



ICAIDE BUSINESS SCHOOL

MASTER UNIVERSITARIO EN FINANZAS

ANÁLISIS DE LA OPERACIÓN DE FUSIÓN ENTRE BRITISH AIRWAYS E IBERIA, LA CREACIÓN DE IAG. SINERGIAS Y GENERACIÓN DE VALOR

Autor: Jorge Gómez Quintanilla

Director: Rafael Castellote Azorín

Madrid
6 de Julio de 2014

INDICE

I) Abstract	Pág. 4
I.I) Palabras clave	Pág. 4
II) Introducción	Pág. 4
III) Objetivo	Pág. 5
IV) Marco teórico	Pág. 5
IV.I) Las sinergias: Definición, tipos e impacto en la creación de valor de las operaciones de M&A	Pág. 5
IV.I.I) Sinergias Operativas:	Pág. 8
IV.I.I a) Sinergias provenientes del aumento de ingresos	Pág. 8
IV.I.I a) Sinergias provenientes de la disminución de costes	Pág. 9
IV.I.II) Sinergias Financieras	Pág. 11
IV.I.III) Otras fuentes de sinergia	Pág.14
IV.I.IV Conclusiones	Pág.14
V) Estudio práctico y análisis de datos	Pág. 15
V.I) La fusión, indicadores operativos pre y post fusión	Pág. 16
V.I.I) La creación de IAG: Datos clave de la fusión entre British Airways e Iberia	Pág.16
V.I.II) Análisis de las estadísticas de tráfico aéreo: Indicadores de pasajeros	Pág.17
V.I.II a) Indicador operativo Pasajeros-Kilómetro (PKT)	Pág.17
V.I.II a) Indicador operativo Asientos-Kilómetro (AKO)	Pág.20
V.I.III) Evolución de la flota de IAG	Pág.22
V.I.IV) Consumo de combustible	Pág.25
V.I.V) Rutas operadas por IAG	Pág.26
V.I.VI) Territorio en el que IAG queda obligada al pago de sus impuestos	Pág.28

V.I.VII) Organización y funciones del consejo de administración y el equipo directivo	Pág.28
V.I.VIII) Conclusiones	Pág.30
V.II) La fusión, análisis financiero, indicadores pre y post fusión	Pág.31
V.II.I) Cuota de mercado / Ingresos	Pág.31
V.II.II) Costes de personal	Pág.33
V.II.III) Costes de combustible	Pág.36
V.II.IV) Gastos comerciales	Pág.37
V.II.V) Gastos financieros	Pág.39
V.II.VI) Tasas aeroportuarias	Pág.40
V.II.VII) Necesidades Operativas Fondos	Pág.41
V.II.VIII) Análisis de ratios	Pág.42
V.III) Modelo de valoración	Pág.47
V.IV) Conclusiones	Pág.48
VI) Conclusiones	Pág.49
VII) Futuras líneas de investigación	Pág.50
VIII) Bibliografía	Pág.51
IX) Glosario técnico	Pág.52
X) Anexos	Pág.54

I) Abstract

El presente Trabajo Fin de Máster surge del interés por estudiar el verdadero valor generado por las operaciones de fusión y adquisición de empresas. Las operaciones de M&A me generan gran interés por descubrir el verdadero elemento generador de valor intrínseco a las mismas. Por ello, partiendo de los conocimientos previos adquiridos de finanzas corporativas a lo largo del Máster, mi intención es realizar un análisis profundo de las sinergias, determinar qué son y qué papel desempeñan en la generación de valor de las operaciones de M&A, entendiendo las claves que llevan a una operación de M&A al éxito o al fracaso. Para ilustrar el estudio se ha elegido la fusión realizada por British Airways e Iberia a través de la cual se creó el grupo IAG en marzo de 2010. Se pretende realizar un análisis práctico a través de datos públicos relevantes y estudiar la situación pre y post fusión, tanto los aspectos operativos como financieros, llegando a realizar una valoración para cuantificar el verdadero valor aportado por la fusión de Iberia y British Airways. Tras realizar el estudio se puede llegar a la conclusión de que existe una generación de valor real para el accionista tras la fusión, cuantificándose la misma a través de un modelo de valoración por descuento de flujos de caja en 1.660 millones de euros.

II Palabras clave

Sinergia

Generación de valor

Fusión

M&A

Valoración

Cash-Flow

IAG

Iberia

British Airways

II) Introducción

El presente trabajo comienza con un análisis teórico de las sinergias, el primer paso es definir las mismas, clasificar los tipos que existen, así como su funcionamiento y determinar por qué son fuente generadora de valor. En esta parte se hará uso de manuales de finanzas corporativas elaborados por autores de reconocido prestigio como (Patrick A Gaughan), (N. Gregory Mankiw), (Brealey Myers Allen), con el objetivo realizar un análisis teórico con una perspectiva lo más rigurosa, técnica y científica posible. Una vez analizados estos puntos se pasará a la validación del estudio teórico vía un estudio práctico centrado en la fusión de IAG. En una primera parte de este análisis práctico se busca analizar indicadores operativos de la compañía, análisis de pasajeros, flota, rutas, consumo de combustible, organización de la compañía, buscando evaluar la evolución de estos parámetros y la situación pre y post fusión, pasando más adelante al análisis

financiero de la compañía. En este apartado se estudiarán las diferentes partidas del balance y la cuenta de pérdidas y ganancias, haciendo un análisis de la evolución que han llevado las mismas, y cuantificando las sinergias encontradas, indicando el impacto que conllevan las mismas. Por último se realizará una valoración mediante el método de descuentos de flujos de caja, estableciendo hipótesis y realizando proyecciones para cuantificar el valor generado por la operación de fusión, calculando los cash-flow diferenciales entre el escenario de la fusión efectiva y el escenario de no fusión, descontando los mismos con el uso de la herramienta WACC para realizar la valoración. El trabajo finalizará con las conclusiones que se desprenden del estudio, así como indicando futuras líneas de investigación que se pudieran realizar al hilo de los resultados de este trabajo.

III) Objetivo

Con la realización de este trabajo se busca entender mejor la utilidad de las sinergias y por qué las mismas son el principal motivo de la realización de operaciones de M&A. Además se busca profundizar en el estudio de las sinergias en las operaciones de fusión horizontal, donde el proceso involucra dos compañías que compiten en un mismo nicho de negocio para formar una nueva compañía. Ese es el caso de estudio de la fusión de IAG, donde Iberia y British Airways antes de la fusión son aerolíneas competidoras directas. Por otro lado el objetivo es cuantificar el valor generado por estas sinergias en la fusión de IAG, ahondando en los métodos de valoración por descuentos de flujos de caja y llegando a la conclusión de si se genera o no valor real y cuál es la cuantificación del mismo, fijándose tras realizar el modelo de valoración la generación de valor en 1.660 millones de euros. En este proceso de valoración se busca conjugar la buena utilización de los datos históricos con el establecimiento de hipótesis que permitan obtener las conclusiones, confirmando la generación de valor en la fusión de IAG en concreto.

IV) Marco teórico

IV.1) Las sinergias: Definición, tipos e impacto en la creación de valor de las operaciones de M&A

Las sinergias: Enfoque conceptual

Uno de los motivos más importantes de la realización de operaciones de M&A es la creación de sinergias entre las compañías que participan en la fusión o adquisición. Según (Patrick A. Gaughan 2007) las sinergias son fenómenos por los cuales la combinación de dos partes independientes produce un efecto mayor del que produciría la suma de los efectos de que cada una de ellas por separado y en la que por los tanto el todo es mayor que la suma de las partes. En este caso el efecto sinérgico debe ser completamente referido al campo de las finanzas corporativas y las fusiones y adquisiciones, el cual podría ser descrito como el fenómeno que provoca que la fusión de dos empresas 1 y 2 cree una

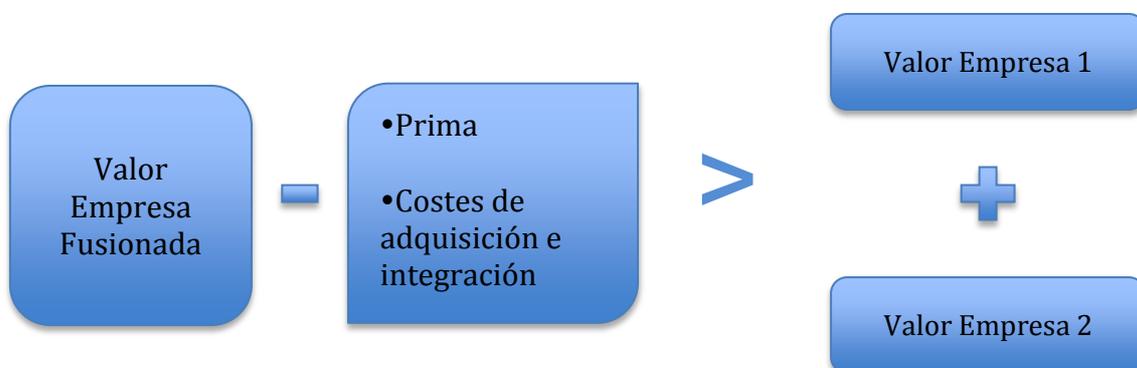
nueva empresa que tenga un mayor valor que la suma de la empresa 1 y la empresa 2 por separado, o bien cuando una empresa 1 adquiere otra empresa 2 y la empresa adquirida tiene más valor una vez que forma parte de la empresa adquirente y es gestionada por misma que cuando era independiente. Se podría establecer la siguiente ecuación para explicar el concepto de sinergia. $V_f > (V_1+V_2)$, siendo V_1 el valor de la empresa 1 participante en la fusión o adquisición y V_2 el valor de la empresa 2 antes de la fusión, mientras que V_f refleja el valor de la empresa resultante de la fusión de la empresa 1 y la empresa 2.



Por lo tanto las sinergias permiten que las empresas mediante operaciones de fusiones y adquisiciones generen valor, consiguiendo entre otros efectos beneficiosos la generación de unas mayores rentabilidades en comparación con la situación anterior a la fusión.

El modelo anterior, que explica el concepto de sinergia es correcto y útil por su sencillez como una primera toma de contacto con el concepto, si bien es necesario dotar al modelo de una mayor precisión y complejidad. En toda operación de fusión o adquisición se generan costes y gastos para ambas empresas en caso de fusión o bien para la empresa adquirente en caso de adquisición, los cuales deben ser tomados en cuenta a la hora de analizar las sinergias. En primer lugar la prima de adquisición, la cual puede ser definida por (Patrick A. Gaughan 2007) como el “exceso sobre el valor de mercado que se paga para ostentar el control y disfrutar de los beneficios del negocio”, que para la empresa adquirente supone un extra coste dentro de la operación de M&A, y en segundo lugar existen costes de adquisición y de integración entre las dos compañías ya se trate de una operación de fusión o de adquisición. Por lo tanto es necesario introducir una nueva explicación al concepto sinergia, incorporando en el modelo los términos prima de adquisición y costes de adquisición y de integración. La nueva ecuación del modelo que explica el concepto sinergia es la siguiente $V_f > (V_1+V_2+ P + C)$ siendo P la prima pagada por adquirir la empresa y siendo C el importe correspondiente a los costes de adquisición e integración. Por lo tanto, una vez reconocido que en toda operación de fusión existen costes para la empresa adquirente o para las empresas fusionadas, para que existan sinergias, el valor de la empresa resultante tras la fusión debe ser superior la suma de las empresas fusionadas o de adquirente y adquirido por separado antes de la operación de

M&A, una vez se han considerado los gastos generados por el pago de una prima de adquisición y los costes de adquisición e integración.



Otra forma de observar el problema sería afirmar que para que exista una sinergia el valor bruto extra generado en la operación de fusión o adquisición debe cubrir y superar la prima de adquisición y gastos generados por la operación. Se podría reflejar mediante la siguiente ecuación $V_f - (V_1 + V_2) > P + C$. En ese caso existiría una sinergia y el valor neto extra generado sería positivo, creando la operación de fusión valor. Esto podría reflejarse mediante la siguiente ecuación $VNA > V_f - (V_1 + V_2) - P - C$ siendo VNA el valor neto de adquisición.

Las sinergias: Tipos y generación de valor

Es conveniente recalcar que existen innumerables fuentes de sinergia en función de los autores, si bien se pueden clasificar en dos grandes grupos: sinergias operativas y sinergias financieras.

- Las sinergias operativas son aquellas en las que se genera valor como consecuencia de un aumento de ingresos o una reducción de costes tras una operación de fusión o adquisición.
- Las sinergias financieras por su parte generan valor al reducir el coste de capital de la compañía resultante tras la operación de M&A. Estas sinergias se pueden encontrar en tres tipos diferentes de fusiones, en primer lugar las fusiones horizontales en las que las dos empresas fusionadas o adquirente y adquirida tienen una dedicación al mismo tipo de negocio. Dentro de este tipo de fusiones y adquisiciones se circunscribe la fusión entre British Airways e Iberia que se analizará en profundidad más adelante, ambas compañías son aerolíneas que pueden considerarse competidoras, ya que forman parte del mismo nicho de negocio, aunque ambas previamente a la fusión ya realizaban acuerdos de

colaboración gracias a la participación en la alianza Oneworld junto con American Airlines, LAN, Cathay Pacific, Qantas etc. Por su parte la fusión vertical se produce cuando la fusión o adquisición se origina entre dos empresas que tienen negocio en diferentes escalones dentro de la cadena de producción, es decir, una empresa que se fusiona o adquiere a su intermediario-cliente o una empresa que adquiere y se fusiona con su proveedor. En este aspecto podemos destacar la adquisición por parte de Repsol de YPF en 1999 o la adquisición por parte de Repsol de la empresa Talismán. En ambos casos Repsol actuaba como empresa en etapas distintas de la cadena de producción y distribución a YPF y Talismán. Mientras YPF y Talismán se dedicaban principalmente a la extracción y refino Repsol centraba su principal actividad de negocio es la distribución y venta. Por último la fusión en conglomerado es aquella en la que se fusionan varias empresas cuya actividad se refiere a diferentes negocios. Son empresas muy diversificadas que tras la fusión operan en diferentes nichos de mercado.

IV.1.1) Sinergias Operativas:

IV.1.1 a) Sinergias provenientes del aumento de ingresos:

En primer lugar cabe analizar las sinergias que causan un aumento de ingresos. La fusión de dos compañías crea nuevas oportunidades de expansión que posibilitan el aumento de los ingresos generados por la empresa, obteniendo un mayor número de ingresos la nueva compañía tras la fusión de lo que generaban la suma de las dos compañías de forma independiente antes de la misma. Estas oportunidades de aumentar los ingresos vienen de la mano de un mayor aprovechamiento de las herramientas de marketing por la nueva compañía, la cual tras la fusión tiene la oportunidad de ser más competitiva, mejorando en la implementación de la estrategia de las 4 p del marketing consistente en precio, producto, promoción y distribución.

En primer lugar la nueva compañía puede ofrecer un producto o mix de productos más adecuado a las necesidades del cliente potencial, si de verdad existe sinergia, las carencias en cuanto al producto ofrecido de las dos compañías se verán compensadas, reduciendo o eliminando desequilibrios.

En segundo lugar la promoción será más eficaz ya que la nueva compañía al ganar en importancia tendrá más recursos de cara a realizar campañas publicitarias más efectivas y que lleguen a un mayor número de clientes. Es más efectivo dedicar el doble de recursos a una única campaña publicitaria que la mitad a dos campañas de dos compañías diferentes. Otra posibilidad que brinda esta sinergia es mantener la eficacia de la campaña publicitaria si ésta es adecuada, reduciendo costes comerciales, consiguiendo el mismo efecto con menos recursos.

En relación con el precio existen claras sinergias. La nueva empresa tras la fusión al ser más grande y gozar de mayor importancia en el mercado que las dos empresas participantes en la fusión por separado tiene un mayor poder de mercado, reduciéndose la competencia y creándose un participante más importante en el mercado, que goza de una mayor cuota de mercado, y que al existir menor competencia tendrá un mayor poder de fijación de precios. La reducción de la competencia provoca una disminución de la elasticidad de la demanda. Según (N. Gregory Mankiw 2009) la elasticidad precio demanda puede ser definida como “la medida del grado en que la cantidad demandada de un bien responde a la variación de su precio” Por lo tanto la concentración de un mercado mediante fusiones hace que en el mercado existan pocos *players*, haya una menor competencia y por lo tanto que el mercado sea más inelástico, lo que supone que un aumento del precio suponga una pequeña disminución de la demanda. Tras una fusión la compañía resultante tendrá más poder para fijar los precios y un aumento de los mismos supondrá un aumento de los ingresos totales, al aumentar los ingresos unitarios en una cantidad mucho mayor de lo que disminuye la cantidad demandada de bien o servicio, debido a la propiedad inelástica del nuevo mercado. Este aumento de los ingresos totales supondrá la existencia de una sinergia y el aumento del valor de la nueva empresa tras fusión respecto a la suma de las compañías participantes en la fusión por separado.

Por último la distribución es un punto clave también en la creación de valor de las sinergias relativas a ingresos. Las fusiones pueden ser aprovechadas para fortalecer la cadena de distribución y generar una ventaja competitiva que genere un mayor número de ingresos. El objetivo es lograr una cadena de distribución más flexible que sea más rápida y eficaz, que genere un valor añadido para el cliente y a su vez centrada en la eficiencia, intentando utilizar la menor cantidad de recursos.

Las sinergias centradas en el incremento de los ingresos son indudablemente de gran importancia en la creación de valor pero tienen el inconveniente de que son difíciles de estimar, al contrario de lo que ocurre con las sinergias de costes, más predecibles. Por ello es capital que se haga un análisis previo a la operación de M&A exhaustivo y realista para cuantificar el valor concreto que generan las sinergias por el aumento de ingresos tras una operación de fusión o adquisición. De lo contrario la fusión podría tornarse en un fracaso absoluto, especialmente si la generación de valor viene comandada por el aumento de ingresos y estos al final no se materializan, no llegando a cubrir las sinergias la prima de adquisición pagada y los gastos de adquisición e integración de las compañías involucradas en la fusión o adquisición. En este caso hipotético se generaría una disminución de valor para el accionista con respecto a la situación previa a la operación de M&A.

