balance pues sirven como instrumentos de seguimiento y control de las entidades.

Como ya se ha comentado, la evolución del sector aéreo depende en gran medida del crecimiento económico tanto a nivel nacional como a nivel mundial, pues está directamente relacionado con las decisiones de compra por parte de los consumidores a través de los niveles de empleo respectivos de cada país, la confianza y la accesibilidad al crédito.

5.1.1. Iberia

5.1.1.1. Cuenta de resultados

La aerolínea española registra en el último ejercicio histórico (2010) unas pérdidas en su resultado operativo de €26 millones. Sin embargo, y como se ha explicado en apartados anteriores, esta pérdida podría no haberse producido de no haber sido por la erupción del volcán islandés *Eyjafjallajökul*. A pesar de esto, Iberia fue una de las compañías aéreas con mejor capacidad de respuesta gracias a su participación en “Volcex”, un ejercicio de simulación de erupciones volcánicas.

Las últimas previsiones para 2011, si bien es uno de los años con mejores perspectivas de crecimiento, fueron revisadas a la baja a raíz de la débil recuperación económica que se pronosticaba y la incertidumbre sobre la deuda tan elevada de algunos países de Europa. Estas estimaciones suponían un crecimiento del 5,2% en cuanto al número de pasajeros y un 5,5% en cuanto a los niveles de carga transportada.

Además, Iberia distribuye sus **redes de ingresos** en tres mercados: (i) el corto radio o doméstico, referido a España, (ii) el corto y medio radio internacional referido al resto de la zona euro y (iii) el largo radio referido a África, Oriente Medio y América. A raíz

del crecimiento económico a dos velocidades, este crecimiento tanto en número de pasajeros como de carga transportada se refiere principalmente a las economías emergentes mientras que las economías más avanzadas siguen cayendo, como es el caso de España (véase anexo 5).

En 2012, los ingresos caerían alrededor del 1,5% provocado principalmente por una reducción en el número de frecuencias referidas a España y el resto de la zona euro. En los años siguientes, las previsiones de ingresos mejoran con crecimientos en torno al 2% gracias al acuerdo **oneworld** que permitiría la explotación conjunta de vuelos del Atlántico Norte, así como la apertura de nuevas rutas desde Madrid (Los Ángeles, Fortaleza y Recife, Brasil) y desde Barcelona (Miami y Sao Paulo). Si bien las frecuencias de vuelos de largo radio aumentarían cerca de un 15% (según estimaciones de la sociedad), las rentabilidades de los mismos se verían minoradas especialmente por el nuevo brote del coronavirus⁹ en 2013 y la erupción volcánica del Kleud, Indonesia de 2014 que obligaría a recortar vuelos.

Los **aprovisionamientos**, que siguen la misma dinámica, pasan de representar un 27% sobre el nivel de ventas en 2011, a un 29,2% en 2012, resultado de una subida en el precio de los carburantes. El petróleo, cuyo importe de por sí es bastante elevado, causa en España un efecto doble pues se le suma la depreciación de la moneda que hace que su precio en euros alcance su máximo histórico. Este aumenta en 2012 un 6% y es representativo de un 20% del total de los costes variables. A este incremento previsto del 1,2% ($20\% * 6\%$), se le añade el efecto de una pérdida de competitividad (crecimiento del AVE y compañías *low-cost*). A partir de entonces, los márgenes sobre ventas oscilan en torno al 28,5% pues se asume según informes del gobierno general de energía una tasa anual de crecimiento constante (TACC) del 2,6% para España¹⁰ y al que se suma el efecto de la evolución del IPC, representativo en parte del encarecimiento de las materias primas.

⁹ El coronavirus, que provoca el denominado síndrome respiratorio, se detecta por primera vez en España en 2013 y afecta según los expertos a la demanda de las aerolíneas a corto plazo y a su flujo de efectivo causando un declive en las cotizaciones de las entidades operadoras.

¹⁰ Meade Kuribreña, J. A., Peterson y vom Bauer, C., Budebo, M.G., Contretas Astiazarán, B., y de la Luz Ruiz Mariscal, M., *Perspectiva del Mercado del petróleo del crudo 2010-2015*

Los gastos de personal quedan expuestos a la congelación salarial de 2010, que reduce la plantilla considerablemente pero aumenta el coste consecuencia de dotaciones extraordinarias por ERE (Expediente de Regulación de Empleo) con el fin de racionalizar el coste por empleado. En 2012 y 2013, la caída de productividad nacional bajaría los ingresos operativos de la sociedad y llevaría a una adaptación simultánea de los costes reduciendo de nuevo los salarios. A partir de 2014 se asume se mantienen constantes los gastos de personal.

En cuanto a **la flota**, se estiman en 2011 crecimientos del 2% pues Iberia pretendía aumentar el número de aviones de mayor volumen destinados fundamentalmente a operaciones de largo radio. Esta se puede considerar una de las causas principales de las predicciones sobre ventas tan elevadas, pues son las operaciones de mayor radio la principal fuente de ingresos de la entidad. En 2012 sin embargo, la situación se revierte y para afrontar la crisis que preveía iba alcanzar sus peores momentos en este ejercicio (caída del PIB del 1,6%), se ajustan los niveles de capacidad, y se estiman reducciones del 2% y del 1% para 2012 y 2013 respectivamente. Al igual que ocurre con los gastos de personal, a partir de 2014 los gastos se mantienen constantes pues no se dispone de información lo suficientemente documentada.

Para las estimaciones de **amortización** se toma como referencia el promedio del gasto histórico sobre inmovilizado material, 16,4% y se proyecta en base a las estimaciones de inmovilizado en balance para los ejercicios 2011-2015.

El resultado operativo (EBIT) que se tomará como base para el modelo de valoración es del €166,1M, €107,1M, €42,9M, €13,1M y €201,4 millones para 2011-2015 respectivamente (véase tabla 5.1)

En lo referido al **resultado financiero**, tantos los ingresos como los gastos caerían tanto en 2011 como en 2013 resultado de una bajada en los tipos de interés. En el resto de años, el crecimiento se atribuye a una subida en los tipos de interés y los resultados positivos de Vueling, participada por Iberia en un 45,85%.

Tabla 5.1

Grupo Iberia- Cuenta de Resultados cosolidada												
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E
Importe neto de la cifra de negocic	4.601,7	4.759,4	5.159,8	5.276,6	5.223,0	4.231,0	4.582,0	4.813,2	4.734,7	4.672,4	4.765,8	4.861,2
Pasajeros	4.295,3	4.442,5	4.777,1	4.879,5	4.826,3	3.934,4	4.227,1	4.438,5	4.367,5	4.310,7	4.396,9	4.484,8
%margen sobre ventas	93,3%	93,3%	92,6%	92,5%	92,4%	93,0%	92,3%	92,2%	92,2%	92,3%	92,3%	92,3%
Carga	307,20	317,73	383,17	397,47	397,02	296,97	355,18	374,71	367,22	361,71	368,94	376,32
%margen sobre ventas	6,7%	6,7%	7,4%	7,5%	7,6%	7,0%	7,8%	7,8%	7,8%	7,7%	7,7%	7,7%
Otros ingresos de explotación	268,7	186,9	199,6	217,1	292,0	227,0	255,0	267,8	263,5	260,0	260,7	261,3
%margen sobre ventas	5,8%	3,9%	3,9%	4,1%	5,6%	5,4%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,5%	5,4%
Aprovisionamientos	(851,9)	(1.063,5)	(1.374,7)	(1.359,4)	(1.864,0)	(1.410,0)	(1.342,0)	(1.358,1)	(1.365,2)	(1.372,3)	(1.379,4)	(1.386,6)
% margen sobre ventas	(18,5%)	(22,3%)	(26,6%)	(25,8%)	(35,7%)	(33,3%)	(29,3%)	(28,2%)	(28,8%)	(29,4%)	(28,9%)	(28,5%)
Margen Bruto	4.018,4	3.882,8	3.984,7	4.134,4	3.651,0	3.048,0	3.495,0	3.722,8	3.633,0	3.560,2	3.647,1	3.735,9
%margen sobre ventas	87,3%	81,6%	77,2%	78,4%	69,9%	72,0%	76,3%	77,3%	76,7%	76,2%	76,5%	76,9%
Gastos de personal	(1.542,2)	(1.733,2)	(1.388,9)	(1.371,6)	(1.321,0)	(1.348,0)	(1.332,0)	(1.358,6)	(1.336,9)	(1.319,5)	(1.319,9)	(1.320,2)
%margen sobre ventas	(33,5%)	(36,4%)	(26,9%)	(26,0%)	(25,3%)	(31,9%)	(29,1%)	(28,2%)	(28,2%)	(28,2%)	(27,7%)	(27,2%)
Otros gastos de explotación	(1.808,2)	(1.711,0)	(1.801,5)	(1.828,7)	(1.695,0)	(1.568,0)	(1.611,0)	(1.611,0)	(1.611,0)	(1.627,1)	(1.643,4)	(1.643,4)
%margen sobre ventas	(39,3%)	(35,9%)	(34,9%)	(34,7%)	(32,5%)	(37,1%)	(35,2%)	(33,5%)	(34,0%)	(34,8%)	(34,5%)	(33,8%)
Deterioro y resultado por enajenaciones de inmovilizado	78,4	552,2	(4,4)	(7,7)	25,0	(3,0)	(16,0)	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
	1,7%	11,6%	(0,1%)	(0,1%)	0,5%	(0,1%)	(0,3%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDAR	746,4	990,8	790,0	926,4	660,0	129,0	536,0	753,2	685,1	613,5	683,9	772,4
%margen sobre ventas	16,2%	20,8%	15,3%	17,6%	12,6%	3,0%	11,7%	15,6%	14,5%	13,1%	14,4%	15,9%
Dotación a la amortización	(183,9)	(177,7)	(224,4)	(221,5)	(193,0)	(176,0)	(174,0)	(191,3)	(188,6)	(186,3)	(186,3)	(186,4)
% margen sobre inmovilizado	(13,5%)	(12,1%)	(24,2%)	(26,1%)	(17,3%)	(16,8%)	(15,2%)	(16,4%)	(16,4%)	(16,4%)	(16,4%)	(16,4%)
Alquiler flota aérea y otros	(384,4)	(435,2)	(424,5)	(421,3)	(462,0)	(428,0)	(388,0)	(395,8)	(389,4)	(384,4)	(384,5)	(384,6)
%margen sobre ventas	(8,4%)	(9,1%)	(8,2%)	(8,0%)	(8,8%)	(10,1%)	(8,5%)	(8,2%)	(8,2%)	(8,2%)	(8,1%)	(7,9%)
EBIT	178,1	377,9	141,1	283,6	5,0	(475,0)	(26,0)	166,1	107,1	42,9	113,1	201,4
%margen sobre ventas	3,9%	7,9%	2,7%	5,4%	0,1%	(11,2%)	(0,6%)	3,5%	2,3%	0,9%	2,4%	4,1%
RESULTADO FINANCIERO	69,0	15,6	44,0	164,0	31,0	40,0	121,0	98,3	120,1	115,0	117,7	120,2
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	247,1	393,5	185,1	447,7	36,0	(435,0)	95,0	264,5	227,1	157,9	230,8	321,6
Impuesto sobre sociedades	(44,4)	2,5	(99,9)	(124,7)	(4,0)	162,0	(6,0)	(54,6)	(35,2)	(14,1)	(37,2)	(66,2)
% sobre EBIT	(24,9%)	0,7%	(70,8%)	(44,0%)	(80,0%)	(34,1%)	23,1%	(32,9%)	(32,9%)	(32,9%)	(32,9%)	(32,9%)
RESULTADO DEL EJERCICIO	202,7	396,0	85,2	322,9	32,0	(273,0)	89,0	209,9	191,9	143,8	193,6	255,4

Fuente: Cuentas anuales consolidadas del Grupo Iberia y estimaciones del modelo de valoración
(*) En millones de euros

5.1.1.2 Balance

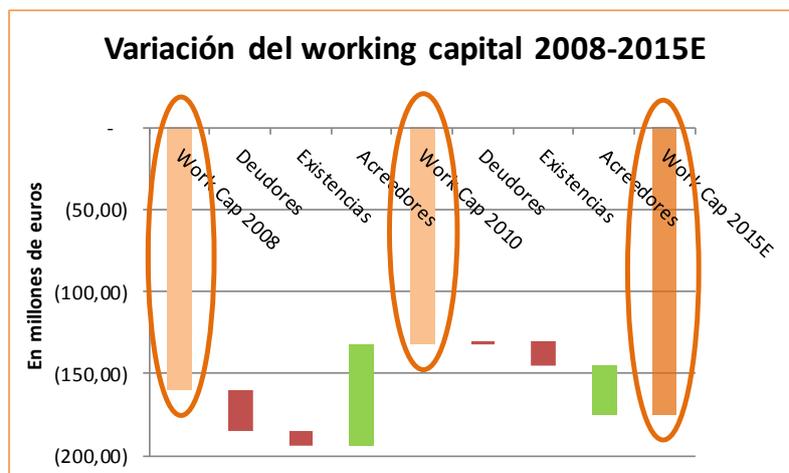
Para las previsiones de balance se distinguen tres partes fundamentales, (i) el capital circulante o fondo de maniobra, es decir todo aquello relacionado con los distintos cobros y pagos (existencias, clientes y proveedores), (ii) el patrimonio neto de la sociedad y (iii) el resto de partidas referidas tanto al activo fijo como a la deuda financiera neta.

En cuanto al fondo de maniobra, este se puede definir como la parte del activo corriente financiada con recursos a financieros permanentes o a largo plazo. Tal y como se puede observar en el anexo 6 se calculan primero las rotaciones tanto de inventarios como de

clientes y proveedores, esto es el número medio de días de almacén, cobros y pagos. A partir de las ratios históricas de actividad, se proyecta en función del periodo medio de maduración, es decir, el tiempo que tardan en convertirse en liquidez las materias aplicadas al proceso productivo y que permite conocer las necesidades de liquidez de la empresa que serán iguales a todos los pagos que tenga que hacer. Se toma en este caso el periodo medio de días de rotación de los últimos 3 años y sólo para los proveedores se mantiene constante el pago a 247 días referido al último año pues dadas las grandes diferencias entre ejercicios, es muy difícil estimar un número medio de días objetivo. Para ello, se utilizan las siguientes ratios:

- **Deudores = Días de cobro x Ventas / 365**, para el que se toma una media de 42 días de cobro.
- **Acreedores = Días de pago x Ventas / 365**. Los días de pago utilizados son 247, lo que permite al Grupo financiarse a través de sus proveedores. Además, la mejora en su ratio de endeudamiento (64,5% en 2010) permitirá a la compañía recurrir a financiación de terceros en caso de necesidad.
- **Existencias = Días de inventario x CMV/365**, para el que se usa un promedio de 53 días.

Este fondo de maniobra negativo (véase gráfico 5.1), no significa que Iberia tenga problemas de liquidez pues lo normal en el sector es cobrar “*al contado*” pagando más tarde a los proveedores y manteniendo el nivel de existencias medio en el almacén. La ratio de liquidez de la compañía analizado anteriormente, (1,53) indica que la compañía no tiene problemas de liquidez pues los proveedores “financian su actividad”.

Gráfico 5.1

Fuente: Elaboración Propia

En cuanto a las proyecciones de patrimonio neto, (véase anexo 7) se consideran los dividendos repartidos que habrá que deducir al beneficio atribuible (después de minoritarios) para calcular el beneficio no distribuido del año en cuestión al que habrá que sumar al patrimonio neto del año anterior. Además y para la partida “otros resultados” se toma la media de los tres últimos ejercicios (€76 millones) exceptuando el año 2011 en que no se esperaba dotación alguna.

El aumento del mismo se puede adjudicar a la revalorización de las acciones de British Airways que poseía Iberia o a la actualización del valor de la participación del 7,5% que mantenía en Amadeus.

$$\text{Patrimonio neto (t)} = \text{Patrimonio neto (t-1)} + \text{Beneficio atribuible no distribuido (t)} + \text{otros resultados (t)}$$

El resto de partidas de balance se mantienen estables en relación al último año, pues no existen supuestos de inversión en activo fijo o aumento de participaciones en otras entidades, siendo tesorería la partida de ajuste en este caso (véase tabla 5.2).