IV.1.1 a) Sinergias provenientes de la disminución de costes:

Aunque ha quedado constatada la importancia de las sinergias centradas en el aumento de ingresos para crear valor, también es necesario destacar que la mayoría de las operaciones

de M&A centran su razón de ser en la creación de valor mediante la reducción de costes. Esta reducción de costes puede venir unida a muchos aspectos diferentes que serán analizados a continuación.

Las economías de escala:

En primer lugar se puede destacar a las economías de escala como una fuente de gran importancia en la generación de sinergias por reducción de costes. Según (Patrick A. Gaughan 2007) las economías de escala pueden ser definidas como “la propiedad por la que el coste total medio a largo plazo disminuye conforme se incrementa la capacidad de producción”. Esta definición de economías de escala explica la sinergia de costes que produce una operación de M&A. La fusión o adquisición de varias empresas provoca la creación de una nueva empresa más grande que tiene una producción mayor y esta producción mayor hace que el coste de cada unidad de producto producido sea menor y por lo tanto se produzca una reducción de costes en proporción a la situación previa a la operación de M&A. Esta reducción del coste unitario puede ser explicada si profundizamos en los tipos de costes fijos y variables. Según (N. Gregory Mankiw 2009) los costes fijos son “aquellos que no varían cuando varía la cantidad producida” mientras que los costes variables “son aquellos que se modifican cuando aumenta o disminuye la producción”. Las economías de escala se traducen en sinergias ya que reparten el coste fijo entre más unidades. Los costes variables fluctúan conforme al nivel de producción, por lo que no tienen ningún efecto sinérgico en una operación de M&A, todo el valor viene dado por el efecto de los costes fijos. Los costes fijos se mantienen constantes por lo que generara más valor imputar estos costes a una nueva empresa, más grande y con una mayor producción. Por así decirlo si nos encontramos ante un escenario con una empresa 1 con costes fijos= Cf_1 y una empresa 2 con costes fijos = Cf_2 la fusión de ambas en una empresa fusionada F permitiría incurrir sólo en los costes fijos de la empresa 1, evitando los costes fijos de la empresa 2, o bien incurriendo sólo en parte de los mismos. Por lo tanto se aumentaría la producción y se reducirían los costes unitarios.

La existencia de recursos complementarios:

Otra fuente de sinergias por generación de ahorro en costes que genera valor en las operaciones de M&A es la fusión de varias compañías que ostentan recursos complementarios. Son recursos de los cuales las empresas carecen antes de la fusión y los cuales tienen que adquirir incurriendo en costes o bien no tienen la opción de obtener y pueden ser un aspecto que reste competitividad a la empresa. Esta fusión en busca de recursos complementarios supone una operación clara de *win-win* para las empresas participantes en la operación de M&A que ponen a disposición sus recursos y consiguen los recursos que les faltan, teniendo por lo tanto la empresa fusionada todos los recursos necesarios, ganando en equilibrio y consiguiendo las fortalezas y evitando las debilidades que las empresas participantes en la fusión tenían por separado.

Ahorro en costes por eliminación de duplicidades e ineficiencias:

Otra de las fuentes de sinergias que supone ahorro en costes es la eliminación de ineficiencias y duplicidades. Cuando dos empresas se fusionan o una adquiere a otra se pueden reducir costes de forma rápida, recortando en costes superfluos una vez se ha realizado la fusión e integración total de las compañías. En primer lugar existen duplicidades en determinados cargos directivos por lo que habrá que acometer una reestructuración en el *management* y en el personal en general que llevará a prescindir de determinados puestos o reorganizar los mismos, lo que redundará en un ahorro en costes, por ejemplo sólo se necesitará un Consejero Delegado, un Presidente y un Consejo de Administración por compañía. Además de personal, se puede prescindir de instalaciones como oficinas, con lo que se podrán reducir los costes de alquiler y optimizar procesos para evitar ineficiencias entre las compañías fusionadas.

Ahorro en impuestos por compensación de bases negativas de ejercicios anteriores:

Otra fuente de sinergia es la relativa al ahorro de impuestos. Por ello son habituales las fusiones o adquisiciones de empresas que han obtenido un resultado negativo antes de impuestos, es decir que han reportado pérdidas, ya que éstas los ejercicios que reporten pérdidas no han pagado impuestos y además han obtenido un crédito fiscal para compensar estas bases negativas con futuros beneficios. Esto supondría tras la fusión la posibilidad de descontar a los beneficios del año en curso las pérdidas acumuladas en los anteriores ejercicios, disminuyendo considerablemente el pago de impuestos o incluso reduciéndolo a cero, lo que incrementarían el valor de la empresa resultante tras la fusión en comparación con la suma las dos empresas fusionadas por separado. Sin embargo las fusiones y adquisiciones realizadas en base a estas sinergias se han reducido en los últimos años ya que la legislación se ha vuelto más restrictiva, limitando las compensaciones de bases negativas provenientes de años anteriores, por lo que tras la fusión de una empresa con pérdidas acumuladas de ejercicios anteriores y una empresa con beneficios en el ejercicio, no se podrían compensar todas las pérdidas acumuladas en el primer ejercicio, sino que habría que ir las compensando a lo largo de varios ejercicios y ya no sería tan beneficioso, generándose menos valor o al menos más tarde en el tiempo, con lo que considerando el valor temporal del dinero podemos afirmar una menor generación de valor.

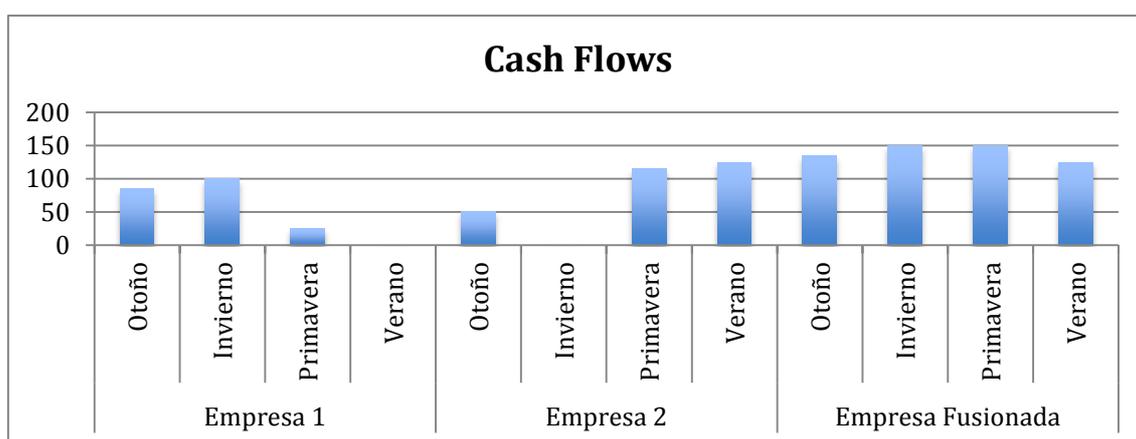
IV.I.II) Sinergias Financieras:

Según (Patrick A. Gaughan 2007) “las sinergias financieras son aquellas que se refieren al impacto de una fusión o adquisición en los costes de capital del adquirente”. Esta sinergia en caso de producirse supone una reducción de los costes de capital de la empresa fusionada o del adquirente debido a la disminución del riesgo de los mismos. Esta disminución del riesgo viene provocada por un aumento de los cash-flow de la nueva compañía así como la reducción de la volatilidad de los mismos, gozando los cash-flow de

una mayor predictibilidad siempre y cuando los cash-flow de las dos compañías que se fusionan o adquirente y adquirido no tengan una correlación igual a uno, es decir cuyos cash-flow están perfectamente correlacionados.

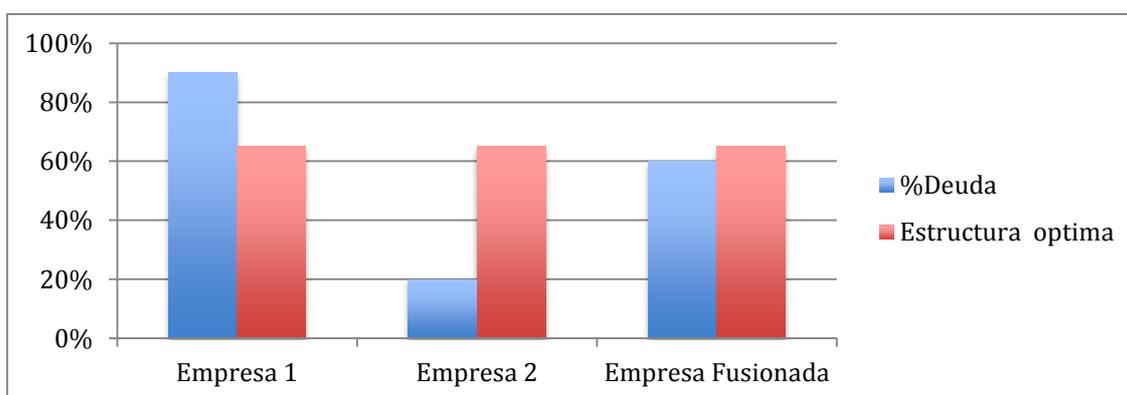
Al fusionar dos empresas que no están perfectamente correlacionadas se produce una menor volatilidad de los cash-flow ya que los cash-flow de un negocio pueden compensar los del otro si uno de los dos negocios no ha obtenido el performance esperado en un periodo determinado. La falta de correlación perfecta hace que se renuncie al cash-flow máximo en caso de que los dos tuvieran el performance máximo para también se evita el riesgo de que se produzca el escenario de generación de un cash-flow mínimo en caso de que los dos negocios tengan un mal comportamiento. Esta mayor predictibilidad y menor volatilidad de los cash-flow de la nueva compañía tras la fusión o adquisición hace que disminuya su riesgo y por lo tanto que el coste de capital disminuya, requiriendo un menor retorno los inversores que proveen financiación a la compañía.

En el siguiente grafico se expone el caso de dos negocios contra cíclicos, la empresa 1 obtiene la mayor parte de sus cash-flow en otoño e invierno, con escasa actividad en primavera y nula en verano, mientras que la empresa 2 obtiene abundantes cash-flow en verano y primavera, con escasa actividad en otoño y nula en verano. Por lo tanto los cash-flow de cada una de las dos compañías a lo largo del año son volátiles con fuertes fluctuaciones entre estaciones. En caso de fusionarse las dos una cubriría las carencias de la otra, obteniéndose unos cash-flow estables a lo largo de todo el año y reduciéndose el riesgo de la compañía, al gozar sus cash-flow de mayor predictibilidad, siendo fuente de sinergia financiera.



La fusión también puede utilizarse como herramienta para reequilibrar la estructura de capital de dos empresas con desequilibrios opuestos, es decir una empresa que tiene un apalancamiento financiero excesivo y una empresa que tiene un apalancamiento financiero escaso, en busca de la estructura de capital óptima. Según (Brealey Myers Allen 2011) el apalancamiento puede definirse como “la utilización de la deuda para aumentar la rentabilidad esperada del capital propio, midiéndose como la relación entre deuda y

deuda más capital propio”. Por lo tanto el apalancamiento financiero si se utiliza adecuadamente es positivo, ya que permite aumentar el retorno esperado por el accionista y disminuir los costes de capital. Sin embargo un excesivo apalancamiento financiero supone un incremento de los riesgos financieros y pasada una frontera de apalancamiento, puede generarse un encarecimiento del coste de capital. Por lo tanto es necesario buscar la estructura de capital óptima que minimice el coste de capital, buscando el mix deuda, recursos propios, adecuado. Por todo ello las operaciones de M&A son un mecanismo perfecto para restablecer la estructura de capital de dos empresas que no gozan de la estructura de capital óptima y tras la fusión crear una nueva empresa con la estructura de capital óptima que permita obtener un coste de capital inferior al de la media de los costes de capital de las empresas participantes en la fusión por separado.



Otra fuente de sinergia financiera es la reducción de costes de capital mediante la fusión o adquisición de una compañía con excedentes de tesorería y otra con déficit de tesorería, pudiéndose utilizar tras la fusión el exceso de efectivo de una empresa para cubrir parte o todas las necesidades de capital de la otra. Un ejemplo claro de una fuerte sinergia en este aspecto es la fusión de dos empresas compatibles pero que estén en fases diferentes del ciclo de vida de una empresa. Es decir, una de las empresas que se encuentre ya consolidada, con una elevada cuota de mercado, líder o uno de los líderes de un mercado que se encuentre en su fase de madurez, es una empresa conocida como *cash cow*, que genera unos elevados y estables flujos de caja, gozando excedentes de tesorería, al no estar en fase de expansión y no tener que reinvertir los mismos para impulsar el crecimiento. La otra compañía sería una empresa en un segmento de mercado de alto crecimiento que necesite flujos de caja para potenciar su crecimiento y ganar cuota de mercado.

Si esta empresa goza ya de una elevada cuota de mercado y goza de un elevado crecimiento se le denomina empresa estrella, mientras que si goza de un elevado crecimiento sin ostentar una posición en el mercado se le denomina dilema. En cualquiera de los dos casos la fusión de una *cash cow* con una empresa de alto crecimiento o la adquisición de la empresa de alto crecimiento por parte de la *cash cow* puede generar importantes sinergias financieras, ya que la empresa de alto crecimiento necesita financiar el crecimiento y la *cash cow* tiene excedentes de tesorería, por lo que es la unión perfecta, la nueva empresa tras la fusión o adquisición podría reducir al mínimo los costes de

capital al proveer financiación procedente de excedentes la *cash cow*, no existiendo necesidad de emitir deuda o ampliar capital, generándose así un valor extra para el accionista, al disminuir el coste de capital y por lo tanto los costes financieros. Otra consecuencia positiva de la fusión es la creación de sinergias financieras al formar una empresa que tiene un menor riesgo de bancarrota y por lo tanto se evitan los denominados costes de bancarrota.



IV.I.III) Otras fuentes de sinergia:

Algunos autores esgrimen la diversificación por sí misma como motivo para realizar una fusión que cree sinergias y genere valor. Sin embargo la diversificación no es un motivo económico que pueda probar por sí sola la creación de valor, ya que si no se consiguen a través de esta diversificación sinergias que incrementen ingresos, reduzcan costes o mejoraren el coste de capital mediante sinergias financieras, no crearán valor, por mucho que sean empresas más diversificadas, por lo que la diversificación debe ser un medio hacia un fin, que es la creación de valor, y no un objetivo en sí misma. Por otra parte la diversificación sí que puede contribuir a la generación de sinergias, especialmente financieras ya que si se diversifica con un criterio adecuado se puede conseguir una disminución de los riesgos que redundarán en la obtención de unos costes de capital menores, además la diversificación puede facilitar a la empresa tras la fusión o adquisición la obtención de cash-flow más estables, menos volátiles y más predecibles lo que no sólo tiene impacto en la obtención de un menor coste de capital, sino que goza de un valor intrínseco.

IV.I.IV) Conclusiones

Tras una primera toma de contacto se ha podido constatar la importancia de la sinergias en la creación de valor y su papel como principal motivo de la realización de operaciones de M&A. Las sinergias que producen esta generación de valor pueden ser tanto operativas,

asociadas al aumento de ingresos y el decremento de costes, como financieras, relacionadas con disminuciones en el coste de capital a la hora de financiarse. Las sinergias, para crear un valor real, deberán generar un incremento de valor que supere los costes de adquisición e integración asociados a la fusión. El fin último de una operación de M&A debe ser el incremento de valor, provocando que dos empresas al fusionarse tengan un valor mayor del que tenían por separado.

V) Estudio práctico y análisis de datos

Una vez se ha realizado el análisis teórico de las sinergias, constatando la importancia de las mismas como fuente generadora de valor, se va a realizar un análisis práctico sobre la fusión de British Airways e Iberia, con la que se creó el grupo IAG en 2010. Se pretende aplicar los conceptos tratados en la parte teórica para validarlos y determinar si en esta operación en concreto se generó valor para el accionista.

En un primer bloque se efectuará una breve introducción, exponiendo los datos más relevantes de la operación de M&A de IAG, así como analizando los principales indicadores operativos tales como pasajeros, flota, rutas, consumo de combustible etc. La fluctuación de estos indicadores operativos es el driver principal de las variaciones de ingresos y costes que impactarán en la cuenta de pérdidas y ganancias y que serán decisivos en los resultados financieros de la compañía.

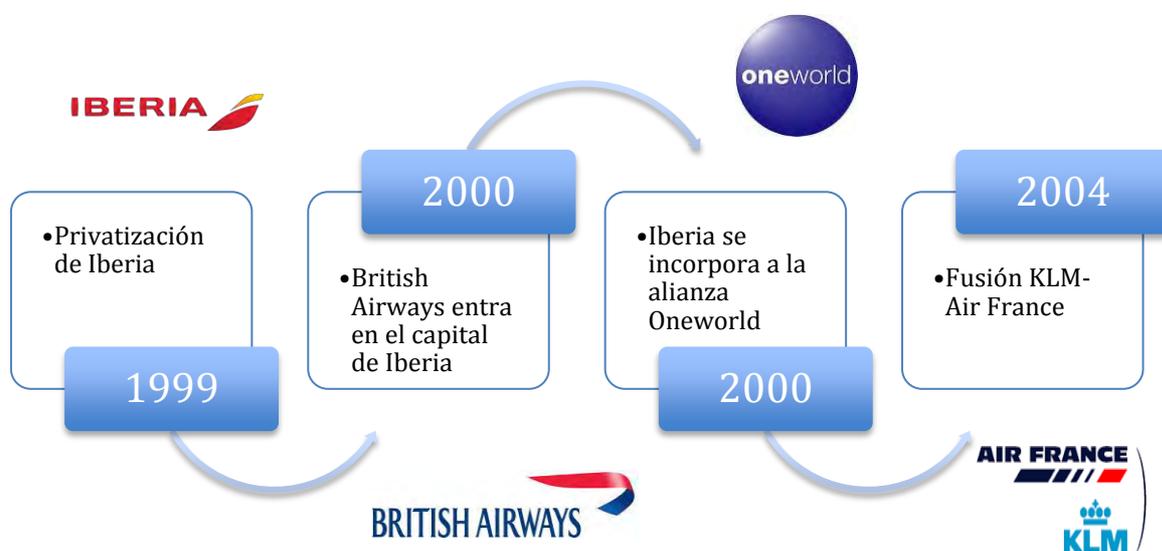
El segundo bloque precisamente se centrará en examinar partida a partida la cuenta de pérdidas y ganancias, necesidades operativas de fondos y ratios financieros, reconociendo la evolución que han llevado los mismos en el periodo 2007-2014, así como los cambios relevantes que se observan entre la situación previa y posterior a la fusión.

Para concluir se elaborará en un tercer bloque temático, un modelo de valoración por descuento de flujos de caja mediante la herramienta Excel, estableciendo la hipótesis de que no se hubiera producido la fusión entre British Airways e Iberia, estimando los cash-flow agregados de ambas compañías y calculando los cash-flow diferenciales, hallados por diferencia entre los cash-flow realmente obtenidos por IAG y los cash-flow que hipotéticamente habría obtenido el agregado entre British Airways e Iberia en el periodo 2010-2012 y los cash-flow agregados entre British Airways , Iberia y Vueling en el periodo 2013-2014, ya que Vueling se incorporó definitivamente al grupo IAG en el año 2013. Estos cash-flow serán descontados mediante la herramienta WACC, con la que se estima el coste de capital ponderado. El fin último de este apartado es cuantificar el valor generado por la operación de M&A.

V.I) La fusión, indicadores operativos pre y post fusión

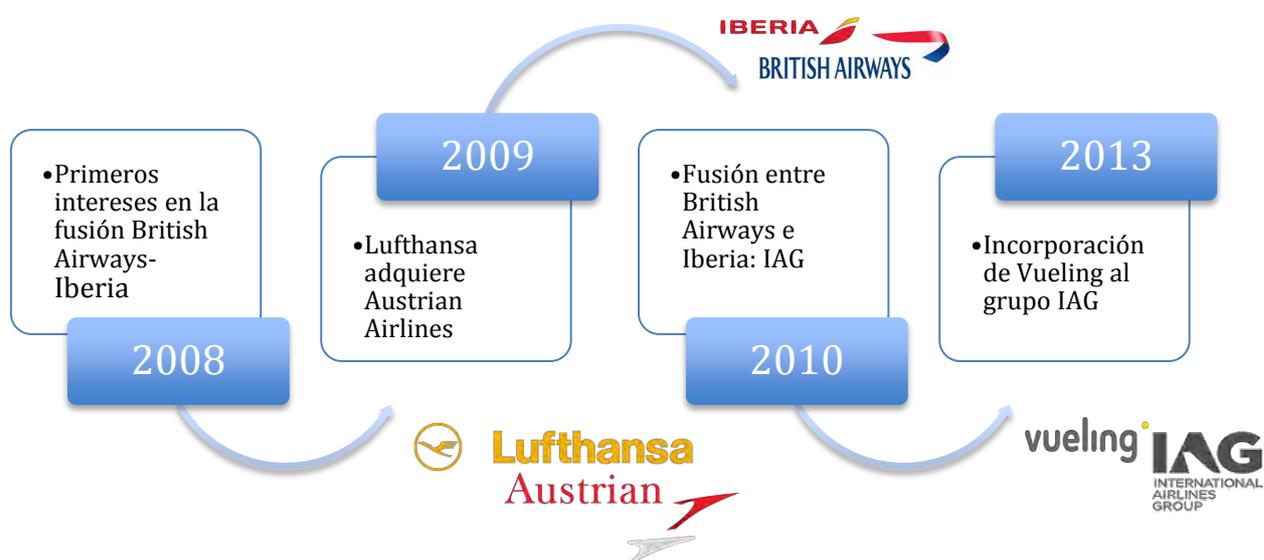
V.I.I) Las creación de IAG: Datos clave de la fusión entre British Airways e Iberia

El 8 de abril de 2010 se producía la fusión entre British Airways e Iberia formándose la empresa IAG (International Airlines Group). Con esta fusión IAG se convertía en la tercera aerolínea europea más grande por volumen de facturación y la quinta a nivel mundial, contando con unos ingresos totales de alrededor de 15.400 millones de euros anuales, transportando a más de 60 millones de pasajeros al año. La compañía estableció su domicilio social, fiscal y legal en Madrid y su sede de dirección efectiva operativa y financieramente en Londres. Las acciones de IAG tienen una cotización múltiple, negociándose al mismo tiempo en los mercados bursátiles de Londres y Madrid desde 2011. A pesar de producirse la fusión se tomó la decisión estratégica de mantener las marcas de British Airways e Iberia por separado por considerar que ostentaban un valor de marca importante y mayor al que podría haber tenido una nueva marca conjunta. Además, al elegirse un nombre impersonal como International Airlines Group, que no identifica a las marcas o empresas participantes en la fusión, se permite acometer futuras operaciones de fusión o adquisición con otras compañías, sin necesidad de cambiar la denominación social o corporativa, ni realizar cambios de calado significativo dentro del grupo IAG.



A pesar de producirse la fusión en abril del año 2010 las compañías tienen diversos contactos desde mucho antes ya que la relación se remonta al año 1999, cuando Iberia era una empresa pública y comenzó su privatización, entrando British Airways en su capital, participando como accionista en un 9%. Además Iberia se une a la Oneworld en el año 2000, participando junto con British Airways, American Airlines, Qantas, Cathay Pathific y otras aerolíneas hasta llegar al número de 15 en una alianza comercial sin intercambio accionarial que permite a las aerolíneas colaborar para ofrecer un servicio al cliente

integrado, supliendo la falta de recursos y las debilidades de unos con las fortalezas del resto de socios. Esta colaboración comercial estrecha mediante la participación en la Oneworld entre British Airways e Iberia fue probablemente clave para encauzar la posterior fusión que se produjo en 2010. En 2008 las dos compañías muestran su interés por fusionarse y como paso previo a la misma Iberia adquiere el 10% del capital de British Airways. La fusión finalmente se produjo el 8 de abril de 2010, cerrando un círculo de concentración del sector aéreo de transporte de pasajeros que se estaba produciendo tras la fusión entre KLM y Air France en el año 2004 y estrategia llevada a cabo por Lufthansa de expansión mediante adquisiciones adquiriendo Austrian Airlines en 2009. El grupo IAG experimentó nuevas operaciones de M&A cuando Vueling se incorporó definitivamente al grupo IAG tras la adquisición del 100% de la misma en 2013



V.I.II) Análisis de las estadísticas de tráfico aéreo: Indicadores operativos de pasajeros

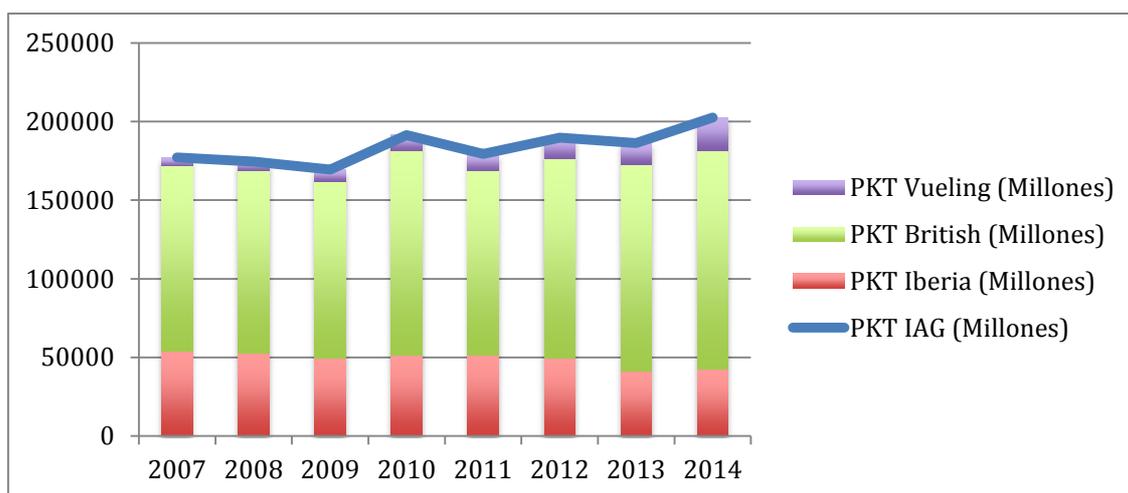
V.I.II a) Indicador operativo Pasajeros-Kilómetro (PKT)

El análisis del tráfico aéreo se debe llevar a cabo analizando los indicadores utilizados por las compañías aéreas y la IATA (International Air Transport Association). El primer parámetro relevante a analizar es el PKT que responde a las siglas Pasajeros por Kilómetro. Es un indicador que refleja el número de pasajeros transportados por cada compañía ponderando los kilómetros que estos pasajeros recorren en cada vuelo. El PKT se obtiene por la multiplicación de los pasajeros que están ocupando un asiento en la aeronave por la distancia en kilómetros del trayecto que se esté realizando. Por lo tanto obtendrán mejores resultados aquellas aerolíneas que tengan rutas de largo radio ya que a igual número de pasajeros este indicador prima los kilómetros realizados por cada vuelo. Es un indicador útil ya que claramente los kilómetros realizados por cada vuelo son un factor determinante.

A continuación se va a realizar un análisis del PKT del grupo IAG en el periodo 2007-2014. La fusión de British Airways e Iberia se produjo en 2010 y la incorporación definitiva al grupo IAG de Vueling se realizó en 2013 por lo que los años anteriores reflejan la suma de los PKT de las compañías independientes

Evolución PKT agregado:

En el periodo 2007-2014 se produce un incremento del PKT global aunque hay diferentes tendencias dentro de cada subperiodo. En el año 2007 el PKT global ascendía a 177.071, en 2008 y 2009 comenzó una tendencia descendente, cayendo el mismo a 174.589 y 169.483 respectivamente. A partir de 2010, año en que se hace efectiva la fusión, el comportamiento del PKT global de IAG es irregular. Ascende en 2010 fuertemente hasta alcanzar los 191.407 lo que supone un incremento anual del 12%, en 2011 decrece hasta los 179.437, en 2012 vuelve crecer situándose en 189.795, en 2013 se estanca descendiendo ligeramente hasta los 186.304 y en 2014 experimenta de nuevo un fuerte crecimiento hasta alcanzar los 202.562 PKT lo que supone el record de la serie 2007-2014. Por su parte las marcas Iberia y British experimentaron tendencias diferentes.



Evolución del PKT por compañía:

Iberia sufrió un decremento en su PKT en el periodo 2007-2014 analizado, descendiendo desde los 54.229 en 2007 hasta los 42.686. En el periodo 2007-2009 experimentó los primeros síntomas de este decrecimiento tras bajar desde los 54.229 en 2007 a 52.885 y 49.612 en 2008 y 2009. En 2010 consiguió un dato positivo coyuntural, con un incremento del PKT hasta 51.242. A partir de este momento Iberia prosigue su tendencia negativa hasta 2013 cuando consigue su mínimo del periodo 2007-2009 con 41.493, logrando un crecimiento importante por primera vez en los últimos años en el periodo 2013-2014, hasta alcanzar los 42.686 en 2014.

Esta misma tendencia fue experimentada por British Airways e Iberia, las cuales sufrieron descensos en sus indicadores PKT, bajando desde los 54.229 en 2007 a 52.885 y 49.612 en

2008 y 2009 en el caso de Iberia y bajando desde los 117.365 en 2007 a 115.821 en 2008 y 2009 en el caso de British Airways. Por su parte las marcas Iberia y British Airways experimentaron tendencias diferentes.

Por su parte Vueling experimenta un periodo de crecimiento en su PKT durante todo el

	PKT IAG (Millones)	PKT Iberia (Millones)	PKT British (Millones)	PKT Vueling (Millones)
2007	177071	54229	117365	5477
2008	174589	52885	115821	5883
2009	169483	49612	112371	7500
2010	191407	51242	130233	9932
2011	179437	51268	117348	10820
2012	189795	49663	126436	13693
2013	186304	41493	131333	13478
2014	202562	42686	138431	21445

ciclo 2007-2014 con crecimientos fuertes y sostenidos. El único ejercicio que sufre estancamiento es el 2013, año en que se incorpora por completo al grupo IAG y es probablemente debido al proceso de integración que se llevó a cabo en este año. Especialmente relevante es el crecimiento experimentado en el ejercicio 2014, pasando de un PKT de 13.478 a 21.445, que supone un incremento del 59%, lo que explicaría la existencia de fuertes sinergias, que al ser aprovechadas, permitieron a Vueling realizar una fuerte expansión e incrementar de manera muy importante su PKT.

En conclusión el comportamiento del PKT agregado del periodo 2007-2014 es positivo, experimentando un crecimiento neto del PKT. Tras una primera fase de decrecimiento en el periodo 2007-2009 comenzó un periodo de expansión del PKT en 2010, registrándose un crecimiento del 19,5% hasta el año 2014 y revertiendo una tendencia a decrecer que ha sido reforzada por las fusiones de Iberia y British Airways en 2010 y la incorporación total de Vueling al grupo IAG en 2013. Todo ello muestra el valor de las sinergias existentes entre las compañías, que han permitido revertir la tendencia y fortalecer un indicador operativo como el PKT. Aspectos preocupantes son la fluctuación interanual, experimentando crecimientos y decrecimientos poco predecibles que no marcan una tendencia clara, y que, a pesar de experimentar IAG un crecimiento global en su PKT, podrían considerarse un aspecto negativo. Es probable sin embargo que estas fluctuaciones se deban al proceso de integración que ha sufrido el grupo IAG en los cuatro últimos años, estimándose que la aparición de una tendencia a consolidar y aumentar el PKT del grupo en los próximos ejercicios es lo esperado. Por otro lado es importante destacar el mal comportamiento de Iberia, que se convierte en la única marca de las tres que forman el grupo IAG que en la actualidad ha sufrido un descenso en PKT en el periodo 2007-2014 analizado, y en la cual, ni si quiera la fusión ha conseguido revertir la situación por el momento, aunque el primer aumento interanual de PKT desde 2007 que ha

generado la compañía en 2014 indica un posible cambio de tendencia y un inicio de un periodo de crecimiento del PKT de la compañía.

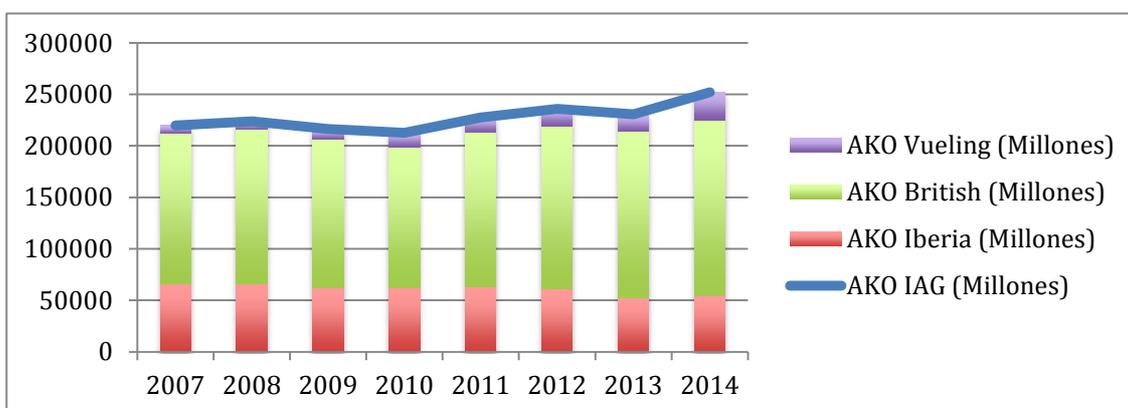
V.II a) Indicador operativo Asientos-Kilómetro (AKO)

Otro parámetro muy utilizado en el sector de las aerolíneas es el AKO que identifica con estas siglas al indicador operativo Asientos-Kilómetro ofrecidos. Es una medida de la capacidad ofrecida por las compañías aéreas y se obtiene por la multiplicación del número total de asientos ofrecidos en cada vuelo, ya estén estos ocupados o vacíos, por el número de kilómetros correspondiente al trayecto realizado. Por lo tanto tal y como ocurría con el indicador PKT se ponderan los kilómetros realizados por lo que se da mayor importancia a los asientos ofrecidos en el largo y medio radio que en el corto radio.

Se puede observar una tendencia a que el AKO global agregado de British Airways, Iberia y Vueling crezca en el periodo 2007-2014, aunque haciendo un análisis más pormenorizado dentro de este periodo se observan diferentes comportamientos en función de la situación previa o posterior a la fusión. Además las tres compañías no muestran comportamientos homogéneos.

Evolución del AKO agregado:

El AKO global de British Airways Iberia y Vueling se situó en 2007 en 219.746, en 2008 experimento un pequeño crecimiento hasta llegar a los 223.704. A partir de ese ejercicio comenzó un periodo decreciente de dos años consecutivos con descensos de la oferta AKO, llegando a su mínimo del periodo 2007-2014 en el año 2010 con 201.260. En 2010 se produjo la fusión y creación de IAG y en 2011, una vez efectivamente fusionadas e integradas las compañías se produjo un fuerte crecimiento del AKO gracias al aprovechamiento de las sinergias generadas, que potenció un proceso de expansión, experimentando un crecimiento interanual entre 2010 y 2011 del 7%, llegando a lograr un AKO de 227.507.



En los años siguientes el AKO continuó creciendo hasta llegar a su máximo del periodo 2007-2014 en 2014 con un AKO de 251.931, siendo reseñable el crecimiento del periodo

2013-2014 con un incremento de un 9,3%, especialmente gracias a un fuerte crecimiento del AKO de British Airways y Vueling.

El AKO por compañía:

Una vez analizado el AKO global de IAG es importante también realizar un estudio pormenorizado de la evolución del AKO de British Airways, Iberia y Vueling.