Tabla 5.2

Balance Grupo Iberia a 31/12												
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 E	2012E	2013E	2014E	2015E
ACTIVO NO CORRIENTE												
Activos intangibles	45,4	47,4	492,4	346,2	52,0	50,0	46,0	46,0	46,0	46,0	46,0	46,0
Inmovilizaciones materiales	1.365,6	1.463,6	927,2	848,9	1.118,0	1.046,0	1.145,0	1.164,7	1.148,0	1.134,0	1.134,2	1.134,4
<i>Flota aérea</i>	961,2	1.079,4	578,0	509,2	779,0	717,0	821,0	837,4	824,0	813,3	813,5	813,7
<i>%crecimiento</i>		12,3%	(46,5%)	(11,9%)	53,0%	(8,0%)	14,5%	2,0%	(1,6%)	(1,3%)	0,0%	0,0%
<i>Otro inmovilizado material</i>	404,4	384,2	349,2	339,8	339,0	329,0	324,0	327,2	324,0	320,7	320,7	320,7
<i>%crecimiento</i>		(5,0%)	(9,1%)	(2,7%)	(0,2%)	(2,9%)	(1,5%)	1,0%	(1,0%)	(1,0%)	0,0%	0,0%
Participaciones en entidades asociadas	184,8	12,1	121,0	129,9	17,0	134,0	157,0	157,0	157,0	157,0	157,0	157,0
Inversiones financieras a l/p	519,4	731,7	498,6	260,6	672,0	497,0	1.121,0	1.121,0	1.121,0	1.121,0	1.121,0	1.121,0
<i>Instrumentos de patrimonio</i>	57,2	56,0	98,0	(9,2)	247,0	269,0	906,0	906,0	906,0	906,0	906,0	906,0
<i>Créditos a terceros</i>	154,0	260,4	302,0	177,7	123,0	77,0	74,0	74,0	74,0	74,0	74,0	74,0
<i>Derivados</i>	-	23,3	98,6	92,0	70,0	4,0	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0
<i>Otros activos financieros</i>	308,3	392,0	-	-	232,0	147,0	125,0	125,0	125,0	125,0	125,0	125,0
Activos por impuesto diferido	412,8	484,5	276,2	292,0	591,0	635,0	597,0	597,0	597,0	597,0	597,0	597,0
<i>Otros activos no corrientes</i>	4,8	7,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total activo no corriente	2.532,9	2.747,2	2.315,4	1.877,6	2.450,0	2.362,0	3.066,0	3.085,7	3.069,0	3.055,0	3.055,2	3.055,4
ACTIVO CORRIENTE												
Activos no corrientes mantenidos para la venta	3,0	3,0	12,7	17,9	11,0	9,0	-	-	-	-	-	-
Existencias	87,4	114,7	187,6	197,2	224,0	215,0	215,0	196,0	197,0	198,0	199,0	200,1
Deudores	563,2	643,4	651,5	776,4	586,0	478,0	561,0	557,7	548,6	541,4	552,2	563,3
Inversiones financieras a c/p	989,3	1.190,7	2.489,2	2.947,6	1.751,0	1.088,0	1.285,0	1.285,0	1.285,0	1.285,0	1.285,0	1.285,0
Periodificaciones a c/p	-	-	12,0	10,2	12,0	8,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	566,5	821,4	8,0	44,2	600,0	886,0	875,0	341,7	487,1	579,8	690,2	861,0
<i>Tesorería</i>	-	-	8,0	44,2	74,0	47,0	92,0	-	-	-	-	-
<i>Otros activos líquidos equivalentes</i>	-	-	-	-	526,0	839,0	783,0	-	-	-	-	-
Acciones de la sociedad dominante	32,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros activos corrientes	21,0	23,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total activo corriente	2.262,3	2.796,7	3.360,9	3.993,6	3.184,0	2.684,0	2.947,0	2.391,3	2.528,7	2.615,2	2.737,4	2.920,3
TOTAL ACTIVO	4.795,2	5.543,9	5.676,2	5.871,2	5.634,0	5.046,0	6.013,0	5.477,0	5.597,7	5.670,3	5.792,7	5.975,7
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 E	2012E	2013E	2014E	2015E
PATRIMONIO NETO												
PN atribuible a la sociedad dominante	1.678,8	1.737,2	1.683,1	1.980,7	1.563,0	1.548,0	2.129,0	1.588,1	1.703,9	1.771,6	1.889,1	2.068,3
Intereses minoritarios	5,3	1,0	-	-	1,0	3,0	3,0	1,8	1,9	2,0	2,1	2,3
<i>% minoritarios /PN total</i>	0,32%	0,06%	0,00%	0,00%	0,06%	0,19%	0,14%	0,11%	0,11%	0,11%	0,11%	0,11%
Total patrimonio neto	1.684,2	1.738,2	1.683,1	1.980,7	1.564,0	1.551,0	2.132,0	1.589,9	1.705,8	1.773,6	1.891,1	2.070,6
PASIVO NO CORRIENTE												
<i>Provisiones a l/p</i>	1.210,7	1.381,2	1.388,4	1.403,8	1.283,0	1.209,0	1.122,0	1.122,0	1.122,0	1.122,0	1.122,0	1.122,0
<i>Deudas a l/p</i>	331,6	697,0	549,3	357,6	403,0	301,0	435,0	435,0	435,0	435,0	435,0	435,0
<i>Pasivos por impuesto diferido</i>	3,6	17,4	-	-	1,0	7,0	191,0	191,0	191,0	191,0	191,0	191,0
<i>Periodificaciones a l/p</i>	-	-	-	-	78,0	215,0	210,0	210,0	210,0	210,0	210,0	210,0
<i>Otros</i>	32,3	26,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total pasivo no corriente	1.578,2	2.121,8	1.937,7	1.761,4	1.765,0	1.732,0	1.958,0	1.958,0	1.958,0	1.958,0	1.958,0	1.958,0
PASIVO CORRIENTE												
Deudas a c/p	6,0	78,4	714,1	673,1	640,0	295,0	251,0	251,0	251,0	251,0	251,0	251,0
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	1.526,8	1.605,5	1.340,3	1.453,9	1.648,0	1.464,0	1.660,0	1.670,9	1.675,7	1.680,5	1.685,3	1.690,2
<i>Proveedores y acreedores varios</i>	1.103,5	1.171,5	904,8	998,5	970,0	807,0	908,0	918,9	923,7	928,5	933,3	938,2
<i>Remuneraciones pendientes de pago</i>	-	-	-	-	159,0	149,0	157,0	157,0	157,0	157,0	157,0	157,0
<i>Deudas con las Administraciones Públicas</i>	-	-	-	-	125,0	119,0	144,0	144,0	144,0	144,0	144,0	144,0
<i>Anticipos de clientes</i>	358,2	359,7	435,5	455,4	394,0	389,0	451,0	451,0	451,0	451,0	451,0	451,0
<i>Obligaciones</i>	42,5	42,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Ingresos diferidos</i>	22,7	31,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Periodificaciones a c/p	-	-	1,0	2,1	17,0	4,0	12,0	7,2	7,2	7,2	7,2	6,0
Total pasivo corriente	1.532,8	1.683,9	2.055,4	2.129,1	2.305,0	1.763,0	1.923,0	1.929,1	1.933,9	1.938,7	1.943,5	1.947,2
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	4.795,2	5.543,9	5.676,2	5.871,2	5.634,0	5.046,0	6.013,0	5.477,0	5.597,7	5.670,3	5.792,7	5.975,7

Fuente: Cuentas anuales consolidadas del Grupo Iberia y estimaciones modelo de valoración

(*) En millones de euros

5.1.2 British Airways

5.1.2.1. Cuenta de resultados

En relación a la aerolínea de bandera inglesa, 2010 fue un año fuertemente afectado por factores externos a la sociedad fuera su control como fueron (i) la erupción del volcán islandés *Eyjafjallajökul* como en el caso de Iberia y (ii) un invierno muy duro en que la elevada cantidad de nieve produjo un elevado número de cancelaciones. A esto se le suma en los meses de Mayo y Junio el incidente relacionado con las movilizaciones del “Unite Cabin Crew”.

La gran nube de cenizas provoca el cierre del espacio aéreo alrededor de Europa, sin embargo, debido a los nuevos procedimientos a que se adapta la sociedad y en que se dispone de las tecnologías necesarias para sobrevenir este tipo de riesgos, el problema no se prolonga y a partir de 2011, **los ingresos** comienzan a subir.

En 2012, el bajo crecimiento en el nivel de ingresos se atribuye concretamente al estancamiento de la economía británica (PIB 0,2%). Además, y con las bolsas europeas a la baja a raíz de la fuerte recesión económica, la competencia de las aerolíneas *low-cost* es cada vez más fuerte. Ryanair despegaría en los mercados en noviembre ganando cuota de mercado y siendo representativa de las dinámicas del resto de compañías de bajo coste. Si bien esto podría entenderse como una caída en el nivel de ingresos, la celebración de los juegos olímpicos en Londres ese mismo año aumentaría del número de vuelos operados por British Airways compensando las bajas por las caídas en los niveles de consumo y demanda nacional.

En 2013 el principal problema recaería de nuevo sobre el mal tiempo en que la elevada cantidad de nieve obligaría al aeropuerto de Heathrow (hub de British Airways) a cancelar una media de 250 vuelos diarios, es decir un 20% de sus operaciones (media de 1.300 vuelos diarios), por lo que a pesar de que se muestren grandes crecimientos en los principales indicadores macroeconómicos de Reino Unido, se mantienen crecimientos del 1,5%.

A partir de 2014 se toman crecimientos constantes del 2% resultado de unas mejores previsiones de la productividad nacional. Mencionar que el aeropuerto de Heathrow

invertiría €43 millones para mejorar sus equipos de invierno que se vería traducido en una reducción de riesgos futuros.

Como en el caso de Iberia, los **aprovisionamientos** están fuertemente afectados por erupciones volcánicas que tienen un efecto directo sobre el precio del petróleo. Las estimaciones toman de nuevo como referencia el informe del gobierno general de energía que prevé para Reino Unido una tasa anual de crecimiento constante (TACC) del 2%, si bien en este caso el peso del carburante sobre el total de costes operativos es del 30%. A estos costes, si bien consideran los efectos de la evolución en el precio de las materias primas, se les añade el efecto de la subida del 3% sobre el coste de los billetes¹¹.

En cuanto a los **gastos de personal**, se toma como referencia la evolución de la tasa de paro en Reino Unido que cae en 2011 y 2014 un 0,2% y un 0,3% en 2013 y que se ve traducido en un incremento de los gastos pues se atribuye a una subida del mismo nivel en los salarios y que supone una adaptación al incremento de vuelos y frecuencias resultado de unas mejores instalaciones en los aeropuertos en que opera la entidad. Se mantienen unos márgenes sobre ventas de aproximadamente el 25%.

En el caso de **la flota**, partida para la que no se prevé crecimiento alguno, se mantienen constantes los márgenes sobre ventas del 2%, pues en los últimos informes de la sociedad no se muestran intenciones de cambio. Para **las amortizaciones** se sigue la misma dinámica que en el caso anterior y se proyecta en base al gasto histórico promedio sobre inmovilizado (9,2%).

Los resultados operativos de la sociedad para el periodo proyectado de 2011-2015 son de €55,7M, €48,4M, €153,7M, €316M y €487,5 millones respectivamente, base para el modelo de valoración (véase tabla 5.3).

¹¹ IATA." (...) A los costes de petróleo se le suma el incremento de impuestos en algunos mercados y el alza del 3% de los billetes en Reino Unido, Alemania y Australia (...)"

Tabla 5.3

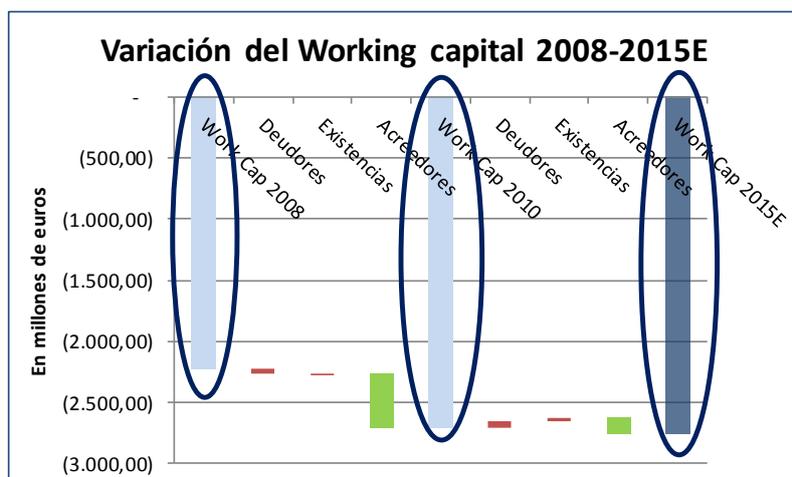
British Airways- Cuenta de Resultados cosolidada												
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E
Importe neto de la cifra de negocios	10.722,6	11.400,8	11.261,4	10.746,6	8.624,6	9.581,1	8.748,2	9.010,6	9.028,7	9.164,1	9.347,4	9.534,3
			(1,2%)	(4,6%)	(19,7%)	11,1%	(8,7%)	3,0%	0,2%	1,5%	2,0%	2,0%
Pasajeros	-	-	10.311,2	9.903,9	7.978,9	8.823,3	8.109,2	8.328,2	8.403,1	8.495,5	8.623,0	8.752,3
Carga	-	-	950,1	842,7	645,7	757,8	639,0	682,5	625,5	668,5	724,4	782,0
Otros ingresos de explotación	-	-	969,5	833,2	570,1	543,9	539,1	555,2	556,3	564,7	576,0	587,5
%margen sobre ventas	-	-	8,6%	7,8%	6,6%	5,7%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Aprovisionamientos	(9.939,7)	(10.413,0)	(4.524,2)	(4.634,9)	(3.614,7)	(4.991,6)	(4.342,7)	(4.407,9)	(4.434,3)	(4.460,9)	(4.487,7)	(4.514,6)
%margen sobre ventas	(92,7%)	(91,3%)	(40,2%)	(43,1%)	(41,9%)	(52,1%)	(49,6%)	(48,9%)	(49,1%)	(48,7%)	(48,0%)	(47,4%)
Margen Bruto	782,9	987,9	7.706,6	6.944,8	5.580,0	5.133,4	4.944,5	5.158,0	5.150,7	5.267,9	5.435,7	5.607,2
%crecimiento	7,3%	8,7%	68,4%	64,6%	64,7%	53,6%	56,5%	57,2%	57,0%	57,5%	58,2%	58,8%
Gastos de personal	(208,5)	(199,9)	(3.365,6)	(3.104,9)	(2.272,9)	(2.469,3)	(2.321,2)	(2.321,7)	(2.321,7)	(2.328,7)	(2.333,3)	(2.333,3)
%margen sobre ventas	(1,9%)	(1,8%)	(29,9%)	(28,9%)	(26,4%)	(25,8%)	(26,5%)	(25,8%)	(25,7%)	(25,4%)	(25,0%)	(24,5%)
Otros gastos de explotación	-	-	(2.108,7)	(1.935,0)	(1.586,3)	(1.960,4)	(1.862,3)	(1.862,3)	(1.862,3)	(1.863,3)	(1.864,2)	(1.864,2)
Recurrentes	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
No recurrentes	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
%margen sobre ventas	0,0%	0,0%	(18,7%)	(18,0%)	(18,4%)	(20,5%)	(21,3%)	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%
Deterioro y resultado por enajenaciones de inmovilizado	-	-	28,3	(16,4)	-	-	-	-	-	-	-	-
EBITDAR	574,4	788,0	2.260,6	1.888,6	1.720,7	703,7	761,0	974,0	966,7	1.075,9	1.238,2	1.409,7
%margen sobre ventas	5,4%	6,9%	20,1%	17,6%	20,0%	7,3%	8,7%	10,8%	10,7%	11,7%	13,2%	14,8%
Dotación a la amortización	-	-	(1.064,8)	(973,6)	(726,5)	(781,4)	(850,4)	(739,3)	(739,3)	(743,2)	(743,2)	(743,2)
% margen sobre inmovilizado	0,0%	0,0%	(9,1%)	(9,7%)	(9,5%)	(9,6%)	(10,6%)	(9,2%)	(9,2%)	(9,2%)	(9,2%)	(9,2%)
Alquiler y otros gastos	-	-	(134,0)	(110,5)	(72,4)	(170,0)	(178,9)	(178,9)	(178,9)	(178,9)	(178,9)	(178,9)
%margen sobre ventas	0,0%	0,0%	(1,2%)	(1,0%)	(0,8%)	(1,8%)	(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)	(1,9%)	(1,9%)
EBIT	574,4	788,0	1.061,8	804,5	921,8	(247,7)	(268,4)	55,7	48,4	153,7	316,0	487,5
%margen sobre ventas	5,4%	6,9%	9,4%	7,5%	10,7%	(2,6%)	(3,1%)	0,6%	0,5%	1,7%	3,4%	5,1%
RESULTADO FINANCIERO	(248,2)	(182,4)	(144,5)	28,6	46,2	(203,8)	(348,5)	(153,1)	(150,9)	130,2	139,5	151,0
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	326,2	605,6	917,3	833,2	968,0	(451,5)	(616,9)	(97,4)	(102,5)	283,9	455,5	638,5
Impuesto sobre sociedades	(120,6)	(217,4)	(226,4)	(235,9)	(203,7)	48,4	123,1	(17,1)	(14,8)	(47,0)	(96,7)	(149,1)
	(21,0%)	(27,6%)	(21,3%)	(29,3%)	(22,1%)	(19,5%)	(45,9%)	(30,6%)	(30,6%)	(30,6%)	(30,6%)	(30,6%)
Beneficio/pérdida No recurrente (después de impuestos)	(21,3)	(21,9)	4,5	(182,7)	(2,1)	-	-	-	-	-	-	-
RESULTADO DEL EJERCICIO	184,4	366,3	695,5	414,5	762,2	(403,1)	(493,8)	(114,4)	(117,3)	236,9	358,8	489,3