En primer lugar Iberia es la única marca de IAG que sufre un decremento de AKO en el periodo 2007-2014, el cual asciende al 18,2%. En el año 2007 el AKO de Iberia ascendía a 66.454, el cual se mantuvo estancado en el año 2008 y descendió ligeramente en 2009 hasta los 62.158, manteniéndose constante entorno a esa cifra en 2010 y 2011. En 2012 sufrió un nuevo decrecimiento, bajando a 60.932. Especialmente relevante es la evolución del 2013, año en el que Iberia sufrió un fuerte decrecimiento tocando mínimos del periodo en 52.429. El descenso experimentado en el periodo 2007-2013 puede ser explicado debido a la reducción de flota que estaba acometiendo la compañía así como la reestructuración que se llevó a cabo en Iberia tras la fusión de 2010, emprendiendo la suspensión de varias rutas deficitarias en 2012, lo cual puede clarificar el porqué del fuerte descenso registrado en 2013. Todo ello será explicado con más detenimiento en futuros apartados en los que se hará un análisis profundo sobre la flota y las rutas. En 2014 sin embargo se experimenta un cambio de tendencia con un ligero crecimiento del AKO que asciende hasta 54.328. Este incremento está relacionado con el fin de la reestructuración y el comienzo de un plan de expansión al registrar Iberia beneficios tras seis ejercicios consecutivos de pérdidas, lo que llevó a acometer la apertura de nuevas rutas y reapertura de algunas rutas que se encontraban suspendidas.

En definitiva la evolución del AKO de Iberia es negativa en el periodo 2007-2014 ofreciendo menos asientos, si bien tras la fusión no se ha podido revertir esta tendencia en

	AKO IAG (Millones)	AKO Iberia (Millones)	AKO British (Millones)	AKO Vueling (Millones)
2007	219746	66454	145757	7535
2008	223704	66098	149661	7945
2009	216357	62158	144018	10181
2010	212602	62312	136721	13569
2011	227507	63042	150152	14314
2012	235872	60932	158247	17622
2013	230573	52429	161444	16700
2014	251931	54328	170917	26686

los ejercicios pasados, la reestructuración realizada y el plan de expansión de flota y apertura de nuevas rutas hace prever que el AKO de Iberia experimente un fuerte crecimiento en los ejercicios 2015 y 2016.

En relación con British Airways experimenta una evolución positiva en el periodo 2007-2014. En 2007 el AKO de British Airways ascendió a 145.757. En 2008 experimento un pequeño crecimiento subiendo hasta los 149.661. En los dos siguientes años sufrió decrecimientos llegando a su mínimo del periodo en 2010 con 136.721.

Hasta ese año había experimentado un comportamiento similar al del AKO de Iberia, sin embargo a raíz de la fusión en 2010 la evolución del AKO de British Airways cambia y crece de forma sostenida en los ejercicios 2011, 2012, 2013 y 2014, hasta alcanzar su máximo del periodo en 170.917.

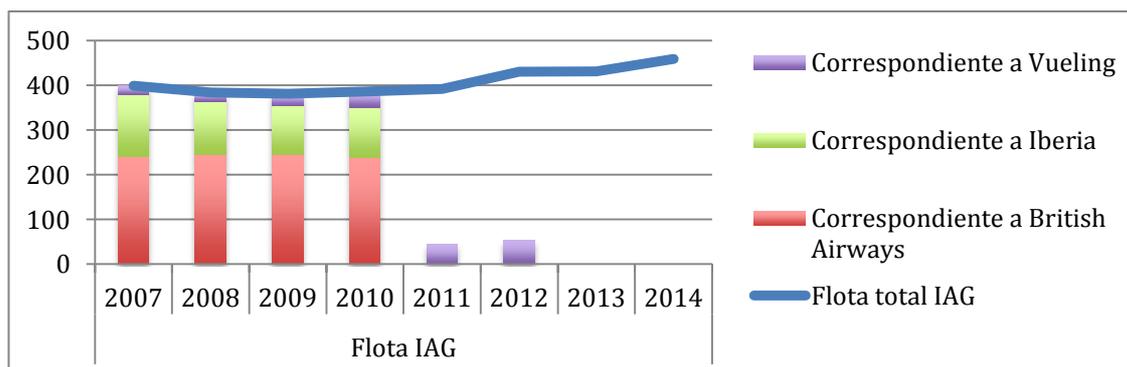
Por último en el caso de Vueling se observa una compañía en clara expansión, con crecimientos sostenidos del AKO año a año en el periodo 2007-2014 salvó en el año 2013, en el que hubo un estancamiento. El AKO de Vueling experimentó un espectacular crecimiento en este periodo pasando de 7.535 a 26.686, lo que supone un incremento de un 254%. Especialmente relevante es el crecimiento experimentado del año 2013 al 2014 que supone un incremento del 59,8%, lo que demuestra la existencia de sinergias ya que la compañía Vueling se incorporó de forma definitiva a IAG en 2013, y en 2014, una vez que se encontró integrada en el grupo experimentó éste importante crecimiento que afianza la expansión constatada durante todo el periodo 2007-2014.

En conclusión, y la espera del afianzamiento de la expansión de Iberia el periodo 2007-2014 supone un incremento del AKO del grupo agregado de IAG, lo que aumenta la capacidad ofertada por grupo. Se puede observar un comportamiento especialmente positivo tras la fusión de Iberia y British Airways en 2010 y la posterior incorporación de Vueling en 2013. El incremento del AKO en términos porcentuales es similar al incremento del PKT por lo que IAG mantiene a lo largo de este periodo las tasas de ocupación entorno al 80%, ya que el incremento de la demanda porcentualmente ha sido muy similar al aumento de la oferta, incrementándose ambas entorno a un 14%.

V.I.III) La evolución de la Flota de IAG

Evolución de la flota:

Se va a proceder a realizar un análisis de la flota del grupo IAG teniendo en cuenta que el número de aeronaves del periodo 2007-2010 previo a la fusión es el resultante de sumar la flota de Iberia y British Airways y Vueling.



En el año 2007 la flota conjunta de British Airways, Iberia y Vueling ascendía a 399 con una clara preponderancia por parte de British Airways que contaba con 242 aeronaves por las 137 de Iberia y las 20 de Vueling. Este año el número de aeronaves que forman la flota comienza un periodo de tendencia descendente disminuyendo en 2008 la flota agregada a 384 aeronaves. Sin embargo si analizamos la tendencia individualmente la evolución de British Airways, Iberia y Vueling es desigual. Mientras British Airways mantiene su flota estancada, incluyendo en su flota operativa 3 nuevas aeronaves, hasta alcanzar el número de 245, Iberia sufre un claro decremento en su flota, disminuyendo a 119 y Vueling mantiene su flota constante en 20 aeronaves. En 2009 continua la tendencia a reducir la flota, aunque ésta modera su caída, llegando la flota agregada a 381 aeronaves, mínimo del periodo analizado. La flota de Iberia se reduce de nuevo en 7 aeronaves mientras que la de British Airways se mantiene constante llegando a su mínimo del periodo 2007-2014 analizado, tocando suelo con 109 aeronaves. La flota de Vueling a partir del 2009 comienza una expansión registrando un incremento en este ejercicio hasta llegar a las 27 aeronaves. En 2010, año en el que se hace efectiva la fusión entre British Airways e Iberia la flota agregada crece ligeramente hasta llegar a las 386 unidades, registrándose un cambio de tendencia.

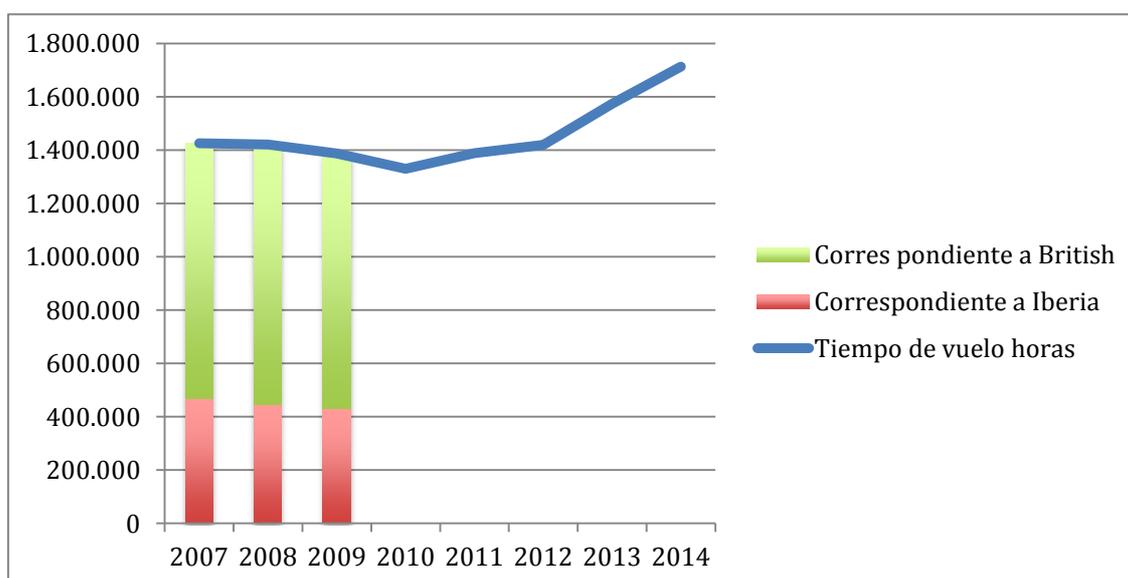
	Flota IAG							
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Flota total IAG	399	384	381	386	392	430	431	459
Correspondiente a British Airways	242	245	245	238				
Correspondiente a Iberia	137	119	109	112				
Correspondiente a Vueling	20	20	27	36	44	53		

Si analizamos la flota de Iberia y British Airways por separado podemos observar diferencias importantes. Mientras Iberia adquiere 3 nuevas aeronaves, aumentando su flota hasta 112, British Airways se deshace de parte de su flota, disminuyendo hasta las 238 aeronaves. En 2011, una vez que las dos empresas están ya fusionadas y efectivamente integradas se produjo un nuevo incremento de flota hasta las 392 aeronaves con un nuevo aumento de Vueling hasta las 44 aeronaves, compañía que aún no formaba parte del grupo IAG. A partir de 2011, en el periodo 2012-2014 se produce una tendencia especialmente positiva en la adquisición de aeronaves y aumento de la flota. Este fuerte incremento que se experimentó en el periodo puede ser explicado desde el punto de vista de las sinergias, conforme a lo expuesto en el marco teórico. Las dos empresas una vez fusionadas e integradas empiezan a disfrutar de sinergias tanto operativas, experimentando una disminución en costes y un aumento en ingresos, como financieras, disminuyendo el coste de capital. La aparición de estas sinergias hace que sea el momento idóneo para comenzar una fase de expansión de la compañía, se obtienen

flujos de caja extra por el ahorro en costes, que permiten adquirir las aeronaves y se puede pedir fondos prestados con unos menores costes financieros. Al expandir la flota se aprovechan las sinergias de ingresos y aumenta la oferta de vuelos. Al tener un mayor poder para fijar precios, aumentan los flujos de caja procedentes de ingresos. Si se realiza un estudio más pormenorizado del periodo en 2012 se experimenta un fuerte crecimiento en la adquisición de aeronaves, creciendo la flota agregada hasta 430 siendo 53 correspondientes a Vueling que se incorporaría definitivamente a IAG en 2013. En 2013 se incrementa de nuevo el número de aeronaves hasta las 431 y en 2014 se llega al máximo de aeronaves con 459. Esta adquisición de aeronaves se ha acometido tras la fusión y da buena prueba de que gracias a las sinergias existentes entre British Airways, Iberia y Vueling se ha podido revertir una tendencia al decremento de la flota y comenzar una fase de expansión, renovando y ampliando la flota.

Horas de vuelo:

Buena prueba de la expansión que está acometiendo el grupo IAG tras la fusión de las compañías Iberia y British Airways en el año 2010 es el incremento de las horas de vuelo, signo de que las nuevas adquisiciones de aeronaves han sido utilizadas y están resultando productivas, incrementando horas de vuelo, fletando más vuelos y repercutiendo esto positivamente en la generación de mayores ingresos.



Según el análisis del periodo 2007-2014, aunque se observa un crecimiento del indicador horas de vuelo, existen dos periodos con tendencias claramente diferenciadas. En el periodo 2007-2014 el indicador horas de vuelo sufre una tendencia descendente. En 2007 las horas de vuelo conjuntas entre British Airways e Iberia ascendían a 1.425.367, correspondiendo las horas de Iberia al 33% del total y las de British Airways a 67%. En 2008 las horas de vuelo conjuntas descienden a 1.420.958, ascendiendo en British Airways hasta las 975.627 horas y en Iberia descendiendo hasta las 445.331 horas. En el

año 2009 continúa la tendencia descendente hasta las 1.387.649 horas de vuelo agregadas, sufriendo un descenso tanto las horas de vuelo de Iberia como las de British Airways. En 2010, año en que se hace efectiva la fusión de British Airways e Iberia el grupo IAG registra su mínimo histórico de la serie 2007-2014 con 1.388.514 horas de vuelo. A partir de 2011 comienza una contra tendencia, incrementándose año a año las horas de vuelo. Parece claro que tras la fusión, una vez integradas las compañías se pudieron aprovechar las sinergias creadas para dar la vuelta a la situación y comenzar una fase expansiva. En 2011 se registró un aumento de las horas de vuelo hasta las 1.388.514, en 2012 se produjo un incremento hasta las 1.419.601, recuperando niveles similares, aunque por debajo de los registrados en año 2007. En 2013 se produjo un fuerte incremento llegando a las 1.573.900 horas de vuelo. Por último en 2014 se produjo el incremento más fuerte de toda la serie con un aumento del 8%, llegando a alcanzar el máximo de horas de vuelo del periodo 2007-2014 con 1.712.506 horas.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tiempo vuelo horas								
IAG	1.425.367	1.420.958	1.387.649	1.329.767	1.388.514	1.419.601	1.573.900	1.712.506
Iberia	469.636	445.331	432.590					
British Airways	955.731	975.627	955.059					

Como conclusión se puede observar una clara correlación entre el aumento y disminución de flota con la fluctuación de las horas de vuelo. En el periodo 2007-2010 previo a la fusión la flota disminuyó un 7,65% mientras el número de horas de vuelo disminuyó en un 6,7%. En el periodo de tendencia ascendente 2011-2014 se produjo un incremento de la flota de un 31,9% mientras que las horas de vuelo aumentaron en un 23,3%. Por lo tanto el aumento del número de horas de vuelo parece claramente conectado con el aumento de flota. Es un factor positivo que ha permitido acometer una expansión y revertir una tendencia negativa, si bien se ha reducido la productividad al disminuir las horas de vuelo por aeronave, por haber existido un aumento muy superior de aeronaves que de horas de vuelo. Por lo tanto el objetivo de IAG para los próximos ejercicios debe ser además de continuar la expansión iniciada, acometer un plan para potenciar el incremento de la productividad, con un incremento anual superior de horas de vuelo que de aeronaves, con el objetivo de retornar a los niveles de productividad hora/aeronave previos a la fusión y superarlos.

V.I.IV) Consumo de combustible ‘

	Unidades	2014	2013	2012
Consumo total de energía procedente de combustible de aviación, gas y electricidad	Megavatios hora	96.712.371	91.062.826	89.350.479

Los datos que han sido obtenidos acerca de este indicador son relativos a los años 2012, 2013 y 2014, por lo tanto una vez se había producido la fusión e integración efectiva de British Airways e Iberia, formando IAG. Se puede observar como aumenta año a año el consumo medido en Megavatios situándose en 89.350.479 Mw/h en 2012, creciendo a 91.062.826 y aumentando de nuevo a 96.712.371. Aunque aumenta el consumo de energía se puede afirmar que es un aumento modesto ya que mientras en el periodo 2012-2014 el consumo de energía aumento un 8,3% la flota aumento en un 21,8%, lo que refleja la eficiencia de las nuevas aeronaves que permiten ahorrar una gran cantidad de combustible lo que se verá reflejado en la cuenta de pérdidas y ganancias, incurriendo en menores costes de combustible.

Como conclusión se puede establecer que este aumento del consumo es positivo, ya que refleja un incremento de actividad que ha experimentado el grupo IAG en este periodo, al aumentar la flota y las horas de vuelo. Sin embargo se refleja un incremento moderado, lo que es doblemente favorable al reflejarse la eficiencia de la flota del grupo tras haberse renovado parte de la misma.

V.I.V) Rutas operadas por IAG

El aspecto de las rutas ha sido bastante controvertido ya que Iberia sufrió una fuerte reestructuración tras hacerse efectiva la fusión entre British Airways e Iberia. IAG ha enfocado a Iberia hacia las rutas estratégicas, que tienen más demanda y que gozan de una mayor rentabilidad, en las que Iberia ya tiene previas condiciones de liderazgo. Por ello se previó una reducción de rutas pasando de 101 destinos a 70, volando a 37 países cuando previamente se volaba a 40. Con esta reducción el objetivo es centrar todos los recursos en tomar una posición de liderazgo en el resto de rutas, poniendo a disposición de las mismas los recursos desinvertidos en las rutas suspendidas.

La reducción de rutas se produjo en aquellas que estaban en pérdidas importantes y prolongadas y que no tenían proyección de revertir la situación. Algunas de las rutas relevantes suspendidas son las rutas de La Habana, Santo Domingo, San Juan de Puerto Rico, Montevideo, Estambul y El Cairo. Los motivos esgrimidos por IAG para la suspensión de estas rutas son principalmente su rentabilidad negativa, ya que todas ellas arrojan unas pérdidas medias de 95 millones anuales. Además se señala que algunas de ellas como Montevideo tienen muy baja demanda y aun siendo Iberia el único operador no genera beneficios. San Juan de Puerto Rico también muestra una baja demanda y ambos destinos podrían ser cubiertos haciendo escalas en otros aeropuertos de América. Santo Domingo y La Habana son destinos principalmente vacacionales en los que existe una fuerte competencia, teniendo Air Europa una cuota de mercado del 66% sobre esta ruta. La ruta de Estambul arroja una escasa rentabilidad debido a la fuerte competencia que ejerce Turkish Airways, gozando también de más de dos tercios de la cuota de mercado de esta ruta. Atenas al igual que los anteriores destinos es eminentemente un destino temporal de vacaciones, con un pequeño tráfico de negocios que había sufrido un fuerte decrecimiento

en demanda en los últimos ejercicios. Por último El Cairo es un destino que ha sufrido también un fuerte decremento en demanda especialmente por ser un destino turístico afectado por los acontecimientos geopolíticos de la primavera Árabe.

Toda esta reestructuración en rutas se llevó a cabo en 2012, una vez se hizo efectiva la fusión y la integración de ambas compañías, en medio de una coyuntura difícil para Iberia, después de haber registrado una pérdida operativa neta en el periodo 2007-2013 de 1.022 millones de euros, obteniendo seis años consecutivos de pérdidas en el periodo 2008-2013, registrando una pérdida operativa acumulada de 1.072 millones de euros. Una vez que Iberia ha retornado a la senda de los beneficios, obteniendo un beneficio de 50 millones en 2014, primer beneficio desde 2007, se han reactivado los planes para abrir nuevas rutas y acometer una expansión que aumente la cuota de mercado y la rentabilidad de Iberia. Se han abierto nuevas rutas operadas por Iberia a Florencia y Marrakech que comenzaron a operar el 1 de abril de 2015, se ha reabierto la ruta de Iberia a La Habana el 1 de junio y nuevas rutas a Nápoles y Verona operadas por Iberia express desde el 1 y 2 de junio respectivamente y a Budapest operada por Iberia desde el pasado 1 de junio. Además se ha previsto una expansión en América Latina en el futuro próximo dando apertura a dos nuevas rutas a Cali y Medellín a partir del próximo 3 de Julio. Otras nuevas rutas previstas para este año que consolidarían la expansión de Iberia en este 2015 son Florencia, Hamburgo, Catania, Palermo, Budapest y Funchal, vuelos operados por Iberia y vuelos a Edimburgo, Manchester, Nápoles, Londres-Gatwick, Paris Charles de Gaulle y una ruta entre Asturias y Tenerife.

British Airways por su parte tenía en 2010 rutas a 155 destinos y tras la fusión no ha realizado un ajuste importante, simplemente ha acometiendo la apertura y modificación de algunas rutas, si bien es cierto que ya realizó un ajuste importante previo a la fusión, procediendo a la suspensión de determinadas rutas que eran deficitarias. Como ejemplo se puede destacar la suspensión del vuelo entre Londres Heathrow y Belfast y la reducción de su actividad en el aeropuerto de Londres Gatwick. En estos momentos cuenta con 194 rutas, con 157 destino en 85 países.

Por su parte Vueling contaba en 2009 con 92 rutas en 17 países, conectando un total de 47 aeropuertos. En 2010 continuó en una fase de fuerte expansión, incorporando dieciocho nuevas rutas y dos nuevos aeropuertos, Toulouse y Ámsterdam. La compañía ha seguido expandiendo su red de rutas hasta llegar a las 150 rutas actuales.

En resumen Iberia ha sufrido en el periodo posterior a la fusión un fuerte recorte en rutas, especialmente debido a su delicada situación tras varios ejercicios consecutivos registrando pérdidas operativas. Estas rutas que fueron suspendidas eran deficitarias en el momento del cierre y esto contribuyó a la disminución de las pérdidas de la compañía. A pesar del fuerte recorte, tras haberse obtenido de nuevo beneficios en 2014 se ha procedido a la reapertura de parte de las rutas suspendidas, así como a la apertura de nuevas rutas en el marco de un proceso de expansión de cara a ganar cuota de mercado e

incrementar la rentabilidad de la compañía en los próximos años. En cuanto a British Airways en el periodo post fusión no ha sufrido cambios importantes en lo que a rutas se refiere, creándose ciertas rutas en un proceso de expansión de la compañía. Por su parte Vueling registra una constante expansión en rutas y destinos que continuará en los próximos ejercicios.

V.I.VI) Territorio en el que IAG queda obligada al pago de sus impuestos

IAG establece que su domicilio social, fiscal y legal en Madrid por lo que quedará obligada al pago de sus impuestos en España mientras que sitúa su sede de dirección efectiva operativa y financiera en Londres.

V.I.VII) Organización del consejo de administración y el equipo directivo

El consejo de administración y las comisiones:

El organigrama organizativo mostrado por IAG en cuanto al consejo de administración se refiere está formado por cuatro comisiones, la comisión de auditoría y cumplimiento, la comisión de nombramientos, la comisión de seguridad y la comisión de retribuciones. El consejo está formado por trece miembros, dos de ellos relacionados íntegramente con Iberia por haber sido ex directivos de la misma, tres ex ejecutivos de British Airways, de entre ellos el Consejero Delegado de IAG Willie Walsh, y los otros ocho consejeros no tienen pasado relacionado con Iberia o British Airways. Aunque el presidente del consejo es Antonio Vázquez Romero, ex presidente de Iberia, se puede observar cierta preponderancia de British Airways tanto en el consejo de administración como en IAG en general al ser el ex consejero delegado de British Airways el actual consejero delegado de IAG y al gozar de mayor número de ex consejeros de British Airways que de Iberia en el actual consejo de administración. Esta circunstancia sin embargo parece razonable si reconocemos el mayor peso que tenía British Airways antes de la fusión, registrando mayores ingresos, mayores beneficios, mayor flota, más destinos, más pasajeros transportados etc.

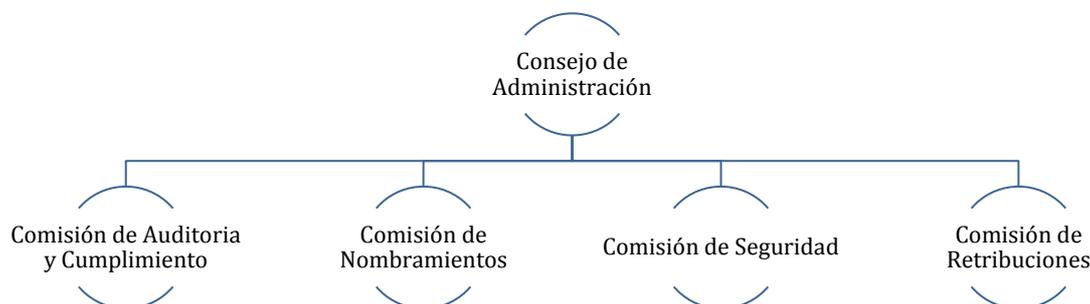
En cuanto al papel de las comisiones la comisión de auditoría y cumplimiento se encarga de examinar los estados financieros de la compañía, inspeccionar el correcto funcionamiento de los mecanismos de control interno y gestión de riesgos, gestionar los mecanismos de auditoría interna y proponer el nombramiento del auditor externo que llevará a cabo la auditoría de cuentas. Asimismo es responsable de la correcta gestión de las políticas de buen gobierno corporativo dentro de la empresa.

La comisión de nombramientos vela por la adecuada composición del consejo de administración, vigilando que se utilicen criterios de selección objetivos de consejeros y de forma transparente, propone al consejo el nombramiento de consejeros independientes, informa al consejo de las propuestas de nombramiento del resto de

consejeros, informa de las propuestas de elección de los miembros de las comisiones, establece los criterios de elección, contratación, carrera profesional, promoción y despido de los miembros de alta dirección de la empresa.

La comisión de seguridad tiene como objetivo velar por los asuntos relativos a la seguridad de las aerolíneas pertenecientes a IAG con una perspectiva global. En concreto tienen como responsabilidades obtener información de todas las marcas de IAG, realizar una supervisión sobre los protocolos de seguridad empleados y recursos con que se cuentan en los vuelos, además de comandar un seguimiento de las actividades relacionadas con la seguridad que el Consejo de Administración establezca.

Por último la comisión de retribuciones tiene como responsabilidades proponer un sistema de retribución de los consejeros al consejo de administración, informar al Consejo de Administración de la terminación de los contratos de los altos directivos así como las indemnizaciones pertinentes, informar al Consejo de Administración sobre las políticas retributivas de los directivos, hacer un seguimiento y actualización de la política retributiva que se adecue a la coyuntura de cada momento. Por último actuar conforme a los códigos éticos cumpliendo con la política de buen gobierno corporativo fijada para la empresa.



EL equipo directivo:

En cuanto al organigrama del equipo de alta dirección el máximo representante es el Consejero delegado Willie Walsh, actual CEO de IAG desde que se hiciera efectiva la fusión en 2010. Por debajo del Consejero delegado penden nueve direcciones. Al ser IAG un grupo bajo el que operan distintas marcas se estableció una dirección para cada una de las marcas, una para British Airways, estando al cargo de la misma el presidente ejecutivo de British Airways, otra para Iberia estando al cargo el presidente y consejero delegado de Iberia y una tercera para Vueling estando al cargo el presidente y consejero delegado de Vueling. Por lo tanto no son direcciones que se organicen por temática sino por negocio en sí, con el objetivo de poder gestionar las tres marcas de forma global, pero a su vez poder desarrollar planes de viabilidad y expansión de forma individualizada, atendiendo a las características peculiares de que goza cada marca. Además de estas tres direcciones existe

otra dirección peculiar no relacionada con los departamentos sino con el negocio de transporte de mercancías del grupo IAG, estando al cargo del mismo el consejero delegado de IAG cargo. Otras cinco direcciones se encargan de gestionar los diferentes departamentos de la empresa: Dirección financiera, jefatura de gabinete, dirección de estrategia y dirección de asesoría jurídica.



V.I.VIII) Conclusiones

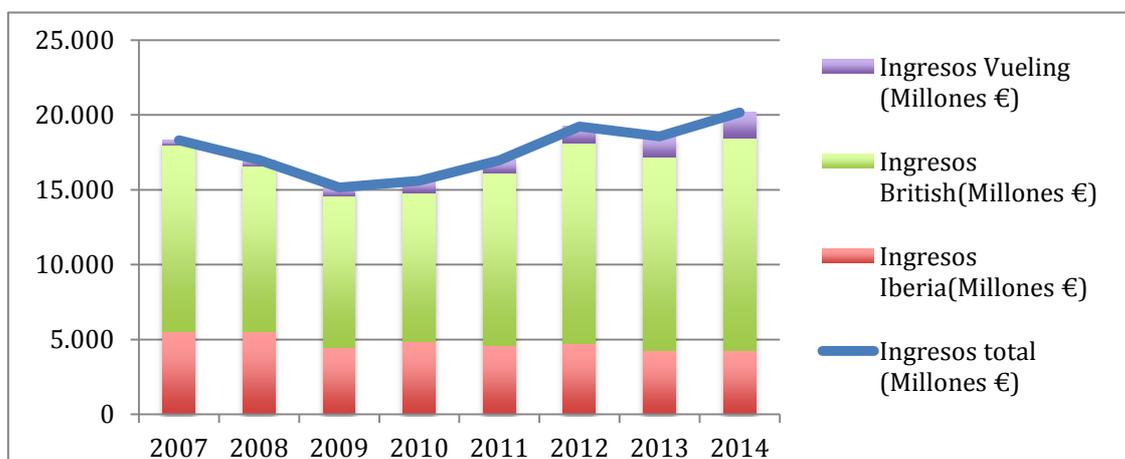
En conclusión desde el punto de vista operativo se puede validar la existencia de fuertes sinergias entre British Airways e Iberia tras la fusión en 2010. Estas sinergias han conseguido crear valor y revertir la tendencia negativa que seguían varios de los indicadores operativos analizados. La flota, las horas de vuelo, los indicadores PKT Y AKO de pasajeros estaban en clara decadencia en el periodo 2007-2009 y tras la fusión todos los indicadores agregados del grupo IAG han comenzado un periodo de expansión, logrando máximos en 2014, estimándose la continuación de esta tendencia en los ejercicios 2015 y 2016. Como aspecto negativo el mal comportamiento de Iberia durante todo el periodo 2007, siendo la única compañía del grupo IAG que ha sufrido decrementos en su PKT, AKO y horas de vuelo, habiendo realizado un aumento de flota que ha incrementado estos indicadores ligeramente en 2014, aunque éstos aún quedan muy lejos de los registrados en 2007. En cuanto a las rutas se puede destacar el afianzamiento de British Airways, la fuerte expansión de Vueling y la reducción de rutas de Iberia hasta 2014, año en el que ha empezado una fuerte expansión de nuevo. Por lo tanto a pesar de ser un periodo positivo para el grupo IAG, con mejoras en sus indicadores operativos globales queda como asignatura pendiente incrementar los indicadores operativos de Iberia, que se han visto menguados en el periodo 2007-2014.

V.II) La fusión, análisis Financiero, indicadores pre y post fusión

V.II.I) Cuota de mercado / Ingresos

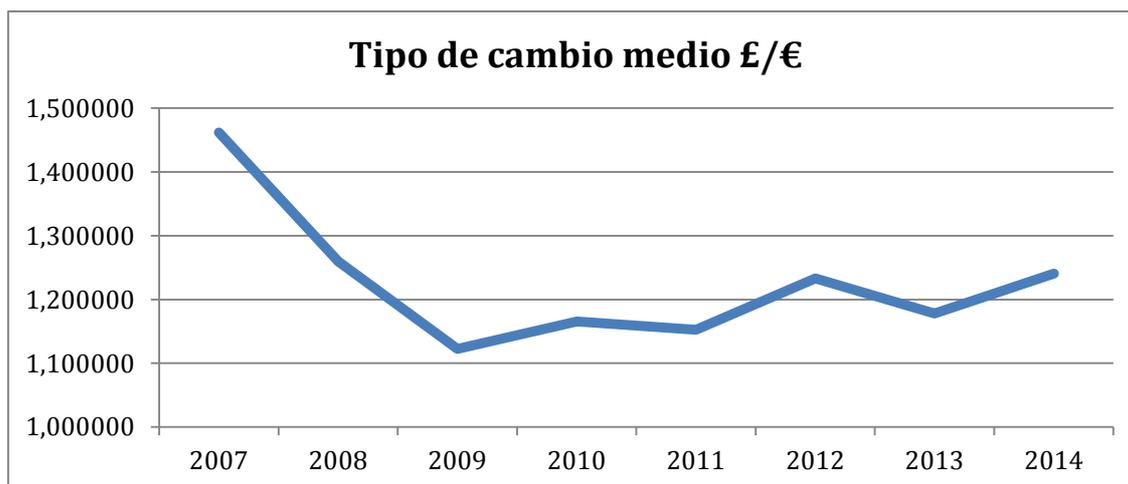
La evolución de los ingresos totales IAG en el periodo 2007-2014 es positiva, creciendo desde 18.311 hasta los 20.170 millones de euros. Antes de comenzar el análisis de ingresos es conveniente clarificar que en los años 2007-2009 el total de ingresos es el montante de la suma de los ingresos de British Airways, Iberia y Vueling como compañías independientes, los ingresos totales del periodo 2010-2012 son resultantes de sumar los ingresos de IAG, compuesto por British Airways e Iberia tras la fusión con los ingresos de Vueling como compañía independiente. Por último los ingresos totales de 2013 y 2014 son los reportados en las cuentas anuales de IAG una vez se produjo la incorporación definitiva de Vueling al grupo IAG, recogiendo en estos ejercicios los estados financieros de IAG los ingresos provenientes de las tres marcas.

Los ingresos totales en 2007 ascendían a 18.311 millones de euros y comenzaron un periodo de decremento, descendiendo a 16.984 millones de euros en 2008 y 15.153 millones de euros en 2009, logrando su mínimo en este último ejercicio. Este importante descenso es principalmente debido a la disminución de ingresos de British Airways desde los 12.430 millones de euros en 2007 hasta los 11.030 millones de euros en 2008 y 10.093 millones de euros en 2009, sufriendo British Airways disminuciones de ingresos del 11% en 2008 y del 8% en 2009.



Además tiene relación con la disminución de ingresos de Iberia, que ostentaba ingresos de 5.535 millones de euros en 2007, los cuales se estancaron en 2008 y descendieron hasta los 4.458 millones de euros en 2009, lo que supone un decremento anual del 19,5%. Por su parte Vueling incrementa sus ingresos año a año en el periodo 2007-2014, obteniendo unos ingresos de 363 millones en 2007, ascendiendo éstos hasta los 439 millones de euros en 2008 y 306 millones de euros en 2009. A pesar de experimentar Vueling fuertes incrementos anuales en ingresos, superiores al 20% en los años 2008 y 2009 no es suficiente para contrarrestar el desplome de los ingresos de British Airways e Iberia por su escaso peso específico en comparación con las otras dos compañías.

La disminución de ingresos de British Airways tiene dos vertientes, en primer lugar una pérdida de actividad, conectada con la disminución de horas de vuelo que se analizó en anteriores apartados y en segundo lugar la relativa al tipo de cambio £/€, ya que British Airways contabiliza su facturación en £, habiendo convertido sus ingresos a euros para realizar un análisis homogéneo de las tres compañías. En este caso en el periodo 2007-2009 en el que se desploman los ingresos de British Airways, existe una fuerte depreciación de la £ con respecto al €, cayendo el tipo de cambio desde los 1,46 £/€ en 2007 hasta los 1,12 £/€ en 2009, lo que redundaba en el desplome de los ingresos de British Airways.



Por su parte Iberia sufre un desplome por simple disminución de actividad, tras haber experimentado en el periodo 2007-2009 una disminución de horas de vuelo, así como una importante reducción de flota.

A partir del año 2010 en el que se produce la creación de IAG, tras la fusión de British Airways e Iberia se origina un cambio de tendencia, experimentando incrementos anuales de los ingresos totales ejercicio a ejercicio hasta el año 2012. Los ingresos totales se situaban en 15.153 millones de euros en 2009, creciendo ligeramente hasta los 15.595 millones de euros en 2010 y prosiguiendo con un fuerte crecimiento del 8,8% en 2011 y 13,3% en 2012, lo que muestra el buen aprovechamiento de las sinergias generadas tras la fusión para revertir una situación de pérdida de ingresos y tornarla en un fuerte incremento de los mismos.