Fuente. Cuentas anuales consolidadas British Airways y estimaciones modelo de valoración

(*) En millones de euros

5.1.2.2. Balance de situación

Para el balance de situación de BA se proyecta en base a los mismos criterios que para Iberia (véase anexo 8). Si bien antes se ha comentado que el hecho de disponer de un fondo de maniobra negativo no tiene porqué traducirse en problemas de liquidez, en el caso de BA este sobrepasa unos límites pues su ratio de liquidez es de 0,74, lo que viene a decir que la empresa no tiene la capacidad suficiente para hacer frente a sus obligaciones de pago, lo que unido a los altos niveles de endeudamiento que registra en el último año (80,2%) pone en peligro su permanencia en el largo plazo (véase gráfico 5.2).

Gráfico 5.2

Fuente: *Elaboración propia*

El patrimonio neto por su parte, crece a raíz de unas mejores perspectivas que aumentan el resultado operativo de la sociedad, y como consecuencia de la revalorización de las acciones de Iberia que poseía la misma. No se tienen en cuenta en este caso otros resultados que se pudieran descontar al patrimonio neto de la sociedad pues no registraba nada en los años anteriores (véase anexo 9). Destacar de nuevo los dificultades a cerca de la viabilidad de la compañía en este aspecto pues mientras Iberia mantiene aproximadamente unos mismos niveles de recursos propios en términos absolutos que la entidad británica, la proporción de pasivos de esta última es de 2,6x los pasivos de Iberia que se traduce en un ratio de apalancamiento del 51,9%.

Tabla 5.4

Balance British Airways a 31/03												
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 E	2012E	2013E	2014E	2015E
ACTIVO NO CORRIENTE												
Activos intangibles	252,0	275,0	347,0	289,1	232,0	300,6	312,5	312,5	312,5	312,5	312,5	312,5
Inmovilizaciones materiales	12.956,0	11.820,0	11.737,9	10.032,0	7.625,1	8.144,4	8.020,9	8.035,8	8.035,8	8.078,8	8.078,8	8.078,8
<i>Flota aérea</i>	-	-	9.837,7	8.390,3	6.274,0	6.751,5	6.667,4	6.668,8	6.668,8	6.668,8	6.668,8	6.668,8
<i>%crecimiento</i>	-	-	-	(14,7%)	(25,2%)	7,6%	(1,2%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<i>Otro inmovilizado material</i>	-	-	1.900,22	1.641,78	1.351,17	1.392,86	1.353,47	1.367,01	1.367,01	1.410,01	1.410,01	1.410,01
<i>%crecimiento</i>	-	-	-	(0,1)	(0,2)	0,0	(0,0)	0,0	-	-	-	-
Participaciones en entidades asociadas	-	-	195,1	170,5	238,3	235,3	228,9	228,9	228,9	228,9	228,9	228,9
Inversiones financieras a l/p	797,0	218,0	49,1	145,9	84,0	3,4	31,4	31,4	31,4	31,4	31,4	31,4
Activos por impuesto diferido	-	-	-	27,3	19,9	28,1	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8
Otros activos no corrientes	-	-	336,6	169,1	173,2	382,8	561,1	561,1	561,1	561,1	561,1	561,1
Total activo no corriente	14.005,0	12.313,0	12.665,7	10.833,8	8.372,6	9.094,7	9.174,6	9.189,4	9.189,4	9.232,4	9.232,4	9.232,4
ACTIVO CORRIENTE												
Activos no corrientes mantenidos para la venta	-	-	4,5	10,9	-	73,2	123,1	123,1	123,1	123,1	123,1	123,1
Existencias	114,0	121,8	123,6	103,6	117,6	143,0	113,9	128,4	129,2	130,0	130,7	131,5
Deudores	1.528,6	1.563,0	1.020,1	891,8	615,2	596,8	579,7	600,4	601,6	610,6	622,8	635,3
Inversiones financieras a c/p	-	-	-	-	-	45,0	86,0	86,0	86,0	86,0	86,0	86,0
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	-	-	3.633,7	3.211,3	1.956,9	1.555,0	1.991,3	2.218,3	2.428,9	2.540,7	2.742,3	3.005,5
<i>Tesorería</i>	-	-	3.041,0	2.239,0	1.239,9	1.102,4	1.078,1	1.305,1	1.515,8	1.627,6	1.829,1	2.092,3
<i>Otros activos líquidos equivalentes</i>	-	-	592,7	972,3	717,1	452,7	913,2	913,2	913,2	913,2	913,2	913,2
Acciones de la sociedad dominante	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros activos corrientes	-	-	682,1	471,8	615,2	301,8	335,8	335,8	335,8	335,8	335,8	335,8
Total activo corriente	4.148,0	4.124,0	5.463,9	4.689,4	3.305,0	2.714,8	3.229,7	3.492,0	3.704,6	3.826,2	4.040,7	4.317,2
TOTAL ACTIVO	18.153,0	16.437,0	18.129,6	15.523,3	11.677,6	11.809,5	12.404,3	12.681,4	12.894,0	13.058,6	13.273,1	13.549,6
PATRIMONIO NETO												
Pn atribuido a la sociedad dominante	3.281,0	3.574,0	2.771,4	3.014,9	3.184,2	1.853,4	2.222,5	2.222,5	2.222,5	2.222,5	2.222,5	2.222,5
Intereses minoritarios	315,0	318,0	317,2	272,7	210,0	225,2	232,4	232,4	232,4	232,4	232,4	232,4
Total patrimonio neto	3.596,0	3.892,0	3.088,6	3.287,7	3.394,2	2.078,6	2.454,8	2.664,7	2.856,6	3.000,4	3.194,0	3.449,4
PASIVO NO CORRIENTE												
<i>Provisiones a l/p</i>	1.834,0	1.922,0	201,0	208,6	220,5	3.461,3	4.003,5	4.003,5	4.003,5	4.003,5	4.003,5	4.003,5
<i>Deudas a l/p</i>	8.229,0	6.302,0	5.364,1	3.994,0	2.888,2	288,3	184,7	184,7	184,7	184,7	184,7	184,7
<i>Pasivos por impuesto diferido</i>	-	-	1.334,3	1.268,2	1.211,5	734,2	899,2	899,2	899,2	899,2	899,2	899,2
<i>Periodificaciones a l/p</i>	-	-	-	-	-	138,5	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8
<i>Otros</i>	-	-	3.030,5	1.821,8	557,5	444,8	511,2	511,2	511,2	511,2	511,2	511,2
Total pasivo no corriente	10.063,0	8.224,0	9.930,0	7.292,6	4.877,6	5.067,0	5.604,4	5.604,4	5.604,4	5.604,4	5.604,4	5.604,4
PASIVO CORRIENTE												
Deudas a c/p	-	-	713,3	568,6	444,1	775,8	645,9	645,9	645,9	645,9	645,9	645,9
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	4.494,0	4.321,0	4.397,6	4.374,4	2.961,7	3.683,1	3.397,0	3.464,3	3.484,9	3.505,8	3.526,7	3.547,8
<i>Proveedores y acreedores varios</i>	-	-	4.202,5	3.717,2	2.719,1	3.148,3	3.380,8	3.448,0	3.468,7	3.489,5	3.510,4	3.531,5
<i>Remuneraciones pendientes de pago</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Deudas con las Administraciones Públicas</i>	-	-	-	73,6	4,2	4,5	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
<i>Anticipos de clientes</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Obligaciones</i>	-	-	83,4	583,6	238,3	-	-	-	-	-	-	-
<i>Ingresos diferidos</i>	-	-	111,7	-	-	530,3	13,9	13,9	13,9	13,9	13,9	13,9
<i>Periodificaciones a c/p</i>	-	-	-	-	-	204,9	302,1	302,1	302,1	302,1	302,1	302,1
Total pasivo corriente	4.494,0	4.321,0	5.110,9	4.943,1	3.405,7	4.663,9	4.345,0	4.412,3	4.433,0	4.453,8	4.474,7	4.495,8
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	18.153,0	16.437,0	18.129,6	15.523,3	11.677,6	11.809,5	12.404,3	12.681,4	12.894,0	13.058,6	13.273,1	13.549,6

Fuente: Cuentas anuales consolidadas del Grupo British Airways y estimaciones modelo de valoración

(*) En millones de euros

5.2 Valoración absoluta

Teniendo en cuenta que el principal objetivo de toda empresa es ser sostenibles en el tiempo se analiza la utilidad económica de las entidades para confirmar su supervivencia. Las organizaciones que generan bajos beneficios, no son, por lo general, atractivas para los inversores. Es por ello que nace en las mismas la necesidad de satisfacer a aquellos que aportan el capital aumentando el valor económico mencionado¹².

Con el fin de garantizar el crecimiento de las entidades y su creación de valor se deben tener en cuenta ciertos indicadores de utilidad, como es el caso de márgenes sobre ventas o crecimientos, rentabilidades aportadas a través del valor económico y los flujos de caja libres que la empresa será capaz de generar en los próximos años.

En términos generales, el posible valor de mercado de un negocio se calcula como el mayor valor que puede estimarse razonablemente, en función de su capacidad de generación de beneficios y flujos de caja.

Los principales métodos que se emplean a continuación se encuentran dentro de los métodos de valoración dinámicos. Estos métodos consideran la empresa como un proyecto de inversión, pudiendo dividirse en métodos basados en el mercado y métodos basados en expectativas.

5.2.1. Modelo de descuento de flujos de caja

Tras haber analizado la actividad operativa y los niveles de endeudamiento de las entidades, se procede ahora al análisis de su rentabilidad estimada, entendida ésta como la utilidad operacional descontada al coste de capital. Se trata del efectivo realmente disponible para distribuir entre todos los inversores una vez descontadas las inversiones en activo fijo (CAPEX), y capital necesario para el mantenimiento de las operaciones (pues son movimientos de caja que no pasan por Pérdidas y Ganancias) y las amortizaciones que sí son de Pérdidas y Ganancias pero no suponen una salida de caja

¹² Se entiende por valor económico la diferencia entre la rentabilidad de los activos de una entidad y el coste requerido para financiar esos activos.

propiamente dicha. Siempre que el valor obtenido sea superior a 1 la empresa generará valor y cuando sea inferior a 1 se dirá que la empresa destruye valor.

5.2.1.1. Iberia

En el caso de Iberia, se puede observar en la tabla 5.5 que el flujo de caja libre proyectado, si bien decrece en los años más afectados por la crisis, muestra a partir de 2014 una tendencia de crecimiento representativa de la buena salud de la empresa y muestra realmente la cantidad que se entrega a los dueños del capital.

Tabla 5.6

Flujos de caja libre (FCL)					
	2011	2012	2013	2014	2015
EBIT	166,1	107,1	42,9	113,1	201,4
- Taxes	(54,6)	(35,2)	(14,1)	(37,2)	(66,2)
+ Amortizaciones	191,3	188,6	186,3	186,3	186,4
- CapEx	(211,0)	(171,9)	(172,4)	(186,5)	(186,6)
- Variación Working Capital	33,2	12,9	11,0	(7,0)	(7,2)
Total CFOperativo	125,1	101,4	53,7	68,7	127,8

Fuente: Elaboración propia
 (*)En millones de euros

Para traer a valor presente los flujos de caja esperados para los años 2011-2015, se descuentan los mismos al coste medio ponderado de capital (WACC) que considera tanto el coste de recursos propios, como el coste de la deuda después de impuestos. Para el cálculo del valor residual se toma para ambas compañías un crecimiento del 0,25% pues como se ha observado en la evolución histórica de la industria, esta viene siguiendo una tendencia bajista y parece estar afectada cada vez más por otros medios de transporte como puede ser el tren o el AVE que comprimen la competitividad de la industria aérea.

Tabla 5.6

	Teórico	Real
Ke = Rf + β (Rm - Rf)		
Tasa libre de riesgo (Rf)	2,96%	2,96%
Prima de riesgo Española (Rm-Rf)	2,49%	5,90%
Beta (β)	1,15	1,15
Coste de los recursos propios (Ke)	5,8%	9,7%
Coste de la deuda (Kd)		
+ Tasa libre de riesgo	2,96%	2,96%
EURIBOR	1,56%	1,56%
+Diferencial de la deuda	0,18%	2,62%
Coste de la deuda (Kd)	4,70%	7,14%

Para el cálculo de este coste de capital, y según métodos puramente teóricos se calcula en la tabla 5.6 el coste de los recursos propios (Ke) mediante la ecuación matemática del CAPM (Capital Asset Pricing Model) [$Ke = Rf + \beta*(Rm-Rf)$]

Fuente: Elaboración propia

que representa la rentabilidad que los inversores exigen a las acciones por encima de lo que podrían obtener con un activo libre de riesgo. Viene dado por la tasa libre de riesgo más la prima de mercado.

La tasa libre de riesgo se refiere al bono alemán a 10 años (2,96% a 31 de diciembre de 2010), mientras que la prima de riesgo española (2,49% a 31 de diciembre de 2010) viene dada por el sobrepeso que tiene que pagar cuando acude a financiarse a los mercados, en comparación con Alemania y se pondera por el coeficiente β , una medida de la volatilidad de un activo relativa a la variabilidad del mercado¹³. Dada la falta de información relacionada con los coeficientes beta de compañías comparables, se recurre a estimaciones del mercado que sitúan la beta en 1,15 (*Damodaran 2010 "Betas by sector and country"*) y que indica que el riesgo de los activos de aerolíneas españolas es algo superior al del mercado.

A partir de la obtención del coste de la deuda (K_d) referido a la tasa de rendimiento requerida por los tenedores de bonos (intereses) y calculada a partir de la suma de la tasa libre de riesgo y el tipo de interés medio ponderado al que la entidad recibe los préstamos y créditos (EURIBOR +0,18%), se calcula **la tasa de descuento** teniendo en cuenta la estructura de capital de la entidad que se compone por un 35,5% de recursos propios (RRPP) y un 64,5% de deuda financiera neta (RRAA o Recursos Ajenos).