Este crecimiento de los ingresos totales viene de la mano de un estancamiento de los ingresos de Iberia, consiguiendo cortar la tendencia a la disminución de los mismos, así como de un fuerte incremento de los ingresos de British Airways, que a pesar de sufrir un descenso en 2010 hasta los 9.961 comenzó una tendencia ascendente en 2011, una vez integradas las compañías tras la fusión, que incrementó los ingresos de British Airways año a año hasta lograr 13.431 millones de euros en 2012. Papel importante en este incremento de ingresos, además del aumento de la actividad y de la facturación tiene la apreciación de la libra, apreciándose desde los 1,12 £/€ hasta los 1,23 £/€, lo que favorece

el aumento de los ingresos de British Airways medidos en euros. Por su parte Vueling sigue incrementando sus ingresos como en anteriores periodos de forma sostenida. En 2013 los ingresos totales sufren un estancamiento, descendiendo ligeramente hasta los 18.569 millones de euros en 2013, incrementándose fuertemente en 2014, alcanzando el máximo del periodo 2007-2014 analizado. Estos movimientos vienen acompañados de un ligero decrecimiento de ingresos de British Airways por una depreciación de la libra en 2013 y un fuerte crecimiento de ingresos en 2014, llegando hasta los 14.191 millones de euros, así como de un decrecimiento de ingresos de Iberia debido al cierre de varias rutas que se consideraban deficitarias. Por su parte Vueling continúa con fuertes crecimientos de ingresos tras entrar a formar parte del grupo IAG, aprovechando las sinergias existentes.

	Ingresos total (Millones €)	Ingresos Iberia (Millones €)	Ingresos British (Millones €)	Ingresos Vueling (Millones €)
2007	18.311	5.535	12.413	363
2008	16.984	5.515	11.030	439
2009	15.153	4.458	10.093	602
2010	15.595	4.837	9.961	797
2011	16.966	4.589	11.514	863
2012	19.220	4.686	13.431	1.103
2013	18.569	4.250	12.916	1.403
2014	20.170	4.270	14.191	1.709

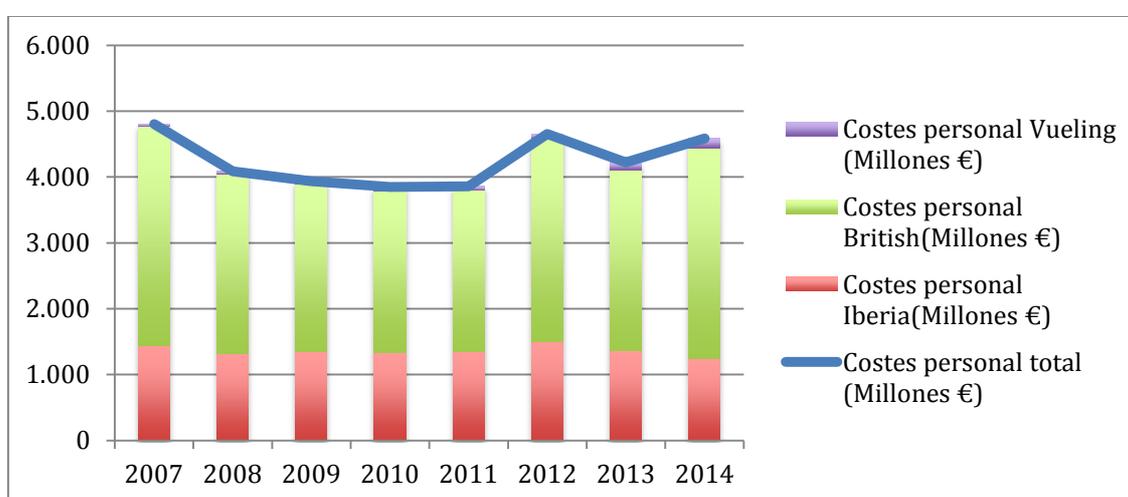
En conclusión el periodo 2007-2014 supone un incremento de los ingresos del grupo IAG, que ha experimentado un comportamiento especialmente positivo a partir de la fusión de IAG en 2010, la cual permitió revertir una tendencia decreciente de generación de ingresos. Como asignatura pendiente queda comenzar el periodo de expansión e incremento de ingresos de Iberia, única compañía del grupo IAG que ha sufrido un decrecimiento en sus ingresos en el periodo analizado tras reducir rutas y flota, lo que ha conllevado pérdida de actividad. A partir del ejercicio 2015 se espera una expansión con la reapertura de rutas suspendidas y la apertura de nuevas rutas, así como la entrega de nuevas aeronaves que incrementarán la flota, lo que permitirá experimentar un fuerte crecimiento de los ingresos en los próximos ejercicios.

V.II.II) Costes de personal

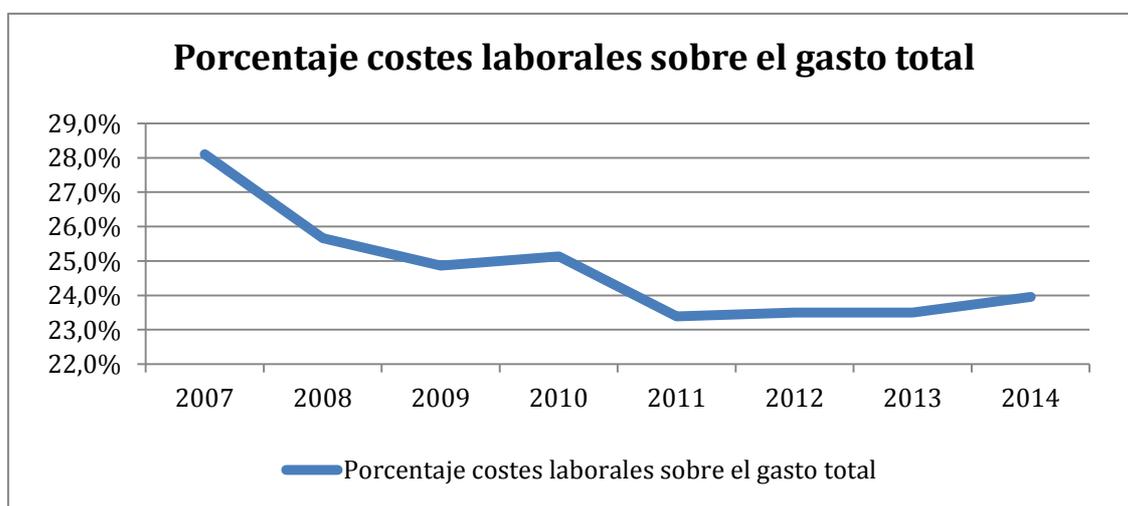
Los costes de personal son todos aquellos costes laborales relativos al pago de sueldos y salarios de los empleados así como de cargas sociales por parte del empleador a los empleados de la empresa. En el caso de IAG supone uno de los costes más significativos, resultando entre un 23% y un 28% de los gastos totales.

Costes de personal agregados:

Los costes laborales totales agregados de British Airways, Iberia y Vueling han sufrido en el periodo 2007-2014 un decremento del 4,6%, pasando de 4.804 millones de euros a 4.585 millones de euros, considerándose un ahorro importante al ser una de las partidas de gasto más elevadas en la cuenta de pérdidas y ganancias. Los costes de personal experimentan un decremento en el periodo 2007-2011, pasando de 4.804 millones en 2007 a 3.861 millones de euros en 2011, lo que supone un ahorro de 1.000 millones de euros. En 2012 se produce un fuerte incremento de los costes laborales hasta 4.653 millones de euros, llegando a marcar niveles cercanos al máximo de costes laborales registrado en 2007. En 2013 se experimenta un ligero decremento, bajando a 4.221 millones y por último se eleva a 4.585 millones de euros en 2014.



A pesar de incrementarse los costes laborales de nuevo en el periodo 2011-2014 el porcentaje que representan los costes laborales sobre el total de gastos sufre un decremento durante todo el periodo 2007-2014, pasando del 28% en 2007 al 24% en 2014, por lo que los costes laborales pierden peso en favor de otros costes. Especialmente relevante es el descenso entre el año 2007 y 2008 pasando del 28% al 25% y entre 2010 y 2011, año en que se produjo la fusión, bajando del 25% al 23%.



Costes laborales por compañía:

En cuanto al comportamiento individual de cada una de las compañías integrantes de IAG, Iberia ha experimentado un descenso de los costes laborales que en 2007 se situaban en 1.444 millones de euros, bajando en 2008 a 1.321 millones de euros y manteniéndose relativamente constantes hasta 2011. En 2012 sufrió un fuerte incremento, ascendiendo a los 1.494 millones de euros, principalmente debido a costes de reestructuración, consiguiendo tras esta reestructuración aprovechar las sinergias existentes con British Airways y Vueling para registrar dos descensos consecutivos en el importe de los costes laborales en los ejercicios 2013 y 2014, bajando los costes laborales a 1.358 millones de euros y 1.239 millones de euros, éste último, mínimo del periodo para Iberia.

Por su parte British Airways sufre un descenso de los costes laborales en el periodo 2007-2011 con cinco ejercicios de descensos consecutivos, pasando de 3.328 millones de euros en 2007 hasta los 2.451 millones de euros en 2011, lo que supone un descenso del 26,3%, con un ahorro entre un ejercicio y otro de un importe cercano a los 900 millones de euros. En el ejercicio 2012 los costes laborales sufrieron un incremento fuerte, llegando a los 3.085 millones de euros, descendiendo en 2013 hasta alcanzar los 2.753 millones de euros y volviendo a ascender en 2014 hasta los 3.204 millones, niveles muy similares a los registrados en 2007, por lo que no ha habido cambios significativos entre los niveles de costes de 2014 y 2007. Uno de los factores de estas bruscas fluctuaciones de costes es el tipo de cambio de cambio £/€, descendiendo los costes denominados en euros, moneda elegida para realizar el análisis comparativo en el periodo 2007-2009, cuando la libra se deprecia bruscamente, mientras ascienden los costes de 2011 en adelante, cuando la £ se aprecia.

Por último los costes de personal de Vueling experimentan un crecimiento fuerte y sostenido durante el periodo 2007-2014, pasando de 31 millones de euros en 2007 a 142 millones de euros en 2014, lo que supone un incremento del 348%. Este crecimiento se debe a que Vueling en este periodo está inmerso en una fase de expansión, incrementándose año a año la flota, los destinos, los pasajeros y las horas de vuelo, lo que hace necesario acometer una contratación de personal que incrementa los costes de

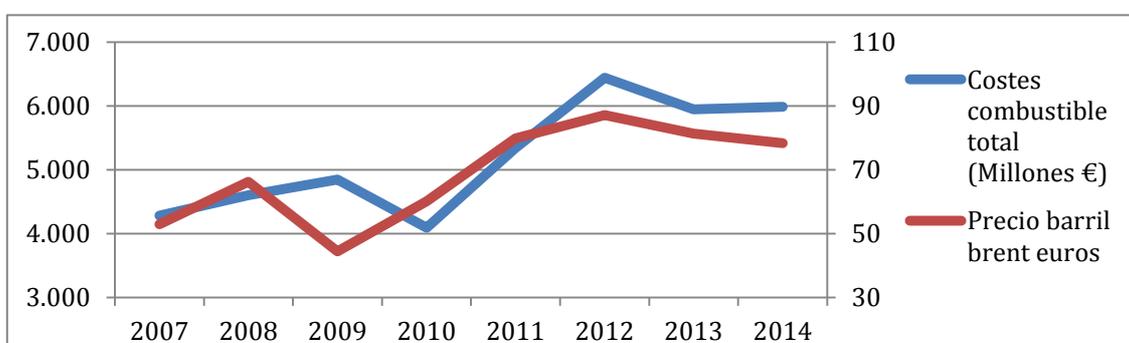
	Costes personal total (Millones €)	Costes personal Iberia (Millones €)	Costes personal British (Millones €)	Costes personal Vueling (Millones€)
2007	4.804	1.444	3.328	31
2008	4.084	1.321	2.728	35
2009	3.937	1.348	2.549	39
2010	3.848	1.332	2.458	58
2011	3.861	1.348	2.451	62
2012	4.653	1.494	3.085	74
2013	4.221	1.358	2.753	110
2014	4.585	1.239	3.204	142

personal absolutos, aunque no los costes de personal como porcentaje de los costes totales. Por lo tanto este aumento del coste de personal de Vueling no es preocupante, al ir acompañado de una fuerte expansión que provoca un aumento de la cuota de mercado y mejora la posición competitiva de la compañía, aunque debe ser vigilado de cerca.

En conclusión, a pesar del repunte de los costes laborales entre los años 2011 y 2014 se puede considerar que el periodo 2007 y 2014 ha sido positivo para el ahorro en costes laborales. El descenso en términos absolutos, así como el descenso de la importancia relativa de los costes de personal sobre los costes totales hace que se pueda afirmar la existencia de fuertes sinergias entre las compañías, consiguiendo mantener la importancia relativa de estos costes en el entorno del 23% tras la fusión cuando antes de la fusión no bajaban del 25%.

V.II.III) Costes de combustible: Comparativa con la fluctuación del precio del petróleo

A través del presente gráfico podemos observar que el gasto en combustible total es muy volátil, con un gran rango entre máximos y mínimos. En un periodo de tan sólo dos años se pueden observar gastos anuales de un mínimo de 4.091 millones de euros y un máximo de 6.441 millones de euros. Esta volatilidad en el gasto en combustible es causada por las fuertes fluctuaciones del precio del petróleo, variable que condiciona totalmente el gasto en combustible. El consumo de combustible fluctúa con efectos retardados con respecto a la variación del precio del petróleo.



En el gráfico podemos observar como en el año 2007 el gasto por consumo de combustible ascendía a 4.282 millones de euros, encontrándose el precio medio del barril de Brent denominado en euros en 53 euros y cuando el barril de Brent se encarece hasta los 66 euros el gasto en combustible comienza a subir ascendiendo a 4.603 millones de euros en 2008 y 4.847 en 2009. En 2009 se produce un descenso en el precio medio del barril de Brent hasta los 44 euros que repercute de forma retardada en un descenso de los gastos de combustible de 2010, registrándose el mínimo del periodo 2007-2014, con un gasto en combustible de 4.091 millones de euros. En 2009 tras registrar el precio medio mínimo del periodo comienza un incremento vertiginoso del precio medio del barril de Brent, ascendiendo a 60 euros en 2010, 80 euros en 2011, 87 euros en 2012, mientras el gasto total en combustible comienza a incrementarse en el periodo 2010-2011, pasando de

4.091 millones de euros a 5.342 millones de euros y continua su vertiginoso incremento junto con el del precio del barril de Brent, experimentando un incremento hasta los 6.441 millones de euros en 2012 y 6.441 millones de euros en 2013, marcando el máximo absoluto del periodo 2007-2014 en lo que a gastos de combustible se refiere. En el año 2013 se produce una tendencia de ligero decremento del precio del barril de Brent, disminuyendo desde los 87 euros de 2012 a 81 euros en 2013 y 78 euros en 2014. El gasto de combustible se ajusta a la baja de forma inmediata en este caso, disminuyendo los costes de combustible en 2013 a 5.945 millones de euros y estancándose con un ligerísimo incremento llegando hasta los 5.987 millones de euros en 2014.

En este caso no se han analizado los comportamientos experimentados por los gastos de consumo en combustible de Vueling, Iberia y British Airways por separado por mostrar comportamientos similares a los mostrados por el gasto en combustible global.

Como conclusión de este estudio del coste de combustible se puede afirmar la fuerte correlación entre el precio del barril de Brent y el consumo de combustible, mostrándose con claridad que es su principal *driver*, además del ahorro en combustible con la adquisición de aeronaves más eficientes. Por todo lo expuesto, al estar la oferta de petróleo muy concentrada y fijarse los precios en función de la oferta más que de la demanda las sinergias generadas por fusiones y adquisiciones en este tipo de costes son de escasa relevancia ya que por muy importante que sea la empresa fusionada no ganará poder de mercado suficiente como para influir decisivamente en un abaratamiento de sus costes de combustible.

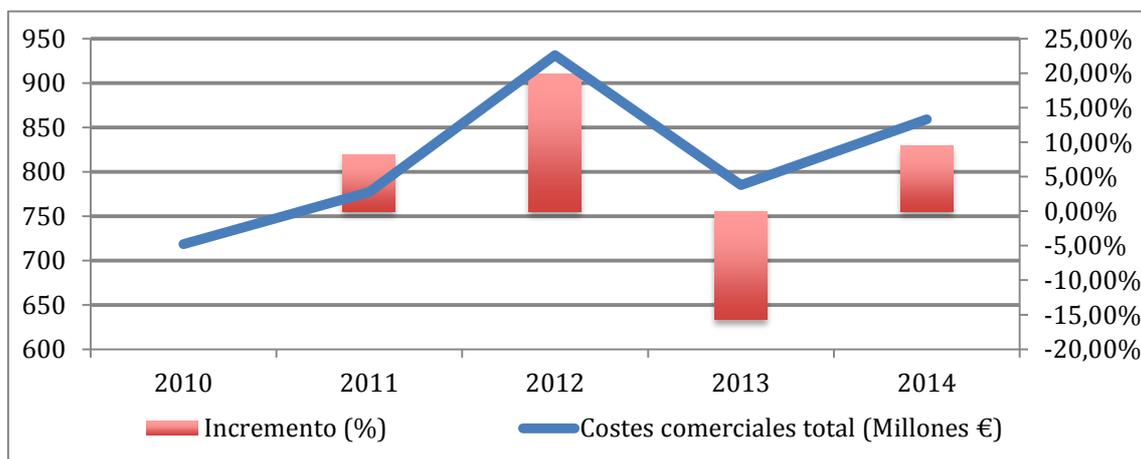
V.II.IV) Gastos comerciales

Los gastos comerciales son todos aquellos en los que incurre una empresa para realizar la venta de un bien o servicio. En el caso de IAG todos los gastos destinados a la venta de vuelos, por lo tanto se incluyen todos los gastos de marketing, publicidad, promoción del producto etc.

	Costes combustible total (Millones €)	Precio barril Brent euros
2007	4.282	53
2008	4.603	66
2009	4.847	44
2010	4.091	60
2011	5.342	80
2012	6.441	87
2013	5.945	81
2014	5.987	78

Los gastos comerciales en el periodo 2010-2014, posterior a la fusión British Airways-Iberia experimentan una evolución irregular y volátil con fuertes fluctuaciones interanuales, aunque con tendencia total creciente en el periodo. En el año 2010, tras la

fusión efectiva los gastos comerciales ascendieron a 718 millones de euros, suponiendo un 4,7% de los gastos totales, por lo que se puede destacar que no es uno de los gastos más significativos soportados por la aerolínea. En 2011 se experimentó un fuerte crecimiento del 8%, ascendiendo los costes comerciales hasta los 777 millones de euros, sufriendo un nuevo incremento del 20% en 2012, alcanzándose el coste comercial anual máximo de 931 millones de euros.



Este fuerte incremento de los costes comerciales es producto de la elaboración de una amplia campaña promocional de cara a realzar la imagen de marca de British Airways e Iberia. Estos incrementos en costes comerciales pretendían buscar el máximo aprovechamiento de las sinergias de ingresos, teniendo como objetivo la maximización de ingresos del grupo IAG tras la fusión. Están especialmente relacionados con una fuerte campaña de marketing realizada en la compañía Iberia, consistente en realizar un estudio exhaustivo de la percepción de marca junto con Interbrand, empresa especializada en marketing, a raíz del cual se decidió cambiar el logo corporativo y la imagen de la marca con el objetivo de revertir una situación de retroceso en ingresos que estaba sufriendo la compañía en los últimos ejercicios, tratando de mejorar la reputación de marca y de reposicionarse, transmitiendo la imagen de una compañía aérea moderna, competitiva y líder del sector a través de un nuevo logo, imagen corporativa, web y campaña publicitaria.

El estudio realizado por Interbrand precisamente reflejaba que los potenciales clientes antes del reposicionamiento tenían una percepción de Iberia como una marca en decadencia, con escasa calidad precio, altos índices de pérdida de equipaje etc,

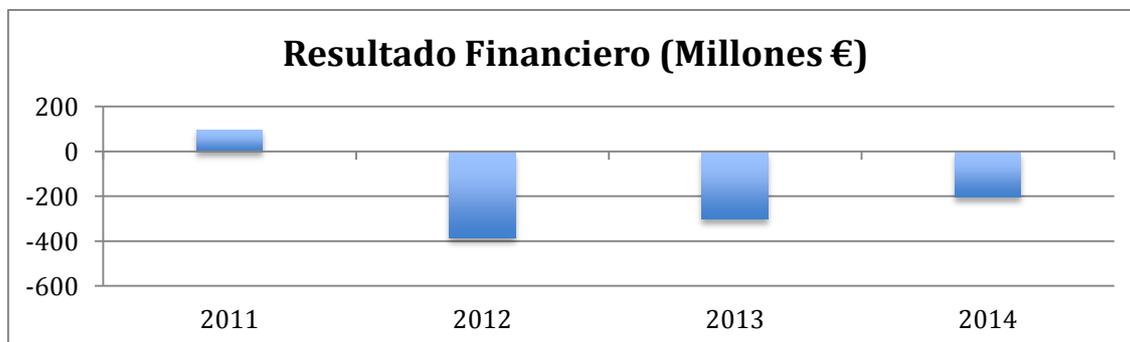
	Costes comerciales total (Millones €)	Incremento (%)
2010	718	
2011	777	8%
2012	931	20%
2013	785	-16%
2014	859	9%

percepciones en muchos casos que no se correspondían con la realidad y que era necesario cambiar con una fuerte campaña de marketing, el cambio de logo e imagen de marca de cara a acometer una expansión e incrementar la facturación. Tras esta campaña los gastos comerciales descendieron un 16% en 2013 hasta los 785 millones de euros para volver a aumentar en 2014 un 4% hasta los 875 millones de euros.

En conclusión, los incrementos en los gastos comerciales han provocado un sólido aumento de los ingresos del grupo, en especial los de British Airways y Vueling, mientras que los de Iberia han decrecido en el periodo, mostrando un primer incremento en el ejercicio 2014, que se estima haya dado comienzo al inicio a una tendencia expansiva en el incremento de ingresos. Por otro lado si bien es cierto que se ha producido un aumento del gasto comercial como consecuencia de una fuerte campaña de reestructuración de marca, el porcentaje de gasto comercial sobre el gasto total se ha mantenido, descendiendo ligeramente en el periodo 2010-2014 ya que en 2010 el gasto comercial sobre el gasto total suponía el 4,7%, descendiendo al 4,5% en 2014.

V.II.V) Gastos financieros

Los gastos financieros son aquellos que derivan de los intereses generados por la deuda. El resultado financiero de cada ejercicio se calcula por la resta de los ingresos financieros generados por la inversión menos los gastos financieros.

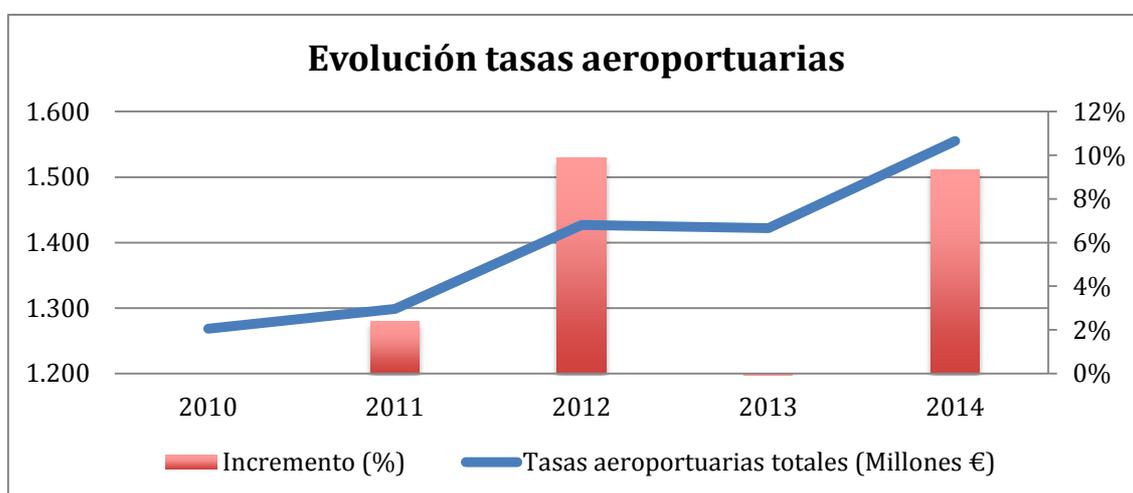


En 2011 el resultado financiero fue positivo, ascendiendo a 98 millones de euros, tras la obtención de ingresos extraordinarios. En 2012 el resultado financiero arrojó una cifra negativa de 384 millones por lo que los gastos financieros superaron ampliamente los ingresos financieros, al desaparecer los ingresos financieros extraordinarios del año anterior. En este año se registra el record del resultado financiero más negativo del periodo 2011-2014. En 2013 y 2014 se produjo una drástica reducción del resultado financiero negativo, registrándose resultados negativos de 300 millones de euros y 201 millones de euros respectivamente. Esta reducción importante a pesar de haber aumentado la deuda neta en el periodo 2011-2014 puede ser explicada por la existencia de sinergias financieras, que tras la fusión, que permitieron a IAG reducir su coste de capital, obteniendo mayor cantidad de recursos a la vez que redujo el coste unitario.

En conclusión si no tenemos en cuenta los ingresos financieros extraordinarios podemos considerar el periodo como positivo, especialmente desde 2012, cuando el resultado financiero es menor, aumentando desde -384 millones de euros en 2012 a -201 millones en 2014, lo que supone un fuerte ahorro en gastos financieros netos repercutiendo en un aumento del resultado financiero de un 47% entre 2012 y 2014, mostrando las sinergias financieras existentes entre British Airways, Iberia y Vueling que permitieron reducir el coste de capital drásticamente.

V.II.VI) Tasas aeroportuarias

Las tasas aeroportuarias son tarifas pagadas por las compañías aéreas con el objetivo de poder acceder a la utilización de las infraestructuras aeroportuarias tales como la uso de las pistas por aeronaves y la prestación de los servicios precisos para dicha utilización, distintos de la asistencia en tierra a aeronaves, pasajeros y mercancías.



Las tasas aeroportuarias han sufrido un incremento del 22% en el periodo 2010-2014, tras la fusión entre British Airways e Iberia, como consecuencia del aumento de las tarifas por parte de los operadores que fijan estas tasas, lo cual puede ser de una especial relevancia si tenemos en cuenta que supone alrededor del 10% de todos los costes del grupo IAG.

	Tasas aeroportuarias totales (Millones €)	Incremento (%)
2010	1.268	
2011	1.299	2%
2012	1.427	10%
2013	1.422	0%
2014	1.555	9%

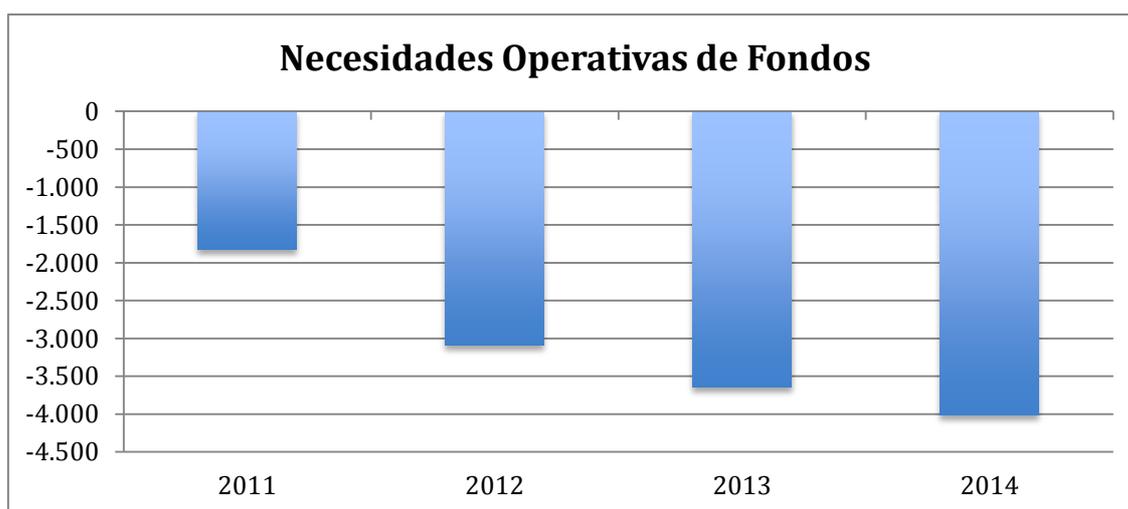
En 2010 los costes por tasas aeroportuarias se situaban en 1.268 millones de euros, sufriendo un ligero incremento del 2% en 2011 hasta llegar a los 1.299 millones de euros. En 2012 los costes por tasas aeroportuarias experimentaron un espectacular incremento

del 10%, superando los 1.400 millones de euros, en 2013 los costes quedaron estancados, reduciéndose de forma poco significativa hasta los 1.422 millones de euros, experimentando un fuerte crecimiento del 9% de nuevo en 2014, logrando el dato máximo de coste en tasas aeroportuarias del periodo analizado, ascendiendo hasta los 1.555 millones de euros.

Por lo tanto se puede señalar que ha sido un periodo negativo para los intereses de la compañía IAG, con un fuerte incremento de los costes por tasas aeroportuarias. Al igual que los costes por combustible los costes por tasas son difícilmente reducibles o evitables ya que son fijados unilateralmente por los operadores que gestionan las infraestructuras aeroportuarias. La única solución razonable para reducir este coste y generar valor sería optar por aterrizar en aeropuertos secundarios que tengan tarifas más bajas, con las que se pueda reducir significativamente los costes por tasas sin repercutir negativamente en la generación de ingresos. Por lo tanto los costes por tasas aeroportuarias no se reducen tras una operación de M&A ya que no existen sinergias significativas que permitan generar valor en este aspecto.

V.II.VII) Necesidades Operativas Fondos

El *Operating working capital* o necesidades operativas de fondos puede ser definido como las necesidades de capital que tiene un negocio para poder operar habitualmente. Se calcula como la suma de inventarios más clientes y deudores comerciales, más la caja operativa menos acreedores comerciales. Si el *operating working capital* resulta positivo se necesitará financiación extra para dotar estas partidas, mientras que si el *operating working capital* es negativo se tendrá financiación extra por encima de la necesaria.



En el caso de IAG obtiene un *operating working capital* negativo en todos los ejercicios del periodo 2011-2014, incrementándose la negatividad de éste año a año. Este indicador es favorable para IAG ya que refleja que no necesita capital extra para financiar sus necesidades operativas al ser todos los años el importe de acreedores comerciales

superior a la suma de deudores comerciales, inventarios, caja operativa y deudores comerciales, por lo que los acreedores comerciales, ya sean proveedores pendientes de cobro o anticipos de clientes que esperan recibir un servicio futuro, están financiando las necesidades operativas de IAG por encima de sus requerimientos. La fusión entre Iberia y British Airways en 2010 y la posterior incorporación de Vueling al grupo IAG generaron en lo que a las NOF se refiere fuertes sinergias al pasar de un importe negativo de -1825 millones de euros en 2011 a un importe negativo de -4010 millones de euros lo que genera un cash-flow extra de 2185 millones que quedan libres, como un exceso de financiación extra por parte de los acreedores, lo que redundará en una generación de valor para el accionista.

En conclusión el periodo 2011-2014 ha sido positivo para la generación de valor al tener las NOF un incremento negativo, lo que significa que los acreedores comerciales están financiando las necesidades operativas por encima de los requerimientos necesarios. Las NOF ya eran negativas en 2011, ascendiendo -1825 millones de euros, incrementándose a -4010 millones de euros en 2014, lo que significa que existen 2185 millones de financiación comercial extra que generan valor para el accionista, parte de los cuales son directamente imputables a las sinergias existentes tras la fusión

V.II.VIII) Análisis de ratios

Ratios de Rentabilidad

El ROE y el ROA son ratios que reflejan la rentabilidad obtenida por la empresa al medir los beneficios generados por unidad de recursos, en el ROE por unidad de recursos propios y en el ROA por unidad de activo.

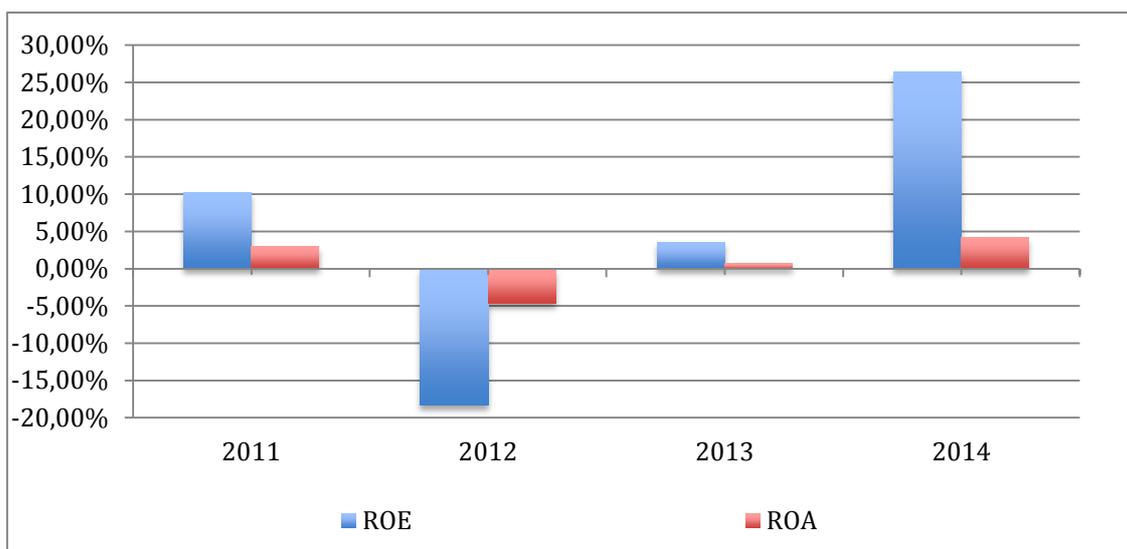
Return on Equity (ROE):

El ROE en 2011 muestra un resultado muy positivo que asciende al 10%, especialmente debido a un fuerte incremento de los beneficios, creciendo estos desde los 100 millones de euros hasta los 555 millones de euros y reduciéndose el *equity* hasta los 5.892 millones de euros. En 2012 el ROE sufre una drástica reducción bajando a -18,26%, tras pasar de 555 millones de beneficios a 923 millones de pérdidas y descender ligeramente el *equity*. En 2013 se retorna a niveles de ROE positivos tras obtener unos beneficios de 151 millones y reducirse el patrimonio neto a 4.216 millones de euros.

Por último el año 2014 se produce un fuerte incremento del ROE, marcando un record del periodo con un ROE del 26,44%. Este fuerte incremento viene comandado por un fuerte aumento de los beneficios que crecen un 564% hasta los 1.003 millones de euros así, como

	2011	2012	2013	2014
ROE	10,24%	-18,26%	3,58%	26,44%
ROA	2,95%	-4,65%	0,73%	4,24%

por una nueva reducción de *equity* hasta los 3.793 millones de euros. La disminución del *equity* y el incremento del nivel deuda es un indicador del aumento en el apalancamiento financiero que ha experimentado la empresa IAG en el periodo 2011-2014. El aumento del apalancamiento financiero es driver de la obtención de unos rangos de rentabilidad más amplios, con rentabilidades negativas más elevadas en caso de pérdidas y con niveles de rentabilidad más altos en caso de beneficios que si existiera un menor nivel de apalancamiento.



Tras dos años consecutivos de beneficios y tres años de beneficios en los últimos cuatro, la tendencia es a que el beneficio se consolide y siga creciendo por lo que el aumento del apalancamiento financiero hará que las rentabilidades obtenidas sean mayores.