Este primer método, con coste del *equity* del 5,8% y deuda del 4,7% resultaría en una WACC del 4,19%. Sin embargo y tras haber analizado las ratios históricas de la compañía (que se encuentra endeudada en 2010 en un 64,5% y por tanto, apalancada, y cuyo ratio de liquidez se encuentra en el límite en lo que a hacer frente a las deudas a corto plazo se refiere), se considera esta tasa de descuento como demasiado baja, siendo la tasa de descuento comúnmente utilizada por el sector la que oscila entre el 7% y el 8%. Se recurre entonces a una serie de estudios de Pablo Fernández, Javier Aguirreamalloa y Luis Corres acerca de las diferentes primas de riesgo utilizadas realmente por las entidades en sus valoraciones¹⁴.

¹³ Levinson, M (2006). *Guide to Financial Markets*. London: The Economist (Profile Books). pp. 145–6.

¹⁴ *Market Risk Premium used in 2010 by Analysts and Companies: a survey with 2,400 answers*. Pablo Álvarez, director financiero de PwC y catedrático de Finanzas en el IESE, Javier Aguirreamalloa, profesor de dirección financiera en el IESE y Luis Corres, asistente de investigación en el IESE. La prima de riesgo

Estos estudios toman una muestra de 8.500 valoraciones recurriendo directamente a las fuentes de información a través de e-mails que se enviaban a los analistas y gerentes de las distintas empresas. A estos e-mail en que se preguntaba a cerca de la prima de riesgo de mercado que utilizaban para calcular la rentabilidad exigida a los accionistas, responden verdaderamente 901 compañías y 601 analistas en todo el mundo.

El promedio de las empresas españolas era del 5,9%, muy alejado de la prima de riesgo teórica. Además, y para el cálculo del coste de la deuda se evita usar el tipo al que la entidad dice financiarse y se calcula como la magnitud resultante de dividir los gastos financieros de la entidad en 2010 por su deuda financiera neta.

La WACC utilizada por tanto para este análisis es del 6,68%, si bien se sigue considerando una estimación bastante baja para la industria aérea (véase tabla 5.7).

Tabla 5.7

WACC = Ke * % RRPP + kd *(1-t)* % RRAA	
Ke	9,7%
% RRPP= capitalización/(capitalización + deuda financiera neta)	35,5%
Kd	7,14%
% RRAA (Deuda financiera neta)	64,5%
Kd x % Deuda financiera neta x (1- tasa impositiva)	3,23%
WACC	6,68%

Fuente: Elaboración propia

Se calcula el valor presente de los flujos de caja mediante la fórmula $EV = \sum [FC/(1+WACC)^t]$ teniendo en cuenta el valor residual de Gordon Shapiro atribuido al valor del negocio más allá del periodo explícito para cubrir el periodo implícito a perpetuidad.

El valor de los recursos propios de Iberia a 31 de diciembre es por tanto de €346,8 y su valor empresa de €1.834,8 millones (véase tabla 5.8).

promedio utilizada por los analistas en los EE.UU. y Canadá (5,1%) fue similar a la utilizada en Europa (5,0%) y Reino Unido (5,2%), pero la prima promedio utilizada por las empresas en los EE.UU. y Canadá (5,3%) fue menor que el utilizado por las empresas de Europa (5,7%), y el Reino Unido (5,6%).

Tabla 5.8

Descuento de cash flow libres operativos					
	2011	2012	2013	2014	2015
Cash flow libre operativo	125,1	101,4	53,7	68,7	127,8
Valor residual (2015e)= CFlop del 2015e $\cdot (1+g)/(WACC-g)$					1.987,8
Cash flows para descontar	125,1	101,4	53,7	68,7	2.115,6
Valor hoy (a 31 de diciembre de 2010)	117,3	89,1	44,3	53,0	1.531,1
WACC	6,68%				
Suma de Flujos de Caja Descontados 2012-2015	396,1				
Terminal Value (TV Como crecimiento Perpetuo)	1.438,6				
- Deuda financiera neta	(1.488,0)				
Valor de los recursos propios	346,8				

Fuente: Elaboración propia

() En millones de euros*

5.2.1.2. British Airways

En cuanto a British Airways, los dos primeros años proyectados revelan unos flujos de caja menores a los de Iberia pues en los últimos años venía mostrando una tendencia bajista resultado de la elevada competitividad y encarecimiento de las materias primas (véase tabla 5.9). A partir de 2013 los resultados parecen mejorar pues se basan las estimaciones fundamentalmente en indicadores macroeconómicos del país que experimentan crecimientos modestos pero constantes.

Tabla 5.9

Flujos de caja libre (FCL)					
	2011	2012	2013	2014	2015
EBIT	55,7	48,4	153,7	316,0	487,5
- Taxes	(17,1)	(14,8)	(47,0)	(96,7)	(149,1)
+ Amortizaciones	(739,3)	(739,3)	(743,2)	(743,2)	(743,2)
- CapEx	724,4	739,3	700,2	743,2	743,2
- Variación Working Capital	32,0	18,7	11,0	7,9	7,8
Total CFOperativo	55,8	52,3	74,7	227,2	346,2

Fuente: Elaboración propia

() En millones de euros*

Como en el caso anterior, y para calcular la tasa de descuento, se utilizan métodos teóricos y se investigan valoraciones reales del país con el fin de presentar una valoración lo más objetiva posible.

Tabla 5.10

	Teórico	Real
Ke = Rf + β (Rm - Rf)		
Tasa libre de riesgo (Rf)	2,96%	2,96%
Prima de riesgo UK (Rm-Rf)	0,43%	5,60%
Beta (β)	1,454	1,45
Coste de los recursos propios (Ke)	3,6%	11,1%
Coste de la deuda (Kd) = Rf + diferencial crédito		
Tasa libre de riesgo (Rf)	2,96%	2,96%
LIBOR	0,46%	0,46%
Diferencial de la deuda	0,50%	2,74%
Coste de la deuda (Kd)	3,92%	6,16%

Fuente: Elaboración propia

En este caso, la prima de riesgo teórica es de tan sólo el 0,43% (véase tabla 5.10). Esto muestra indicios de cómo el mercado español ha sido más afectado por la crisis que Reino Unido, al que apenas se exige una prima por acudir a mercados de financiación externa.

El coeficiente beta para esta aerolínea se obtiene contrastando compañías comparables. Para ello, y tal y como se muestra en la tabla 5.11, se desapalanca el coeficiente de cada una de las entidades, se realiza el promedio de las betas desapalancadas, y se calcula el nuevo coeficiente beta apalancado que se aplicará a la entidad objetivo, resultando un coeficiente de 1,45. El hecho de que sea tan elevado viene a decir que la compañía está fuertemente afectada por las fluctuaciones de mercado indicando un mayor riesgo de inversión a la vez que un mayor potencial de retorno. La fórmula es la siguiente:

$$\beta \text{ apalancada} = \beta \text{ desapalancada} * \text{Deuda} * (1-t) / \text{Recursos propios}$$

Tabla 5.11

Cálculo de la beta apalancada de British Airways				
	BETA APALANCADA	Deuda	Capitalización	BETA DESAPALANCADA
Deutsche Lufthansa Aktiengesellschaft (DB:LHA)	0,91	2.302,20	10.447,40	5,90
Air France-KLM SA (ENXTPA:AF)	1,26	10.074,20	5.565,20	0,99
Ryanair Holdings plc (ISERY4B)	0,24	1.515,60	7.787,20	1,76
Air China Limited (SEHK:753)	1,62	11.571,10	22.441,90	4,49
China Eastern Airlines Corp. Ltd. (SEHK:670)	2,13	8.883,70	9.552,90	3,27
Air Berlin PLC & Co. Luftverkehrs KG (XTRA:AB1)	0,91	703,20	437,90	0,81
Promedio beta desapalancada				2,87
Deuda				2.658,10
Capitalización : Precio (2,68) * nº acciones en circulación (1.153.674 millones)				30.935,04
(*) Beta apalancada British Airways				1,45

() $\beta \text{ apalanc} = \beta \text{ desaoalanc} * \text{Deuda} * (1-t) / \text{Capt}$*

Fuente: Elaboración propia

Además y en base a las cuentas anuales del último año base en que la entidad se financia a LIBOR (London InterBank Offered Rate) + 0,5%, se calcula el coste de la deuda así como los niveles tanto de recursos propios (19,8%) como de deuda financiera neta (80,2%) a que se somete la sociedad y que revela evidencia de un apalancamiento neto bastante elevado (51,9%), esto es la proporción de riesgo en manos de los accionistas e inversores de deuda.

La WACC teórica resultante es del 2,91%. Como en el caso anterior, y teniendo en cuenta unos niveles de deuda del 80,2%, un apalancamiento de casi el 52% y un ratio de liquidez muy fuera de los límites considerados como razonables, se considera si la tasa de descuento utilizada es la apropiada pues la empresa no tiene la capacidad suficiente para hacer frente a sus obligaciones, y asume unos riesgos financieros lo bastante elevados como para poner en peligro la solvencia de la misma. Por ello, se recurre, de nuevo a los estudios de los tres autores mencionados anteriormente. En el caso de Reino Unido, la prima de mercado promedio utilizada por las empresas es del 5,6% y el coste de deuda calculado como la proporción de gastos financieros sobre los niveles de deuda, del 6,16%.

Tabla 5.12

La nueva WACC resultante es del 5,66% (véase tabla 5.12), si bien se sigue considerando como una tasa bastante baja para el sector.

WACC = $K_e \cdot \% \text{RRPP} + k_d \cdot (1-t) \cdot \% \text{RRAA}$	
K_e	11,1%
% RRPP= capitalización/(capitalización + deuda financiera neta)	19,8%
K_d	6,16%
% RRAA (Deuda financiera neta)	80,2%
$K_d \times \% \text{Deuda financiera neta} \times (1 - \text{tasa impositiva})$	3,46%
WACC	5,65%

Fuente: Elaboración propia

Como se ha mencionado más arriba en la descripción del fondo de pensiones de la sociedad, ésta no reconoce las pérdidas actuariales de 2.565,7 millones (£ 2.232 millones) en sus cuentas de pérdidas y ganancias y por tanto se deduce este importe del valor del *equity* una vez hecho el descuento de flujos de caja (€ 2.831,3 millones) ajustando verdaderamente el resultado de la sociedad.

El valor de los recursos propios estimado de British Airways es de €265,6 millones y el valor empresa de €5.489,4 millones (véase tabla 5.13).

Tabla 5.13

Descuento de cash flow libres operativos					
	2011	2012	2013	2014	2015
Cash flow libre operativo	55,8	52,3	74,7	227,2	346,2
Valor residual (2015e)= CFlop del 2015e *(1+g)/(WACC-g)					6.425,2
Cash flows para descontar	55,8	52,3	74,7	227,2	6.771,4
Valor hoy (a 31 de diciembre de 2010)	52,8	46,9	63,4	182,4	5.144,0
WACC	5,65%				
Suma de Flujos de Caja Descontados 2012-2015	608,5				
Terminal Value (TV Como crecimiento Perpetuo)	4.881,0				
- Deuda financiera neta	(2.658,1)				
Valor de los recursos propios antes el déficit	2.831,3				
-Déficit de pensiones a 31 de marzo de 2010	(2.565,7)				
Valor de los recursos propios	265,6				

Fuente: Elaboración propia

() En millones de euros*

- **Esto se traduce en una distribución de resultados de la siguiente manera:
57% Iberia y 43% British Airways.**

5.3. Valoración relativa

5.3.1. Múltiplos de empresas comparables

El método de múltiplos de compañías cotizadas comparables consiste en la estimación del valor empresa a partir de unos factores multiplicadores obtenidos de empresas comparables cotizadas tanto en términos de negocio como financieros. Los factores multiplicadores se obtienen relacionando la cotización de dichas empresas con sus principales magnitudes financieras para su posterior aplicación a nuestras empresas objetivo, Iberia y British Airways. Capital IQ nos permite analizar en este caso diferentes múltiplos de EV (Ventas, EBITDA y EBIT) y *equity* (Diluted EPS, Tangible Book Value).

5.3.1.1. Iberia

En el caso de Iberia, la capitalización resultante sería de €1.228,2 millones, mientras que el valor empresa ascendería a €2.716,2 millones (véase tabla 5.14).

De la valoración por múltiplos en este caso, se excluye el EV/EBIT pues este da un valor empresa negativo al verse muy afectado en 2010 por la nube de cenizas del volcán islandés y el conflicto laboral de los últimos meses que aumenta significativamente los gastos extraordinarios y que de no haberse producido el resultado sería completamente distinto.

Tabla 5.14

Iberia, L.A.E., S.A. Empresas cotizadas comparables a 31 de diciembre de 2010					
	EV/Ventas	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/Diluted EPS	P/TangBV
Ryanair Holdings plc (ISERY4B)	1,8x	7,9x	12,1x	15,7x	1,7x
easyJet plc (LSE:EZJ)	0,6x	6,7x	9,3x	15,7x	1,8x
Air Berlin PLC & Co. Luftverkehrs KG (XTRA:AB1)	0,2x	9,7x	NM	NM	0,7x
SAS AB (OM:SAS)	0,0x	NM	NM	NM	0,6x
Deutsche Lufthansa Aktiengesellschaft (DB:LHA)	0,4x	5,6x	59,4x	19,8x	1,4x
Joint Stock Company Aeroflot - Russian Airlines	1,0x	7,1x	10,4x	12,4x	1,0x
Asiana Airlines, Inc. (KOSE:A020560)	1,3x	NM	NM	NM	2,4x
Türk Hava Yollari A.O. (IBSE:THYAO)	1,0x	8,2x	12,7x	15,9x	9,6x
High	1,8x	9,7x	59,4x	19,8x	9,6x
Low	-	5,6x	9,3x	12,4x	0,6x
Mean	0,8x	7,5x	20,8x	15,9x	2,6x
Median	0,5x	6,5x	12,1x	12,3x	1,7x
Iberia, L.A.E., S.A.					
Equity				1.094,70	3.541
Deuda financiera neta				1.488	1.488
EV Iberia	2.291,0	962,0	(322,4)	2.582,7	5.029,1
Promedio de múltiplos a 31/diciembre de 2010- EV IBERIA		2.716,2			
-Deuda financiera neta		(1.488,0)			
Capitalización a 31/diciembre de 2010		1.228,2			

Fuente: Elaboración propia

(*) En millones de euros

5.3.1.2. British Airways

En el caso de British Airways, el equity sería de €671,3 millones, mientras que el valor empresa ascendería a € 5.895,1 millones. La elevada diferencia en los resultados se debe a los niveles de deuda tan elevados que registra la entidad en 2010 y el déficit correspondiente al fondo de pensiones.

En este caso, se excluyen de la valoración los múltiplos EV/EBIT y P/Diluted EPS, pues tanto el EBIT como el beneficio diluido por acción son negativos en marzo de 2010.

Tabla 5.15

British Airways Plc (UK). Empresas cotizadas comparables a 31 de marzo de 2010					
	EV/Ventas	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/Diluted EPS	P/TangBV
Air France-KLM SA (ENXTPA:AF)	0,5x	10,1x	NM	100,4x	0,7x
easyJet plc (LSE:EZJ)	0,6x	6,7x	9,3x	15,7x	1,8x
Southwest Airlines Co. (NYSE:LUV)	0,8x	6,0x	9,8x	22,0x	1,6x
Ryanair Holdings plc (ISE:RY4B)	1,8x	7,9x	12,1x	15,7x	1,7x
Air China Limited (SEHK:753)	2,9x	10,4x	16,5x	8,0x	3,0x
China Eastern Airlines Corp. Ltd. (SEHK:670)	1,4x	6,7x	11,0x	8,6x	7,9x
Japan Airlines Co., Ltd. (TSE:9201)	-	-	-	-	-
American Airlines Group Inc. (NasdaqGS:AAL)	-	-	-	-	-
Air Berlin PLC & Co. Luftverkehrs KG (XTRA:AB1)	0,2x	9,7x	NM	NM	1,7x
High	2,9	10,4	16,5	100,4	7,9
Low	0,2x	6,0x	9,3x	8,0x	0,7x
Mean	1,2x	8,2x	11,7x	28,4x	2,6x
Median	0,8x	7,9x	11,0x	15,7x	1,7x
British Airways Plc (UK)					
Equity				(7.985,3)	3.247
Deuda financiera neta				2.658	2.658
EV British Airways	7429,8	4350,4	(3.182,1)	(5.327,2)	5.905,09
Promedio de múltiplos a 31/diciembre de 2010- EV IBERIA			5.895,1		
-Deuda financiera neta			(2.658,1)		
Déficit de pensiones a 31 de marzo de 2010			(2.565,7)		
Capitalización a 31/marzo de 2010			671,3		

Fuente: Elaboración propia

() En millones de euros*

- Este método se traduce en una distribución de resultados de la siguiente manera: 65% Iberia, 35% British Airways.

5.3.2. Múltiplos de transacciones comparables

El método de múltiplos de transacciones de compañías comparables consiste en estimar el valor de una empresa a partir de unos factores multiplicadores obtenidos de los precios pagados en transacciones de sociedades comparables. Los factores

multiplicadores se obtienen relacionando el precio de la transacción con sus principales magnitudes financieras tales como Ventas, EBITDA y EBIT. Una vez hecho esto, estos multiplicadores implícitos se aplican a las principales magnitudes de las empresas objeto de nuestro estudio. La aplicación de este método, requiere la existencia de un número representativo de transacciones de compañías comparables.

Tras una exhaustiva búsqueda de transacciones que se pudieran utilizar para este método a través de herramientas como Merger Market o Capital IQ se seleccionan seis transacciones comparables (véase tabla 5.16). Como en el caso de los múltiplos de empresas comparables, se suprime del promedio del valor empresa para ambas entidades el múltiplo EV/EBIT pues aporta un valor negativo.

Los resultados son para Iberia un valor de *equity* de € 1.012,5 millones y valor empresa de € 2.500,5 millones, y para British Airways, un *equity* de € 637,8 millones y un valor empresa de € 5.861,4 millones. De nuevo, la elevada diferencia se debe no sólo a los elevados niveles de deuda de la entidad británica, sino al déficit del fondo de pensiones, que como en los casos anteriores, se sustrae del resultado una vez hecha la valoración.

- **Esto se traduce en una distribución de resultados de la siguiente manera: 61% Iberia, 39% British Airways.**

Tabla 5.16

Fecha de anuncio	Fecha de cierre	Empresa objetivo	Comprador	Vendedor	EV/Ventas	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E
27/09/2010	02/05/2011	AirTran Holdings, Inc	Southwest Airlines Co.		0,64	6,07	8,49	8,10
12/06/2010	11/11/2010	SpiceJet Limited (37.75% Stake)	Kal Airways Pvt Ltd	Wilbur L Ross (Private Investor); ROYAL HOLDINGS CO., LTD.	0,69	17,62	19,32	143,18
30/04/2010		WINDROSE Aviation company (45% Stake)	IBRT investments limited		0,88	n.a.	n.a.	n.a.
21/12/2009	31/03/2010	Pantanal Linhas Aereas SA	TAM S.A.		0,44	n.a.	n.a.	n.a.
16/12/2009	09/02/2010	Czech Airlines a.s (three duty free and travel retail outlets)	Aelia Czech Republic s.r.o.	Czech Airlines a.s. (CSA)	1,18	n.a.	n.a.	n.a.
20/11/2009	28/02/2010	Eurofly S.p.A. (39.3% Stake)	Meridiana Fly SpA		1,26	n.a.	n.a.	n.a.
Promedio múltiplos					0,85	11,85	13,90	75,64

Iberia, L.A.E., S.A.			
Equity			373,8
Deuda financiera neta			1.488,0
EV	3.886,1	1.753,5	(361,5)
Promedio EV			2.500,5
-Deuda financiera neta			(1.488,0)
Valor del Equity			1.012,5
British Airways Plc (UK)			
Equity			524,8
Deuda financiera neta			2.658,1
EV	7.876,8	6.524,5	(4.022,3)
Promedio EV			5.861,4
-Deuda financiera neta			(2.658,2)
-Déficit de pensiones			(2.565,5)
Valor del Equity			637,8

Fuente: Elaboración propia

(*) En millones de euros

5.4. Valoración final

Tras haber valorado las compañías mediante los distintos métodos comparables, se llega a un valor empresa de €2.092,6 millones y €5.619,1 millones para Iberia y BA respectivamente. Para llegar a tal valoración se han dado las ponderaciones indicadas en apartados anteriores de 2/3 para DFC y 1/3 a repartir en la misma proporción entre múltiplos y transacciones comparables.

Además y para establecer un rango de valoración (véase tabla 5.17) se definen unos máximos (+5%) y mínimos (-5%) para el valor empresa de cada una de las entidades al que se deduce la deuda financiera neta, y en el caso de BA, el déficit de pensiones que registraba la compañía en 2010. **La ecuación de canje resultante, es por tanto del 60,5% para Iberia y del 39,5% para BA.**

Tabla 5.17**Valoración final- 2010** (en millones de euros)

Iberia				BA			
	EV	Ponderación	EV ponderado	EV	Ponderación	EV ponderado	
Por DFC	1.834,8	66,7%	1.223,2	5.489,4	66,7%	3.659,6	
Por múltiplos comparables	2.716,2	16,7%	452,7	5.895,1	16,7%	982,5	
Por transacciones comparables	2.500,5	16,7%	416,7	5.861,4	16,7%	976,9	
Promedio EV			2.092,6			5.619,1	
Rango de valoración				Rango de valoración			
	Min (-5%)	Neutro	Max (+5%)	Min (-5%)	Neutro	Max (+5%)	
Rango EV final	1.988,0	2.092,6	2.197,3	5.338,1	5.619,1	5.900,0	
-Deuda financiera neta	(1.488,0)	(1.488,0)	(1.488,0)	(2.658,1)	(2.658,1)	(2.658,1)	
-Déficit de pensiones	-	-	-	(2.565,7)	(2.565,7)	(2.565,7)	
Rango final de los fondos propios	500,0	604,6	709,3	114,3	395,2	676,2	
Ecuación de canje resultante de la valoración				Ecuación de canje resultante de la valoración			
Iberia	81,4%	60,5%	51,2%				
BA	18,6%	39,5%	48,8%				

Fuente: *Elaboración propia*(*) *En millones de euros*

6. IAG (International Airlines Group)

El 12 de noviembre de 2009 los consejeros de ambas entidades aprueban la suscripción de un acuerdo vinculante de intenciones (*Memorandum of Understanding*) que describe el acuerdo bilateral entre Iberia y British Airways y el 8 de abril de 2010 firman el acuerdo de fusión, que es aprobado en diciembre.

La estrategia pactada entre ambas sociedades vinculantes era que tanto Iberia como BA mantendrían sus marcas y operarían con un consejo de administración propio formado por 13 miembros, entre ellos, los consejeros delegados de cada una de las aerolíneas. Antonio Vázquez, presidente ejecutivo de Iberia, se convertiría en presidente del grupo, y Martin Broughton, su homólogo en BA, quedaría relegado a vicepresidente del grupo, responsable de la gestión del mismo (sinergias y coordinación de funciones centrales). A partir del 1 de enero de 2014, la presidencia pasa ahora Luis Gallego, consejero delegado de Iberia.

La nueva aerolínea resultante de la fusión, IAG, se convierte de esta manera en la quinta del mundo a nivel de ingresos y segunda europea en cuando a número de pasajeros. Las acciones de IAG cotizan ahora en las Bolsas de Valores tanto de Londres como de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia a través del Mercado Continuo Español¹⁵.

La historia conjunta de Iberia y British Airways comienza hace 10 años cuando la aerolínea británica adquiere el 9% de Iberia, que en la actualidad representa el 13,15%, a la vez que Iberia mantiene el 9,9% de British Airways, resultante de la adquisición del 2,99% de su capital en el momento de fusión y de otro 6,99% de “derivados financieros” ligados al precio de cotización de British Airways.

Se establece en los acuerdos de fusión la ecuación de canje por la que los accionistas ordinarios de British Airways Holdco reciben una acción de IAG por cada acción de BA Holdco (BA Holdco recibe a su vez una acción por cada acción ordinaria de BA) y los accionistas de Iberia Opco reciben 1,0205 acciones de IAG por cada acción de Iberia

¹⁵ Documento de registro definitivo de IAG aprobado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (26 de Octubre, 2010)

Opcó (que recibe una acción por cada acción ordinaria de Iberia).¹⁶ Para esta ecuación de canje se excluyen las participaciones cruzadas de las entidades mencionadas arriba.

El número de acciones de Iberia que se toman en consideración para ser canjeadas por acciones de IAG es por tanto de 799.884.000 resultado de restar el 13,15% de acciones correspondientes a British Airways (125.321.425) y el 2,97% de su autocartera pues será amortizado con anterioridad a la segregación de Iberia en favor de Iberia Opcó (27.897.583) al total de acciones en que se divide el capital de sociedad (953.103.009).

En el caso de British Airways, el número máximo de acciones que podrán ser canjeadas es de 1.283.574.862 resultando de restar al número de acciones representativas del capital de BA (1.153.689.440), la participación de Iberia del 9,99% (115.077.695) y agregar el máximo número posible de acciones que podrían ser emitidas por la sociedad bajo los Planes de sobre Acciones (7.950.880) y a raíz de la conversión de los Bonos Convertibles (237.012.237).

Se critica de nuevo esta dinámica pues se asienta sobre la base de que en realidad (i) se produce el cambio de control de BA antes de la fusión aplicando por tanto el tipo de conversión mínimo (£1,476717 por acción ordinaria) en vez de £1,89 de conformidad con las condiciones originales de los Bonos Convertibles (ii) todas las obligaciones ejercitan su derecho de conversión y (iii) se ejercitan todas las opciones potencialmente ejercitables bajo el Plan sobre Acciones de BA¹⁷. **De lo contrario, el resultado hubiera sido mucho menor, de 1.171.252.537, pues según informes publicados por IAG a 31 de diciembre de 2011, en el mes de enero sólo se habían ejercitado £900.000 en opciones (476.190 a £1,89) frente a las a las 237.012.237 previstas (0,4%) y se habían emitido 1.855.370 acciones frente a las 7.950.880 previstas (23%).**

¹⁶ British Airways Holdco referido a “BA Holding company” e Iberia Opcó “Iberia Operating company”. Un Accionista de BA o de Iberia al momento de la Fusión por cuenta del cual el Custodio mantendrá Acciones con Título Físico de BA Holdco o Iberia Opcó respetivamente (Registro de IAG aprobado por la CNMV el 26 de Octubre de 2010).

¹⁷ Comisión Nacional del Mercado de Valores (10 de enero, 2011). Nota sobre las acciones y resumen relativos a la emisión de hasta un máximo de 2.099.856.484 acciones ordinarias de International Consolidated Airlines Group, S.A. de 0,5 euros de valor nominal en relación con la fusión por absorción de BA Holdco, S.A., e Iberia Líneas Aéreas de España, S.A., por parte de IAG, S.A. previa a la primera admisión a cotización.

El resultado de la ecuación de canje se traducían entonces en un 55% en manos de la entidad británica y un 45% para la aerolínea española según estimaciones a fecha de la fusión. Sin embargo, se ha de considerar que estos porcentajes no son los verdaderamente objetivos pues como se ha visto no se han cumplido las hipótesis sobre las que plantearon estimaciones. No se analiza en este apartado el porcentaje que verdaderamente tendría cada entidad debido a la dificultad para calcular la posición de saldo de cada accionista de Iberia en cuestión, pues para cada uno se establece una fracción de picos que tendrá que pagar y por tanto descontar al resultado a multiplicar por el factor 1,0205 establecido en los términos de la fusión.

Además y como se ha visto en el apartado de valoración, es Iberia la que parece mostrar unas mejores perspectivas de crecimiento y la que gestiona unas ratios financieras que justifican la sostenibilidad de la entidad en el largo plazo, mientras que la viabilidad de British Airways es altamente cuestionable.

6.1. Precio de compra de Iberia - Fusión por absorción

En lo que a los términos contables de la fusión se refiere, ésta no se trata como fusión por creación de una nueva empresa la cual reflejaría los objetivos establecidos en un primer momento en el contrato, sino como una adquisición de Iberia por parte de British Airways (absorción) y para lo que se evalúa el valor razonable de los activos y pasivos de la entidad británica y española.

El análisis realizado por el Grupo parte de las proporciones resultado de la ecuación de canje que se estableció en el contrato (55% BA, 45% Iberia), si bien los resultados de este estudio son muy diferentes no sólo en términos cuantitativos propiamente dichos, sino en relación a quién tiene el control (<50%), que resulta ser Iberia.

En segundo lugar se calcula el valor de IAG extrapolando el 56% del valor de British Airways calculado a partir su valor bursátil a cierre de 20 de enero de 2011. Este informe sin embargo critica esta posición y toma como referencia el precio medio ponderado de las acciones en circulación de todo el año 2010 (€2,68) y no el de enero de 2011 (€3,316) que ya incluye elementos subjetivos de la fusión pues el objetivo de este estudio es el de realizar una valoración *stand-alone* de ambas compañías ignorando

el efecto fusión con el fin de procurar un resultado lo más objetivo posible que refleje el verdadero valor intrínseco de las sociedades.

En la tabla 6.1 se puede observar cómo a 21 de enero de 2011 se establece un precio de compra para Iberia de €3.101,9 millones basándose en estos supuestos. El modelo de valoración descrito en apartados anteriores respondía a unas participaciones de 57% Iberia-43% BA por DFC, 65% Iberia-35% BA por múltiplos de empresas comparables y 61% Iberia-39% BA por transacciones comparables. Se toma por tanto un rango de valoración de 55%Iberia-45% BA; 65%Iberia-35%BA, que responde a un precio de compra de Iberia de €3.324 millones y €5.050,7 millones respectivamente, muy alejado de los €3.101,9 millones que calculaba el Grupo (destacar además que se toma como mínimo de participación para Iberia el 55%, por debajo del que realmente estima el modelo del 57%).

Tabla 6.1

Millones de euros	Estimaciones	Estimaciones modelo valoración	
	IAG	Iberia 55%-BA 45%	Iberia 65%-BA 35%
Valor de IAG			
Valor razonable de British Airways	3.862,0	2.660,9	2.660,9
Participación de Iberia en BA (9,99%)	(385,0)	(265,8)	(265,8)
	(1) 3.477,0	2.395,1	2.395,1
Titularidad de accionistas de BA en IAG	(2) 56%	45%	35%
Valor de IAG	= (1/2) 6.208,9	5.322,4	6.843,1
Precio de compra			
Valor de IAG	6.208,9	5.322,4	6.843,1
Titularidad de accionistas de Iberia en IAG (13,55%) (*)	44%	55%	65%
	2.731,9	2.927,3	4.448,0
Participación de BA en Iberia	370,0	396,7	602,7
Precio de compra	3.101,9	3.324,0	5.050,7

Fuente: Cuentas anuales del Grupo IAG A 31 de diciembre de 2011

(*) Antes del 21 de enero de 2011, British Airways poseía el 13,15% del capital social emitido de Iberia pero tras la cancelación de acciones de autocartera se convierte en un 13,55%

6.2. Evolución desequilibrada de Iberia y BA

Tras poner de manifiesto la distribución de participaciones altamente cuestionable que ambas sociedades tienen en el Grupo (a través de los distintos métodos de valoración y el precio de compra a través del cual la entidad española se convertiría en operadora del nuevo Grupo), se pasa ahora a analizar la evolución de ambas entidades como razón de probar los desequilibrios existentes en la gestión de éstas; y es que en el último año contablemente registrado (2013) en que IAG crece un 23%, Iberia sufre una caída del 16,5% (tanto en Iberia como en sus filiales Air Nostrum y Vueling que experimentan caídas en el número de pasajeros del 4,6%) tras recortar su oferta en un 14%. British Airways mientras tanto, aumenta la demanda en un 3,6% por un incremento del 2% de su oferta¹⁸. Esta última sólo pierde cifra de negocio en Barcelona (22%), donde Iberia pierde un 30%. Además, los niveles de carga se reducen en un 5% en el caso BA y un 15,3% en el caso de Iberia. Destacar el importante papel de las compañías *low-cost*, pues en este mismo escenario, Ryanair triplica su número de pasajeros.

El principal objetivo de la fusión, que era el de mantener el desarrollo nivelado de ambas marcas, se diluye pues mientras en el caso de British Airways se promulgan medidas para el crecimiento de la sociedad, en el caso de Iberia, se desprestigia a la misma. Esto se traduce en la contratación de 800 pilotos en BA y la congelación salarial y venta de aeronaves (referidas principalmente a las rutas España-Brasil) en Iberia.

Además, y como se observa en la tabla 5.2, ya en el primer año de la fusión Iberia registra unas pérdidas de €98 millones mientras que British Airways alcanza un resultado operativo de €97,1 millones, que lleva a cuestionarse una vez más la gestión del grupo encabezada por Martin Broughton, pues en el último año antes de la fusión, tan sólo un año antes, British Airways registraba unas pérdidas a nivel operativo de €268,4 millones, 10 veces las pérdidas de Iberia.

Si bien el número de pasajeros o asientos ocupados es mayor en términos generales en el caso de BA, es la aerolínea española la que opera con una mayor eficiencia

¹⁸ http://cincodias.com/cincodias/2014/01/07/empresas/1389112750_991723.html

(coeficiente de ocupación del 81,3% frente al 78,15% de BA e ingresos unitarios del 7,73% frente al 6,65% de BA).

Los costes unitarios, por el contrario, siguen siendo mayores en el caso de Iberia en que se podrían atribuir al menor número de clientes de Iberia a raíz de los ajustes en las rutas y frecuencias de vuelos que se desvían a British Airways a través del hub de Londres y que se explicará en detalle más adelante. Todo esto pone de manifiesto una vez más, los perjuicios de la fusión sobre la entidad española.

La tabla 6.2. a continuación, no se refiere la cuenta de resultados consolidada del Grupo, la cual registra un beneficio de €54 millones antes de partidas excepcionales, sino a la cuenta resultante de la combinación de negocios que permite una mejor identificación de lo que contribuye cada una de las entidades al Grupo.

Tabla 6.2

Cuenta de pérdidas y ganancias de IAG y las empresas operadoras-diciembre 2011			
	British Airways (1) (¹)	Iberia (2)	IAG (1 + 2)
En millones de euros			
Ingresos de pasaje	10.052,2	3.645,0	13.697,2
Gastos de carga	851,8	338,0	1.189,8
Otros ingresos	607,4	889,0	1.496,4
Total ingresos	11.511,4	4.872,0	16.383,4
Gastos de personal	(2.503,5)	(1.373,0)	(3.876,5)
Gastos de combustible	(3.741,5)	(1.333,0)	(5.074,5)
Gastos asociados a proveedores	(3.798,0)	(1.766,0)	(5.564,0)
EBIT (+Reestructuring)	1.468,5	400,0	1.868,5
Gastos de propiedad	(871,4)	(498,0)	(1.369,4)
EBIT (incluyendo partidas extraordinarias)	597,1	(98,0)	499,1
EBIT después de ajustes			485 (²)
Resultado financiero			(169,0)
Abono/(cargo) neto de pensiones			182,0
Beneficio antes de impuestos			498,0
Impuestos			29,0
Beneficio despues de impuestos de la combinada			527,0
<i>AKO (millones)</i>	<i>173.071,4</i>	<i>63.042,0</i>	<i>236.113,4</i>
<i>PKT (millones)</i>	<i>135.260,1</i>	<i>51.268,0</i>	<i>186.528,1</i>
<i>Coefficiente de ocupación (%)</i>	<i>78,15%</i>	<i>81,32%</i>	<i>79,00%</i>
Total ingresos unitarios (céntimos de €/ AKO)	6,65%	7,73%	6,94%
<i>Yield (ingreso pasaje/PKT)</i>	<i>7,43%</i>	<i>7,11%</i>	<i>7,34%</i>
<i>Ingresos de pasaje unitarios</i>	<i>5,81%</i>	<i>5,78%</i>	<i>5,80%</i>
Total costes unitarios (céntimos de €/ AKO)	(6,3%)	(7,9%)	(6,7%)

Fuente: Informe y Cuentas anuales de 2011 de Internationa Airlines Group (IAG)

(¹) Tipo de cambio medio en 2010 GBP/EUR = 1,166710 según cotizaciones de fxtop.com

(²) Beneficio resultado de la suma de los beneficios de BA e Iberia excluyendo participaciones cruzadas y transacciones empresas del Grupo. Sin embargo, las cifras comparativas no reflejan ningún ajuste contable requerido por la operación de fusión

Se toma a partir de este análisis una posición crítica en lo que a las participaciones de cada entidad se refiere. Los resultados de la valoración muestran unas mayores proporciones de participación en el caso de Iberia a lo que se suma una fijación de objetivos de desarrollo nivelados para las dos entidades poco creíbles y los consiguientes ajustes que llevan a un crecimiento de la entidad británica y un estancamiento de la entidad española.

Con el fin de autenticar esta dudosa distribución de participaciones desde un punto de vista más objetivo, se pasa ahora a analizar los ajustes o cambios llevados a cabo en las dos sociedades como consecuencia de la fusión.

6.2.1. Análisis de rutas

Iberia controla en 2010 las zonas geográficas de España y la zona euro, así como África, Oriente Medio y parte de América.

Tras la fusión, Iberia reduce significativamente su actividad comercial y elimina rutas de largo radio como es el caso de Córdoba (Argentina), Fortaleza, el Cairo, Tokyo o Montevideo. Cabe destacar en este apartado el caso de la ruta de Johannesburgo (Sudáfrica). Esta era una de las rutas más rentables de Iberia tanto por carga como por número de pasajeros que venían no sólo de España, sino a toda Europa. En un primer momento y tras la fusión, deciden pasar la carga a British Airways lo que hace que esta ruta ya no sea económicamente rentable para Iberia. Esto concurre en el traspaso total de la ruta a British Airways.

Reduce a su vez frecuencias en rutas como Barcelona, Miami, Chicago o Los Ángeles y se eliminan rutas históricas como Ámsterdam, Berlín, Málaga o Fuerteventura. En el caso de Miami, en cuyo aeropuerto Iberia había invertido grandes cantidades de dinero, se modifican los horarios de vuelo por parte de BA haciendo imposible las conexiones con pasajeros que vuelen por Iberia, por lo que se traspasan a la sociedad holding de BA. Iberia desvía las conexiones a Londres y aquellos pasajeros que viajen a destinos europeos, lo harán a través de British Airways pasando por Londres como centro de conexiones (hub).

Rutas como Las Palmas, Sevilla, Valencia o Tenerife son cedidas total o parcialmente a Air Nostrum, Vueling, Iberia Express o British Airways.

British Airways por el contrario, controla las zonas geográficas de Reino Unido, Europa continental y como en el caso anterior, parte de América lo que viene a decir que a través de la fusión, la nueva compañía controlaría todos los segmentos geográficos aumentando significativamente su cuota de mercado. Se beneficia del poder de marca de la aerolínea española y su posición geográfica para las rutas de América

Latina eliminando de este modo a uno de sus mayores competidores. La compañía británica no parece más que beneficiarse de este proceso de fusión pues la única ruta eliminada es la del sector Antigua-San Juan, y las únicas frecuencias reducidas son las de Delhi Y Nueva York, en una frecuencia por semana y la de Tokyo Haneda en tres frecuencias semanales.

A esto se une la fijación de nuevas rutas como es el caso de Alicante, Granada, Seúl, Zagreb o Monrovia, y aumento de la frecuencia de otras tantas (Barcelona, Palma de Mallorca, Shanghai o Johannesburgo). Resaltar que si bien el nuevo grupo comprende las dos entidades, resulta un poco extraño el hecho de que una de ellas elimine una ruta y sea la otra la que se encargue de este mercado (Johannesburgo, Ibiza o Málaga). Todo esto queda reflejado en la tabla 6.3 que permite identificar a primera vista el gran contraste en cuanto a la actualización de rutas de ambas sociedades.

Tabla 6.3. Análisis de rutas

Iberia, L.A.E., S.A.				British Airways Plc (UK)					
Rutas Eliminadas				Rutas Eliminadas					
Madrid-Amsterdam	x	Madrid-La Habana	x	Londres-Antigua-San Juan		x			
Madrid-Berlín	x	Madrid-Málaga	x	Reducción de frecuencias					
Madrid-Cairo	x	Madrid-Montevideo	x	Londres-Delhy	en 1 frec/semana	x			
Madrid-Córdoba	x	Madrid-Puerto Rico	x	Londres-Nueva York	en 1 frec/semana	x			
Madrid-Estocolmo	x	Madrid-Recife-Fortaleza	x	Londres-Tokyo Haneda	en 3 frec/semana	x			
Madrid-Fuerteventura	x	Madrid-Washington	x	Aumento de frecuencias					
Madrid-Johannesburgo	x			Londres-Amman	en 4 frec/semana	✓	Londres-Las Vegas	en 5 frec/semana	✓
Rutas cedidas total o parcialmente a Air Nostrum e Iberia Express				Londres-Barcelona	en 3 frec/semana	✓	Londres-Los Ángeles	en 21 frec/semana	✓
Madrid-Alicante	x	Madrid-Lanzarote	x	Londres-Beijing	en 1 frec/semana	✓	Londres-Luanda	en 1 frec/semana	✓
Madrid-Atenas	x	Madrid-Mallorca	x	Londres-Boston	en 7 frec/semana	✓	Londres-Málaga	en 5 frec/semana	✓
Madrid-Dublín	x	Madrid-Menorca	x	Londres-Chennai	en 1 frec/semana	✓	Londres-México	en 1 frec/semana	✓
Madrid-Düsseldorf	x	Madrid-Rabat	x	Londres-Hyderabad	en 1 frec/semana	✓	Londres-Palma de Mallorca	en 2 frec/semana	✓
Madrid-Frankfurt	x	Madrid-Santiago	x	Londres-Ibiza	en 2 frec/semana	✓	Londres-Rio de Janeiro	en 1 frec/semana	✓
Madrid-Granada	x	Madrid-Sevilla	x	Londres-Jeddah	en 2 frec/semana	✓	Londres-Shanghai	en 1 frec/semana	✓
Madrid-Gran Canaria	x	Madrid-Tánger	x	Londres-Johannesburgo	en 3 frec/semana	✓	Londres-Toronto	en 3 frec/semana	✓
Madrid-Ibiza	x	Madrid-Tenerife	x				Londres-Vancouver	en 5 frec/semana	✓
Madrid-Jerez	x	Madrid-Valencia	x	Nuevas rutas					
		Madrid-Vigo	x	Londres-Alicante	17 vuel/semana	✓	Londres-Leeds y Bradford	28 vuel/semana	✓
Nuevas rutas				Londres-Chengdu	3 vuel/semana	✓	Londres-Monrovia	3 vuel/semana	✓
Gran Canaria-Nouakchott	2 vuel/semana	✓	Londres-Colombo	4 vuel/semana	✓	Londres-Rotterdam	21 vuel/semana	✓	
Madrid-Luanda	3 vuel/semana	✓	Londres-Granada	5 vuel/semana	✓	Londres-Seúl	6 vuel/semana	✓	
Madrid-Accra	2 vuel/semana	✓	Londres-Lanzarote	2 vuel/semana	✓	Londres-Tenerife	5 vuel/semana	✓	
			Londres-Larnaca	3 vuel/semana	✓	Londres-Zagreb	7 vuel/semana	✓	

Fuente: Sindicatos de Iberia. Datos julio de 2013

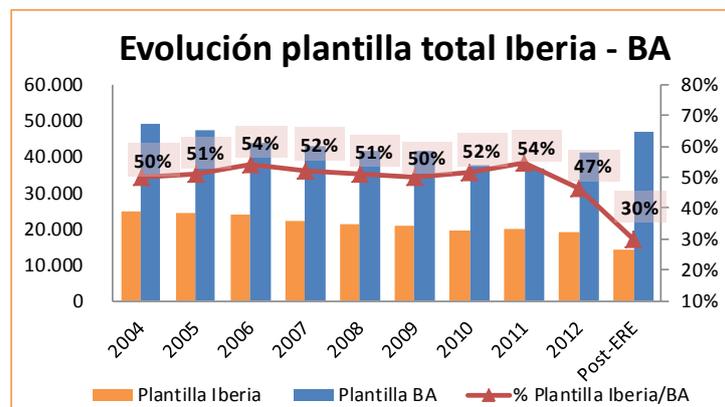
6.2.2. Análisis de la flota y plantilla

Tras haber analizado las rutas cedidas o eliminadas en su mayoría por parte de Iberia, y la creación de nuevas rutas o aumento de frecuencias promovidas especialmente en BA, se pasa a estudiar los cambios promovidos en ambas entidades en términos de flota y plantilla.

En 2010, justo antes de la fusión, la plantilla de Iberia representaba el 52% de la plantilla de BA mientras que en 2012 en que se revierte la situación, esta pasa a representar el 47%. Se recorta la plantilla de Iberia en 4.500 empleados (25%) que se atribuye en parte a medidas de ajuste de la estructura corporativa del Grupo para tratar de sopesar el fondo de pensiones de British Airways. Iberia financiará este ERE con la venta de su participación en Amadeus (7,5%) mencionada en apartados anteriores.

El Sepla, colectivo de pilotos de Iberia, pone de manifiesto la alarmante situación y teme mayores ajustes de productividad como condición imprescindible para la sostenibilidad de la empresa en el largo plazo y es que es durante los últimos tres años que la aerolínea española viene reduciendo sus niveles trabajadores en relación a la compañía británica. Entre 2010 y 2012 mientras la plantilla de BA se incrementaba en un 9%, la de Iberia caía un 1,3%.

En diciembre de 2013 Iberia sigue ajustando su estructura corporativa y reduce los mandos intermedios de personal en 200 empleados (directores, gerentes y managers), que se suma a la reducción de 3.141 empleados que se venía produciendo en los meses anteriores, lo que se traduce en apenas un ratio del 30% de la plantilla de BA pues mientras la cifra total de trabajadores en BA es de 47.000, en Iberia esta es de tan sólo 14.109. En términos comparativos esto se traduce en una disminución de la plantilla de Iberia con respecto al año anterior de un 26% y un crecimiento de la de BA de casi el 15% (véase gráfico 6.1).

Gráfico 6.1

Fuente: Cuentas anuales y de gestión de Iberia y British Airways

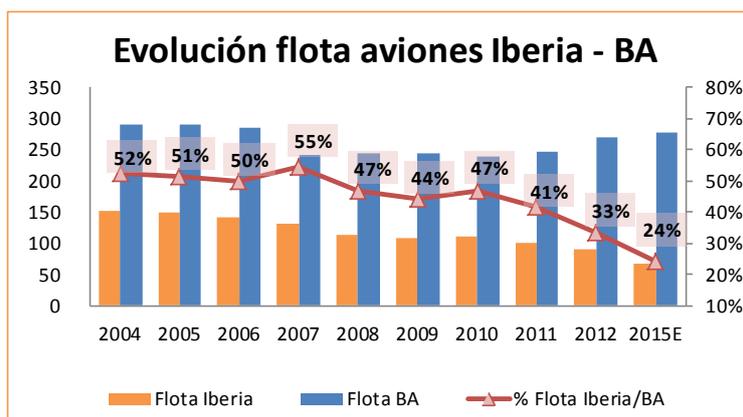
Por su parte y como se muestra en el gráfico 6.2, en 2010 la flota de Iberia (112 aeronaves), representaba un 47% de la flota de BA (238 aeronaves). En 2011 el total de flota la aerolínea española es de 102 aeronaves y en 2012 de sólo 90 (caída desde 2010 de casi el 20%) mientras que la de BA reconoce en 2011 y 2012, 246 y 270 aeronaves respectivamente (crecimiento del 13,5% en el mismo periodo).

En Septiembre de 2013, IAG compra 98 aviones que suponen una inversión de aproximadamente €1.250 millones y que servirían para renovar la flota tanto de la aerolínea británica como de la catalana Vueling. Además, esta inversión se considera proveerá de eficiencias en cuanto al coste de combustible reduciendo además los niveles de ruido donde opera en un 75%; ninguno de estos aviones se destina a la aerolínea española, sino todo lo contrario. Iberia disminuye su flota en 25 aviones más (5 de largo radio y 20 de radio doméstico) con el fin de ajustar los niveles de capacidad a las pérdidas que venía registrando la entidad y aumentar la productividad de la aerolínea,

La flota de Iberia queda por tanto reducida a 65 aeronaves haciendo todavía más difícil su supervivencia en un mercado tan competitivo. Según fuentes de “El Mundo”, ni Gallego ni el principal accionista de Iberia pretenden invertir en nuevos aviones que no estén sometidos a un convenio que incluya ciertas medidas de productividad¹⁹.

¹⁹ <http://www.elmundo.es/economia/2013/12/03/529cf7b80ab74048468b456d.html>

Gráfico 6.2.



Fuente: Cuentas anuales y de gestión de Iberia y British Airways

Ambos recortes tanto en plantilla como flota son justificados por el Grupo como primer paso para salvar en torno a 15.500 puestos de trabajo además de conseguir que la línea española vuelva a dar beneficios y con el objetivo de mejorar los resultados del Grupo en un total €600 millones para 2015, lo que parece un poco extraño pues no se toman medidas de implementación en el caso de Iberia sino que se restringe cada vez más su capacidad de crecimiento, totalmente contrario al caso de BA.

7. Conclusiones

El presente estudio sobre la valoración de la distribución de participaciones que tanto Iberia como British Airways mantienen en International Airlines Group (IAG) tras la fusión, permite comprender este proceso en términos absolutos. El tipo de canje establecido en el contrato de fusión y determinado sobre el valor razonable de los patrimonios de ambas entidades es el siguiente:

- Los accionistas de Iberia reciben 1,0205 acciones ordinarias de IAG de €0,5 de valor nominal por cada acción ordinaria de Iberia de €0,78 de valor nominal.
- Los accionistas de British Airways reciben 1 acción de IAG de €0,5 de valor nominal por cada acción de BA Holdco de €0,5 de valor nominal.

Teniendo en cuenta que de la valoración se excluyen las participaciones cruzadas de ambas entidades y que en el caso de BA se toman como hipótesis (i) sobre los Bonos Convertibles y Plan de acciones que se ejercitan todos los derechos de conversión, y que (ii) se produce el cambio de control de BA a BA Holdco antes de la fusión aplicando por tanto el tipo de conversión mínimo, la ecuación de canje resultante es de 45% Iberia-55% British Airways.

Se consideraba que esta fusión beneficiaría a las dos compañías a través de sinergias y que llevaría a un desarrollo equilibrado por parte de ambas, sin embargo y tras el análisis realizado, se pueden obtener las siguientes conclusiones:

- **Antes de la fusión**, British Airways tenía un agujero negro de £3.200 millones aunque únicamente registraba como pérdidas actuariales no reconocidas £2.231 millones (€2.565,7 millones) en 2010 que se ha ido “cubriendo” con la caja de Iberia.
- En relación a la aerolínea española, Fernando Conte dimite en 2008 con los inicios del proceso de fusión y el grupo pasa a estar presidido por Antonio Vázquez, momento a partir del cual se empiezan a registrar pérdidas operativas
- **Tras la fusión**, Iberia mantiene la marca Iberia pero no el poder de decisión del grupo. ECI y Caja Madrid dejan de invertir en Iberia y se salen de Bolsa

y el Hub de Barajas minora su importancia. Todas las conexiones de los vuelos pasan ahora por Londres y el consejo del Grupo está dominado por la entidad británica.

- A través de las sinergias obtenidas British Airways ha aumentado su flota de aviones en un 13,5% hasta 2012 llegando a invertir en 2013 un total de €12.250 millones. Iberia cae un 20% en el mismo periodo reduciendo aún más su flota en 2013 en otro 25%.
- Entre 2010 y 2012 la plantilla de BA se incrementa en un 9% y la de Iberia cae un 1,3% consecuencia del ERE de 2012 que recorta la plantilla en 4.500 trabajadores. En 2013, la plantilla de BA crece un 15% y la de Iberia cae un 26%.
- El holding IAG cierra en 2012 la compra de bmi (British Minland) al grupo alemán Lufthansa por €206,7 millones (£172,5 millones) para beneficio de British Airways, mientras Iberia se hace pequeña. Por su parte, Iberia adquiere Vueling por €149,78 millones, pero en este caso para beneficio del grupo, pues como se ha visto en el análisis de la flota, la inversión en aeronaves se destina únicamente a la entidad británica y a la catalana.
- En 2014 y en términos de pasajeros transportados IAG crece un 23% con respecto al año anterior, BA un 3,9% y Vueling un 27,9% en base comparable pues forma parte del Grupo desde abril. Iberia cae en el mismo periodo un 16,5%.
- No se considera por tanto una fusión por creación de una nueva empresa o una fusión entre iguales sino una adquisición de Iberia por parte de British Airways.

Además, y tras haber valorado las compañías mediante los distintos métodos comparables dando una ponderación de 2/3 para DFC y 1/3 a repartir en iguales proporciones entre múltiplos de empresas y transacciones comparables, se llega a un rango de valoración (-5%; +5%) de los fondos propios de €500-709,3 millones para Iberia y de €14,3-676,2 millones para BA, que se traduce en **una ecuación de canje de 60,5% Iberia-39,5% BA (opción más conservadora). Es decir, Iberia, que ya de**

primeras presentaba un mayor potencial de crecimiento, queda relegada a un segundo plano a través de la fusión con BA en que se establece una ecuación de canje del 45% Iberia-55% BA, muy alejada de los resultados de valoración.

Es por todo ello que la conclusión de este trabajo se traduce en una fusión desequilibrada o lo que es lo mismo, una adquisición de Iberia por parte de BA (absorción) a través de la cual esta última gana competitividad y cuota de mercado mientras se desprestigia a Iberia que se hace cada vez más pequeña. Si bien Iberia dominaba una serie de destinos y BA otros, ahora el Grupo IAG se hace con todo el terreno eliminando a uno de sus principales competidores y cuyos beneficios e inversiones se destinan únicamente a la sociedad holding o absorbente.

8. Bibliografía

Amendments to IAS 19 (2011) Employee Benefits (versión electrónica). Disponible en:

<http://www.iasplus.com/en-gb/standards/ias/ias19>)

Barclays Capital (2011). *Buenas perspectivas para las aerolíneas por la baja del precio del crudo.*

Comisión Europea, Bruselas (10 de diciembre de 2003). *La Comisión aprueba la alianza entre BA e Iberia*

Comisión Nacional del Mercado de Valores (26 de Octubre, 2010). Documento de registro definitivo de IAG.

Comisión Nacional del Mercado de Valores (10 de enero, 2011). Nota sobre las acciones y resumen relativos a la emisión de hasta un máximo de 2.099.856.484 acciones ordinarias de International Consolidated Airlines Group, S.A. de 0,5 euros de valor nominal en relación con la fusión por absorción de BA Holdco, S.A., e Iberia Líneas Aéreas de España, S.A., por parte de IAG, S.A. previa a la primera admisión a cotización.

Damodaran, A. (2008), “*Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications*”.

Dr. Otero Rodríguez, J., *Dinámica de creación de valor en la Industria del Transporte Aéreo*

Fernández, P. y del Campo, J., (mayo de 2010). *Market Risk Premium used in 2010 by Analysts and Companies*. Un estudio con 2.400 respuestas IESE Business School.

Guerras, L.A. y Navas, J.E., (2007). *La Dirección Estratégica de la Empresa. Teoría y Aplicaciones*. Thomson-Civitas, 4ª edición.

ICAO, Organización de Aviación Civil Internacional (2012). Informe anual del Consejo.

JEA, Junta Extraordinaria de Accionistas (2010) Discurso sobre la fusión de Iberia y British Airways.

KPMG Peat Marwick (1999): "*Unlocking shareholder value: the keys to success.*" Mergers & Acquisitions A Global Research Report.

Levinson, M., (2006). *Guide to Financial Markets*. London: The Economist (Profile Books). pp. 145–6.

Meade Kuribreña, J. A., Peterson y vom Bauer, C., Budebo, M.G., Contretas Astiazarán, B., y de la Luz Ruiz Mariscal, M., *Perspectiva del Mercado del petróleo del crudo 2010-2015* (versión electrónica). Disponible en: http://www.sener.gob.mx/res/PE_y_DT/pub/perspectiva_crudo_2010_2025.pdf

Noticias de prensa

- *IAG abandona los 'números rojos' en 2013 con un beneficio de 151 millones* (El Confidencial, febrero de 2014) http://www.elconfidencial.com/empresas/2014-02-28/iag-abandona-los-numeros-rojos-en-2013-con-un-beneficio-de-151-millones_95104/
- *El tráfico de pasajeros a nivel mundial creció 5,2% en 2013* (IATA, febrero de 2014) <http://www.aeropuertosarg.com.ar/2014/02/iata-el-trafico-de-pasajeros-a-nivel-mundial-crecio-52-en-2013/>
- *Antonio Ruiz del Árbol, ¿Qué está haciendo British Airways con Iberia?* (enero de 2013) http://www.eldiario.es/economia/Iberia-British-Airways-vaciamiento_0_91341464.html
- *El crecimiento global del transporte de carga aérea se estabiliza* (octubre de 2013) <http://www.cadenadesuministro.es/noticias/el-crecimiento-global-del-transporte-de-carga-aerea-se-estabiliza/>
- *El Sepla tumba la versión de IAG: Iberia sólo tiene un tercio de la plantilla de British* (El Confidencial, noviembre de 2013) http://www.elconfidencial.com/empresas/2013-11-15/el-sepla-tumba-la-version-de-iag-iberia-solo-tiene-un-tercio-de-la-plantilla-de-british_54712/
- *Iberia perdió un 16,5% de tráfico de pasajeros en 2013* (Cinco días, enero de 2014) http://cincodias.com/cincodias/2014/01/07/empresas/1389112750_991723.html

- *Iberia reduce a la mitad el número de directores en la aerolínea* (El Mundo, diciembre de 2013) <http://www.elmundo.es/economia/2013/12/03/529cf7b80ab74048468b456d.html>
- *La intrahistoria de la fusión BA-Iberia: las claves del pacto* (Expansión, noviembre de 2009) <http://www.expansion.com/2009/11/13/opinion/llave-online/1258148203.html>

Registro Mercantil de Madrid. (Julio de 2010). “*International Consolidated Airlines Group, S.A. Iberia, Líneas Aéreas de España, S.A. bah OLDCO, S.A.*” Informe de experto independiente en relación con el nombramiento efectuado a favor de KPMG Auditores, S.L. para la elaboración de un único informe sobre el Proyecto de Fusión y sobre el patrimonio aportado por las Sociedades Absorbidas que se extingue.

Página web de las entidades:

- IAG (International Airlines Group) <http://www.es.iairgroup.com> – sección inversores y accionistas y Noticias
- IATA <https://www.iata.org> – sección inversores y accionistas
- Iberia www.grupo.iberia.es – sección inversores y accionistas
- British Airways www.britishairways.com – sección inversores y accionistas

Santander Trade (enero 2014), Reino Unido- Política y economía.

Vázquez, A. (2011): *Iberia una nueva empresa*, Economistas, nº126. pp. 258-262

ANEXOS

Anexo 1. Tipo de cambio USD-EUROS

Tabla I

Tipos de cambio (1USD-EUROS)			
2003	0,7918 €	2008	0,7185 €
2004	0,7342 €	2009	0,6942 €
2005	0,8477 €	2010	0,7484 €
2006	0,7593 €	2011	0,7729 €
2007	0,6793 €	2012	0,7579 €

Fuente: Tipo de cambio medio según cotizaciones de fxtop.com

Anexo 2. Tipos de cambio históricos libras esterlinas (£)-Euros (€)

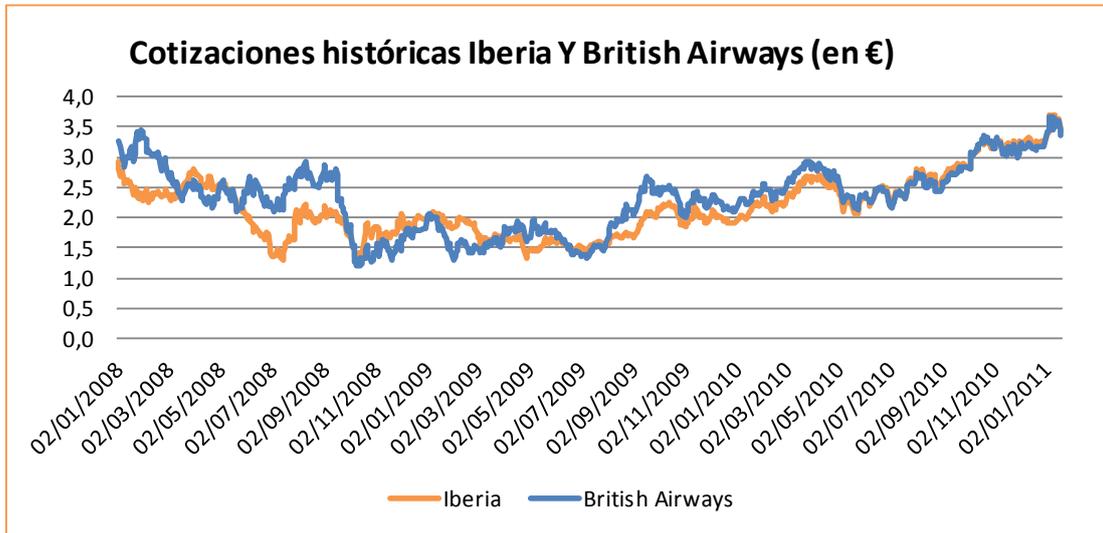
Tabla II

Tipos de cambio(1LIBRA-EUR)			
		2003	1,42 €
1996	1,35 €	2004	1,42 €
1997	1,51 €	2005	1,46 €
1998	1,42 €	2006	1,49 €
1999	1,61 €	2007	1,36 €
2000	1,60 €	2008	1,05 €
2001	1,64 €	2009	1,13 €
2002	1,54 €	2010	1,16 €

Fuente: tipo de cambio medio según cotizaciones fxtop.com

Anexo 3. Cotizaciones históricas de Iberia y BA (en euros)

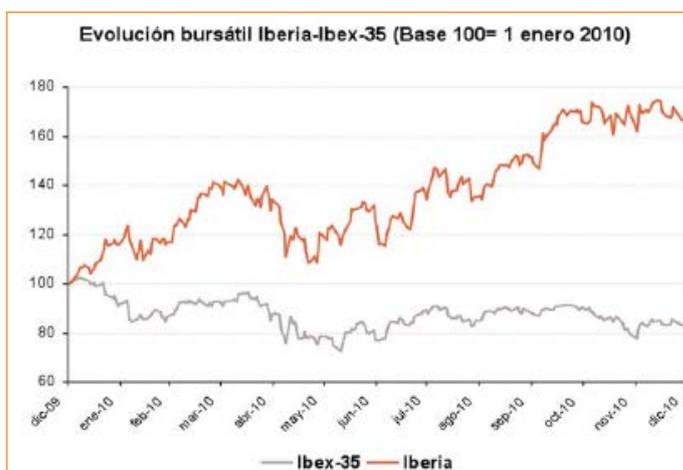
Gráfico I



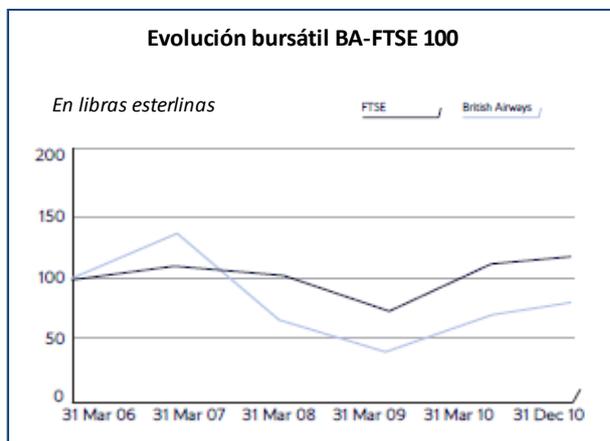
*Fuente: Elaboración propia- datos obtenidos de Invertia
 (*) Tipos de cambio según fxtop (promedio anual)*

Anexo 4. Evolución bursátil Iberia-Ibex 35 (2010)

Gráfico II



Fuente: Cuentas anuales Iberia 2010

Anexo 5. Evolución bursátil British Airways –FTSE 100 (2006-2010)**Gráfico III****Anexo 6. Estimaciones de ingresos del Grupo Iberia por región****Tabla III**

Grupo Iberia- Cuenta de Resultados consolidada												
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E
Importe neto de la cifra de negocios	4.601,7	4.759,4	5.159,8	5.276,6	5.223,0	4.231,0	4.582,0	4.813,2	4.734,7	4.672,4	4.765,8	4.861,2
Pasajeros	4.295,3	4.442,5	4.777,1	4.879,5	4.826,3	3.934,4	4.227,1	4.438,5	4.367,5	4.310,7	4.396,9	4.484,8
%margen sobre ventas	93,3%	93,3%	92,6%	92,5%	92,4%	93,0%	92,3%	92,2%	92,2%	92,3%	92,3%	92,3%
<i>España (doméstico)</i>	2.393,07	2.475,11	876,55	788,82	652,96	459,35	470,92	466,21	372,97	298,38	304,34	310,43
%margen sobre ventas	52,0%	52,0%	17,0%	14,9%	12,5%	10,9%	10,3%	9,7%	7,9%	6,4%	6,4%	6,4%
<i>Resto zona euro (medio radio)</i>	1.272,48	1.316,10	120,93	133,43	144,78	115,76	795,01	787,06	669,00	535,20	540,56	545,96
%margen sobre ventas	27,7%	27,7%	2,3%	2,5%	2,8%	2,7%	17,4%	16,4%	14,1%	11,5%	11,3%	11,2%
<i>África y Oriente Medio (medio radio)</i>	64,03	66,23	991,02	965,30	988,94	833,26	132,31	158,77	159,57	161,16	162,77	164,40
%margen sobre ventas	1,4%	1,4%	19,2%	18,3%	18,9%	19,7%	2,9%	3,3%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
<i>América y resto (largo radio)</i>	564,88	584,25	2.788,17	2.991,60	3.039,30	2.525,65	2.828,58	3.026,44	3.165,93	3.315,95	3.389,24	3.464,05
%margen sobre ventas	12,3%	12,3%	54,0%	56,7%	58,2%	59,7%	61,7%	62,9%	66,9%	71,0%	71,1%	71,3%
Carga	307,20	317,73	383,17	397,47	397,02	296,97	355,18	374,71	367,22	361,71	368,94	376,32
%margen sobre ventas	6,7%	6,7%	7,4%	7,5%	7,6%	7,0%	7,8%	7,8%	7,8%	7,7%	7,7%	7,7%

Fuente: Cuentas anuales de Iberia y estimaciones del modelo de valoración –elaboración propia

Anexo 7. Estimaciones del fondo de maniobra (Working capital) del Grupo Iberia**Tabla IV**

Working Capital												
<i>en €'000</i>	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Saldo de :												
Deudores (Clientes)	563	643	651	776	586	478	561	558	549	541	552	563
Existencias (Stocks)	87	115	188	197	224	215	215	196	197	198	199	200
Acreedores Corrientes (Proveedores)	1.103	1.171	905	999	970	807	908	919	924	928	933	938
Fondo de Maniobra (Working Capital)	(452,9)	(413,4)	(65,7)	(24,9)	(160,0)	(114,0)	(132,0)	(165,2)	(178,1)	(189,1)	(182,1)	(174,8)
Variación Working Capital		39,5	347,7	40,8	(135,1)	46,0	(18,0)	(33,2)	(12,9)	(11,0)	7,0	7,2

Periodo Medio (Días)												
<i>en €'000</i>	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
de cobro	45	49	46	54	41	41	45	42	42	42	42	42
de stockage	37	39	50	53	44	56	58	53	53	53	53	53
de pago	473	402	240	268	190	209	247	247	247	247	247	247
Aprovisionamientos Brutos	852	1.064	1.375	1.359	1.864	1.410	1.342	1.358	1.365	1.372	1.379	1.387

Fuente: Elaboración propia

Anexo 8. Estimaciones de las necesidades operativas de financiación (NOF) de Iberia**Tabla V**

Total inversiones							
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
Inversiones en activo fijo							
+ Activo fijo neto final		1.185,9	1.132,1	1.132,1	1.138,2	1.144,5	
- Activo fijo neto inicial		1.191,0	1.185,9	1.132,1	1.132,1	1.138,2	
+ Dotaciones anuales de amortización		187,3	178,4	178,4	179,4	180,5	
Total inversiones		182,2	124,6	178,4	185,6	186,7	

Variación de NOFs							
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
+ Clientes	561,0	553,1	519,7	526,5	533,8	541,4	
+ Existencias	215,0	185,9	191,5	188,6	190,5	192,4	
- Pasivo sin coste/Acreedores comerciales	908,0	871,7	897,8	884,4	893,2	902,1	
NOFs	(132,0)	(132,7)	(186,7)	(169,3)	(168,9)	(168,3)	
Variación de NOFs							
+ NOFs fin de año		(132,7)	(186,7)	(169,3)	(168,9)	(168,3)	
- NOFs principio año (o finales del año anterior)		(132,0)	(132,7)	(186,7)	(169,3)	(168,9)	
Variación de NOFs		(0,7)	(54,0)	17,4	0,3	0,6	

Fuente: Elaboración propia

Anexo 9. Estimaciones del patrimonio neto del Grupo Iberia**Tabla VI**

Patrimonio Neto												
en €'000	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Beneficio Neto	202,7	396,0	85,2	322,9	32,0	(273,0)	89,0	209,9	191,9	143,8	193,6	255,4
Minoritarios	(1,6)	(0,2)	(28,5)	4,4	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>%Margen BºNeto</i>	<i>0,78%</i>	<i>0,06%</i>	<i>33,42%</i>	<i>1,37%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>
Beneficio Atribuible	201,1	395,8	56,7	327,3	32,0	(273,0)	89,0	210	192	144	194	255
Dividendos	29	234	19	33	158	-	-	-	-	-	-	-
<i>Payout</i>	<i>14%</i>	<i>59%</i>	<i>33%</i>	<i>10%</i>	<i>494%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>
Beneficio Atribuible No Distribuido	173,6	162,5	66,5	289,7	(126,0)	(273,0)	89,0	209,9	191,9	143,8	193,6	255,4
Otros Resultados	-	(108,5)	(121,6)	8,0	(290,7)	-	-	-	(76,0)	(76,0)	(76,0)	(76,0)
Patrimonio Neto	1.684	1.738	1.683	1.981	1.564	1.291	1.380	1.590	1.706	1.774	1.891	2.071

Fuente: Elaboración propia

Anexo 10. Estimaciones del fondo de maniobra (Working capital) de BA**Tabla VII**

Working Capital												
en €'000	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Saldo de :												
Deudores (Clientes)	1.528,6	1.563,0	1.020,1	891,8	615,2	596,8	579,7	600,4	601,6	610,6	622,8	635,3
Existencias (Stocks)	114,0	121,8	123,6	103,6	117,6	143,0	113,9	128,4	129,2	130,0	130,7	131,5
Acreedores Corrientes (Proveedores)	4.494,0	4.321,0	4.397,6	4.374,4	2.961,7	3.683,1	3.397,0	3.448,0	3.468,7	3.489,5	3.510,4	3.531,5
Fondo de Maniobra (Working Capital)	(2.851,44)	(2.636,16)	(3.253,91)	(3.379,01)	(2.228,85)	(2.943,36)	(2.703,46)	(2.719,21)	(2.737,93)	(2.748,94)	(2.756,89)	(2.764,71)
Variación Working Capital		215,28	(617,75)	(125,10)	1.150,16	(714,51)	239,90	(15,75)	(18,72)	(11,01)	(7,95)	(7,82)
Periodo Medio (Días)												
en €'000												
de cobro	52	50	33	30	26	23	24	24	24	24	24	24
de stockage	4	4	10	8	12	10	10	11	11	11	11	11
de pago	165	151	355	344	299	269	286	286	286	286	286	286
Aprovisionamientos Brutos	9.939,7	10.413,0	4.524,2	4.634,9	3.614,7	4.991,6	4.342,7	4.407,9	4.434,3	4.460,9	4.487,7	4.514,6

Fuente: Elaboración propia

Anexo 11. Estimaciones de las Necesidades operativas de financiación (NOF) de BA**Tabla VIII**

Total inversiones						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Inversiones en activo fijo						
+ Activo fijo neto final		8.401,3	8.498,7	8.580,8	8.629,1	8.677,7
- Activo fijo neto inicial		8.333,4	8.401,3	8.498,7	8.580,8	8.629,1
+ Dotaciones anuales de amortización		(784,6)	(761,3)	(702,8)	(723,5)	(752,9)
Total inversiones		(716,8)	(663,9)	(620,7)	(675,2)	(704,3)
Variación de NOFs						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
+ Clientes	579,7	605,0	614,1	623,3	635,8	648,5
+ Existencias	113,9	130,3	132,3	134,2	136,9	139,0
- Pasivo sin coste/Acreedores comerciales	3.380,8	3.499,0	3.551,4	3.604,7	3.676,8	3.732,0
NOFs	(2.687,2)	(2.763,6)	(2.805,1)	(2.847,1)	(2.904,1)	(2.944,5)
Variación de NOFs						
+ NOFs fin de año		(2.763,6)	(2.805,1)	(2.847,1)	(2.904,1)	(2.944,5)
- NOFs principio año (o finales del año anterior)		(2.687,2)	(2.763,6)	(2.805,1)	(2.847,1)	(2.904,1)
Variación de NOFs		(76,4)	(41,5)	(42,1)	(56,9)	(40,4)

Fuente: Elaboración propia

Anexo 12. Estimaciones del patrimonio neto de British Airways**Tabla IX**

Patrimonio Neto												
en €'000	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Beneficio Neto	184,38	366,26	695,46	414,54	762,20	(403,11)	(493,76)	209,86	191,93	143,76	193,58	255,43
Minoritarios	-	-	23,83	19,09	14,70	16,89	16,89	-	-	-	-	-
<i>%Margen BºNeto</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>3%</i>	<i>5%</i>	<i>2%</i>	<i>4%</i>	<i>3%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>
Beneficio Atribuible	184,4	366,3	719,3	433,6	776,9	-386,2	-476,9	209,9	191,9	143,8	193,6	255,4
Dividendos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	56,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Payout</i>	<i>0%</i>											
Beneficio Atribuible No Distribuido	184,38	366,26	695,46	414,54	762,20	(459,11)	(493,76)	209,86	191,93	143,76	193,58	255,43
Otros Resultados	-	(70,26)	(1.498,85)	(215,49)	(655,65)	-	-	-	-	-	-	-
Patrimonio Neto	3.596,00	3.892,00	3.088,61	3.287,65	3.394,20	2.078,59	2.454,84	2.664,70	2.856,63	3.000,39	3.193,98	3.449,41

Fuente: Elaboración propia

Anexo 13. Situación actual del fondo de pensiones de BA

British continuaría realizando según acordado, aportaciones para reducir el déficit siempre que su saldo efectivo a 31 de marzo superase los£ 2.000 millones (frente al umbral de £1.800 millones €2.052 millones) en 2010.

A31 de marzo de 2012, los fondos de pensiones de BA alcanzan ya los €3.875 millones (£3.300 millones), un 3% respecto a las cifras de 2010. A 24 de enero de 2013, tres años después de la salida a Bolsa del nuevo holding, este representa el 562%, sin

embargo no afecta ahora solamente a la responsable del déficit, BA, sino también a la aerolínea española. Este déficit por obligaciones y provisiones por pensiones es uno de los más altos y dobla a otras compañías británicas como es el caso de British Telecom con un 250%, BAE Systems (247%) o el Royal Bank of Scotland (207%). A esto se suma la obligación de IAG de cubrir los desequilibrios en el fondo de pensiones, lo que se podría traducir en un riesgo muy significativo no sólo para Iberia sino para todo el grupo.

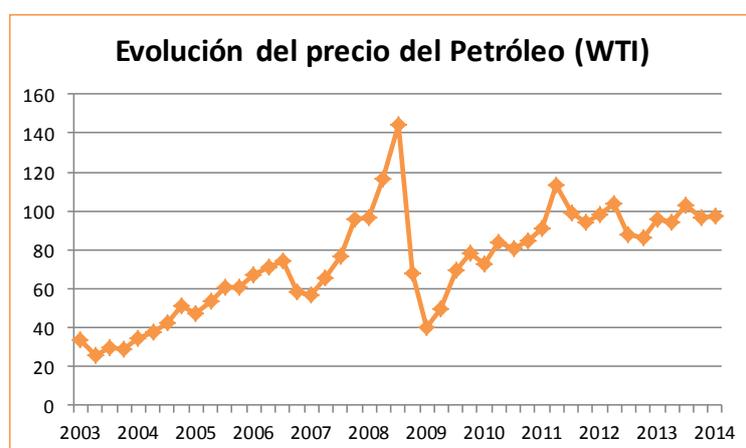
La normativa contable de Reino Unido obliga ya en 2013 a reflejar en la cuenta de resultados de IAG un impacto de € 2.500 millones (£2.100 millones), que figuraban como “déficit de pensiones no reconocido”. Este impacto en el cambio de normativa del IAS 19 no se tuvo en cuenta a la fecha de valoración, y por tanto se considera que las proyecciones de British Airways no reflejaban del todo la realidad.

Anexo 14. Precio del petróleo

Se analiza a continuación, cómo afecta en especial el precio del petróleo a las líneas aéreas, por ser uno de los costes variables que más influyen en sus cuentas.

Nuestro análisis toma como referencia el West Texas Intermediate (WTI) que se usa para fijar el precio de otros petróleos crudos producidos en Oriente Medio o el Mar del Norte (petróleo Brent).

Gráfico IV



Fuente: Cotización del petróleo -Preciopetroleo.net

La incapacidad estadounidense para normalizar la situación política en Irak provoca una tremenda desconfianza en los mercados financieros y petroleros. Esto unido al elevado consumo de las economías emergentes, como es el caso de China, genera el alza en el precio del petróleo que alcanza su máximo en 2008 con una cotización de USD 147,25 (euros) (11/07/2008).

La crisis económica mundial y la bajada de la demanda causan a partir de entonces la mayor caída del precio en su historia. Esta gran diferencia, al pasar de los niveles de precio más altos a los más bajos, en cuestión de unos pocos meses, provoca un recorte en los beneficios de las principales petroleras como es el caso de la estadounidense ExxonMobil y la anglo-holandesa Royal Dutch Shell en un 62% y un 60% respectivamente.

Otra situación de inestabilidad política llega en 2011, afectando esta vez a los países árabes. Libia tiene entonces la octava mayor reserva mundial de petróleo y alrededor del 95% de sus exportaciones son exclusivamente de este producto. Más del 85% van a Europa (Italia es comprador de un 37,6%, Alemania de un 10,1%, Francia de un 8,4% y España, cuarto comprador de productos libios, de un 7,9%) y cerca del 13% hacia Asia. La cercanía a Arabia Saudí hace que grandes petroleras como Repsol, Total, Statoil, BP, Shell, ENI, OMV y Wintershall suspendan sus actividades en Libia y repatrien al personal y sus familias.

Todo ello provoca que el alza del precio en el barril tipo Brent que sube a USD 100 en 2011, reduzca en un 50% los beneficios de la industria en relación a 2010. Según la Asociación Internacional del Transporte Aéreo (IATA) por cada dólar que aumenta el combustible, las transportistas pagarían USD 1.600 millones adicionales debido al gran peso del carburante sobre el total de los costes operativos, que en este caso, es del 30%. Además, a estos costes de petróleo, se le suma el incremento de impuestos en algunos mercados, y el alza del 3% de los billetes en Reino Unido, Alemania y Australia.

Con todo lo mencionado, se puede observar que al mismo tiempo que se produce el encarecimiento del precio del petróleo, las aerolíneas caen en picado (relación inversa). En verano de 2013, en que el barril de Brent supera los 115 USD, los beneficios de las compañías petroleras como Repsol, Eni, BP o Lukoil suben un 3,19%, 2,85%, 1,24% y 0,61% respectivamente. En Wall Street, Exxon Mobil sube un 2%. Por su parte, las

compañías aéreas se desploman. **IAG cae un 3,85%** pero no es la única. Lufthansa, Air France-KLM y Air-China caen un 3,19%, 2,92%, y 3,11% respectivamente, lo que se puede ver traducido en el incremento del precio de los billetes de los pasajeros.