Return on Assets (ROA):

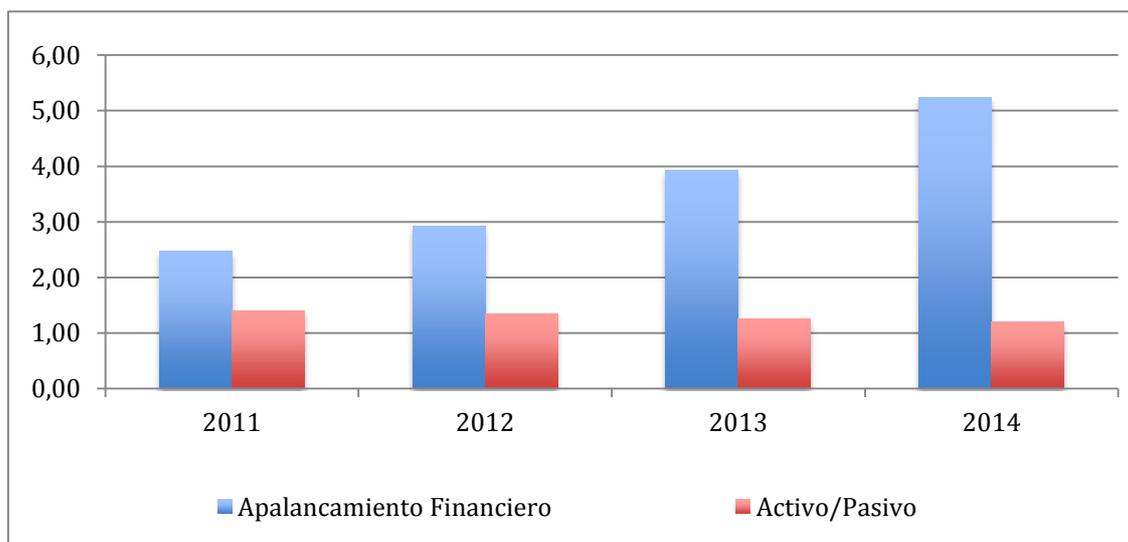
En el caso del ROA IAG obtiene un indicador del 2,95% tras el aumento de beneficios y una disminución de activos hasta los 19.837 millones de euros. En 2012 el ROA obtenido es negativo, tras registrar pérdidas, quedándose estancado el nivel de activos totales. En 2013 el ROA recupera el signo positivo tras la obtención de beneficios por un importe de 151 millones de euros y un aumento de los activos totales hasta los 20.777 millones de euros, lo que atenúa el incremento, obteniéndose tan sólo un ROA de 0,73%. En 2014 se obtiene el ROA más elevado del periodo 2011-2014 con un 4,65%, tras incrementarse fuertemente los beneficios en un 564%, muy por encima del incremento experimentado por los activos, que también mostraron también un sólido aumento del 13%.

En conclusión se puede calificar el periodo 2011-2014 como positivo para IAG, ya que tras la fusión ha experimentado un fuerte crecimiento en los índices de rentabilidad generada Sin embargo ha existido cierta irregularidad, al haberse obtenido rentabilidades negativas en 2012, pero se puede observar un claro aumento en los índices de rentabilidad tanto en

niveles de ROA como de ROE, multiplicándose por 2,58 el ROE y por 1,44 el ROA en el periodo 2011-2014.

Ratios de Solvencia-Apalancamiento

En el periodo 2011-2014 se puede observar un fuerte incremento año a año del nivel de apalancamiento financiero, midiendo éste como el nivel de deuda dividido entre el nivel de *equity*. El apalancamiento financiero aumenta todos los ejercicios y va creciendo aceleradamente. En 2011 el nivel de apalancamiento se situaba en 2,47 lo que supone niveles de *equity* del 28% sobre el total de recursos, siendo el 72% restante deuda.



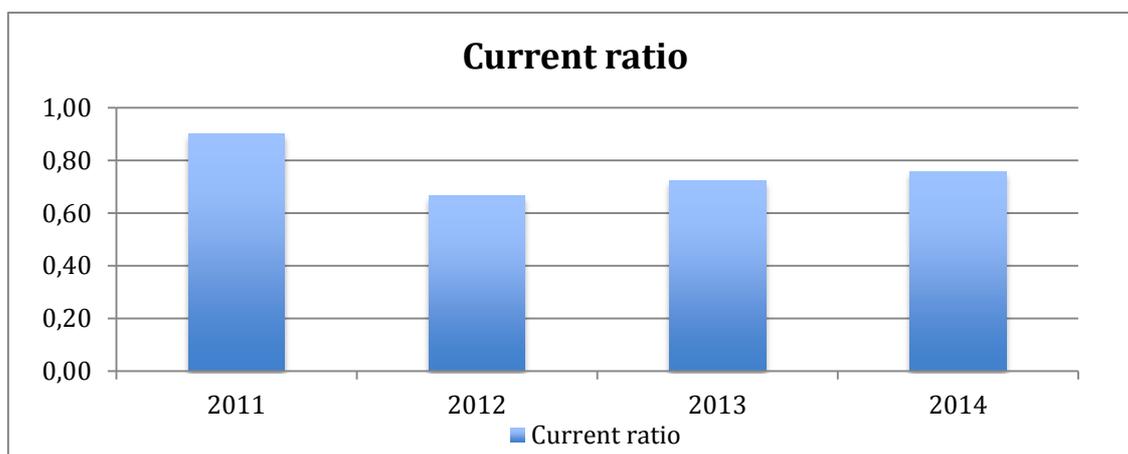
En 2012 crece a 2,92, en 2013 experimenta un fuerte incremento hasta alcanzar un apalancamiento de 3,93 y en 2014 sufre otro fuerte incremento hasta alcanzar niveles de 5,24, lo que supone un nivel de *equity* de tan sólo el 16%, con un 84% de deuda, reduciéndose el *equity* a prácticamente la mitad de porcentaje en el periodo. Este vertiginoso aumento es debido tanto a una disminución del *equity*, que se ha ido reduciendo año a año, pasando de 5.686 millones de euros en 2011 a 3.793 millones de euros en 2014 como al fuerte aumento de la deuda, que a través de incrementos sostenidos creció de 14.067 millones de euros en 2011 hasta 19.859 millones de euros en 2014. Por su parte el ratio activo/pasivo disminuye en el periodo al haberse incrementado el tamaño del balance con cargo a deuda pasando de 1,40 en 2011 a 1,19 en 2014.

Como conclusión IAG en el periodo 2011-2014 experimenta un fuerte incremento de su endeudamiento, aumentando tanto el apalancamiento financiero como el ratio activo/pasivo, tras incrementarse los niveles de deuda y reducirse los niveles de *equity*. Este aumento del endeudamiento actúa como palanca del incremento de las rentabilidades, tras producirse dos ejercicios consecutivos de beneficios, lo que resulta ventajoso. Sin embargo el aumento del apalancamiento está asociado con un aumento del

riesgo financiero, así como del riesgo de obtener rentabilidades negativas muy superiores en caso de generarse pérdidas.

Ratios de Liquidez

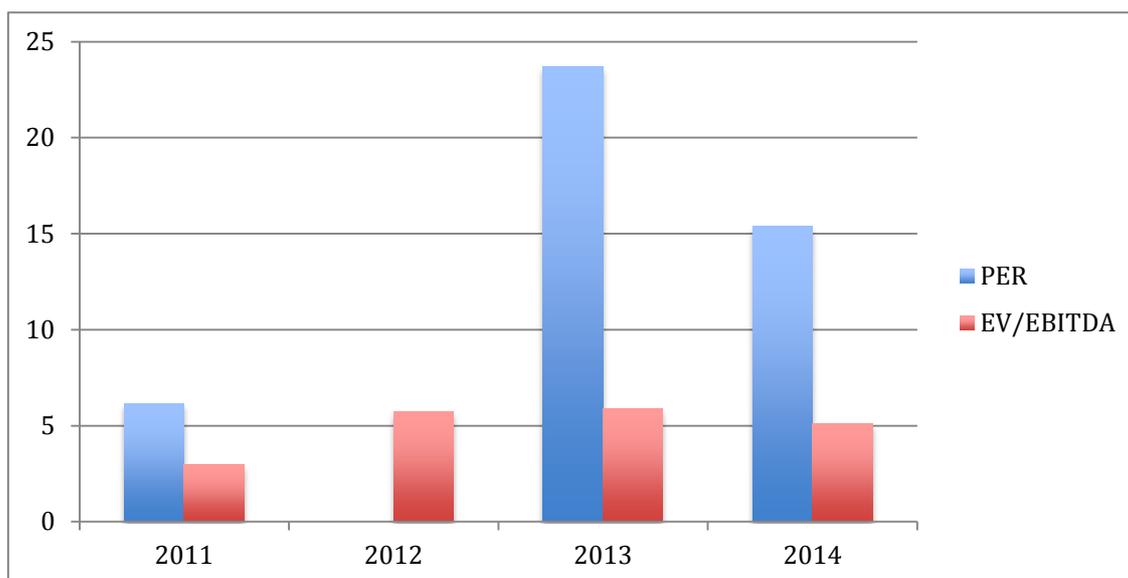
Current ratio:



El análisis de liquidez del grupo IAG muestra conclusiones preocupantes al contar IAG en todo el periodo con unos niveles de activo corriente menores que de pasivo corriente. Además la situación se ha ido deteriorando con el paso del tiempo. En 2011, cuando IAG obtiene su mejor resultado de liquidez, el *current ratio*, obtenido por la división de activo corriente entre pasivo corriente, ascendió a 0,90, no cubriendo los activos corrientes las obligaciones a corto plazo. En 2012 se dañó aún más la situación, al reducirse el *current ratio* hasta niveles de 0,66. En 2012 y 2013 se ha experimentado una ligera recuperación, obteniendo resultados de 0,72 y 0,76, aún lejos sin embargo de niveles superiores al 1,2 deseable para evitar riesgos relacionados con liquidez. Por lo tanto la liquidez es un aspecto relevante para la compañía que debe resolver en los próximos ejercicios si no quiere verse abocada a situaciones de suspensión de pagos, generando más cash-flow en los próximos años con el objetivo de aumentar los activos corrientes y situarlos por encima de los pasivos corrientes.

En conclusión se debe destacar la delicada situación de liquidez que experimenta IAG en el periodo 2011-2014. Es un periodo especialmente negativo ya que se obtienen *current ratios* por debajo de 1 en todos los años del periodo, produciéndose además un deterioro de la situación entre 2011 y 2014, con un decremento del *current ratio* de 0,90 a 0,76. Por el contrario y tras un fuerte descenso en 2012 se han producido en 2013 y 2014 dos incrementos interanuales consecutivos, que aunque moderados, marcan una tendencia al incremento de los ratios de liquidez en los próximos años.

Ratios de Valoración



Ratio Price to earnings (PER):

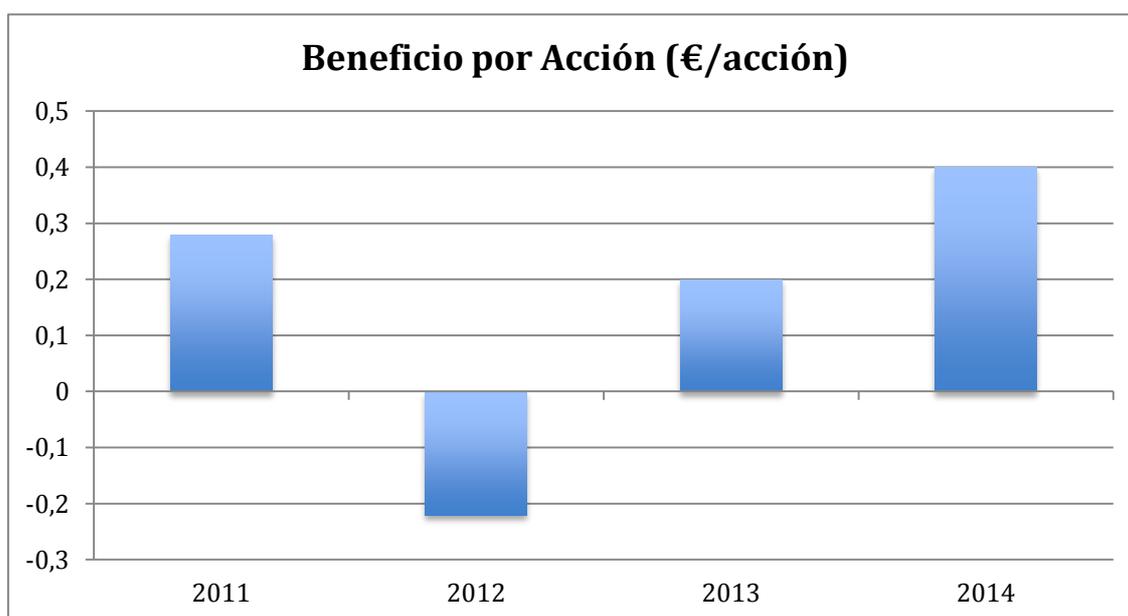
El ratio PER o *price to earnings* muestra la relación entre el valor de mercado de una empresa y los beneficios. El ratio PER se incrementa en el periodo 2011-2014, lo que muestra que el precio aumenta al esperar los inversores que los beneficios crezcan en periodos futuros. En 2011 el PER fue de 6,17, en 2012 bajo a 0, al ser los beneficios negativos. En 2013 se incrementó fuertemente el PER hasta 23,72, al crecer el precio de forma consistente por existir expectativas de un sólido incremento de los beneficios del 2014, 2015 y 2016. En 2014 los beneficios se incrementaron a 1.003 millones de euros desde los 151 millones de euros obtenidos en 2013. Esto provocó un desplome del ratio PER hasta 15,4 por existir expectativas de incremento de beneficios para los próximos años inferiores a los esperados el año anterior. Las empresas que tienen un mayor ratio PER son aquellas que tienen unas perspectivas de mayor crecimiento de beneficios y por ello se pagan por ellas más veces el beneficio generado.

Ratio EV/EBITDA:

Por otra parte el ratio EV/EBITDA muestra la relación entre el valor de la empresa calculado como valor de mercado más deuda neta y el EBITDA que resulta ser los ingresos antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización. El ratio muestra un comportamiento parecido al del ratio PER, creciendo en el periodo 2011-2014, lo que refleja que las perspectivas de crecimiento de EBITDA en periodo indican un fuerte incremento, estando dispuestos los inversores a pagar 2,99 veces EBITDA en 2011, mientras que en los ejercicios siguientes se experimenta un fuerte crecimiento, estando dispuestos a pagar 5,75, 5,89 y 5,05 veces EBITDA respectivamente en los ejercicios 2012, 2013, y 2014.

Ratio Beneficio por acción (BPA):

El ratio BPA se calcula por la división del beneficio total por el número total de acciones, con el objetivo de obtener una sensibilidad de la rentabilidad por acción. En 2011 el BPA se situaba en 0,28 €/acción, en 2012 sufrió un acusado descenso hasta los -0,22 €/acción por la drástica reducción de beneficios desde 555 millones de euros de beneficios, hasta los -929 millones de euros de pérdidas. En 2013 se recuperó un BPA positivo con niveles de beneficio por acción de 0,2€. En 2014 tras la fuerte recuperación de beneficios hasta los 1.003 millones de euros se produjo un fuerte crecimiento del BPA, duplicándose hasta llegar a 0,4 €/acción.



En conclusión se puede destacar el periodo 2011-2014 como positivo para la creación de valor para el accionista, experimentando un incremento del BPA entre 2011 y 2014 del 42%, lo que demuestra que tras la fusión se ha creado valor para el accionista tras aprovechar las sinergias existentes entre las compañías del grupo IAG. Además las previsiones muestran la continuación de un buen comportamiento de los beneficios de IAG que se continuarán incrementando de forma sólida en los próximos ejercicios, lo que provocará nuevos aumentos en el BPA y por lo tanto mayor creación de valor para el accionista.

VI.III) Modelo de valoración

Una vez constatada la existencia de sinergias operativas y financieras a través del análisis de la evolución de los diferentes indicadores operativos y financieros el objetivo es cuantificar el valor real generado por la fusión. Para ello se utilizará un modelo de valoración por descuento de flujos de caja.

La metodología consiste en extraer la información financiera de las cuentas anuales de IAG partida a partida en el periodo 2010-2014, estimándose los ejercicios de 2015 y 2016 conforme a las tendencias de los años anteriores. En el periodo 2010-2012 el cash-flow de IAG está compuesto por el cash-flow de Iberia y de British Airways, mientras que en el periodo 2013-2016 el cash-flow de IAG está compuesto por el cash-flow de British Airways, Iberia y Vueling. Por otro lado se estimarán los cash-flow de British Airways e Iberia en el periodo 2010-2016 y los cash-flow de Vueling en el periodo 2013-2016 bajo la hipótesis de que no se hubiesen fusionado. Estos cash-flow estimados se agregarán, calculando un cash-flow agregado. Una vez realizado este cálculo y por diferencia entre los cash-flow de IAG y el cash-flow agregado se calcularán los cash-flow diferenciales. Para calcular estos cash-flow diferenciales primero se calcularán los EBIT diferenciales. A este EBIT se le sustrae el 30% de tasa impositiva y se le añade la amortización y depreciación diferencial para calcular los cash-flow diferenciales operativos. A éstos se le añaden o sustraen el incremento anual de las NOF diferenciales y el capex diferencial entre la hipótesis de no fusión y la fusión.

Una vez calculados los cash-flow diferenciales del periodo 2010-2016 se descuentan mediante la herramienta WACC. $WACC = K_e * \%E + K_d * \%D$, siendo K_e el coste del *equity*, K_d el coste de la deuda, siendo $\%E$ el porcentaje de recursos financieros que corresponde a *equity* de IAG y $\%D$ el porcentaje de recursos financieros que corresponden a deuda financiera. El K_d será calculado dividiendo los intereses anuales medios de los ejercicios 2008-2010 entre la deuda media de los ejercicios 2008-2010. Por su parte el K_e es calculado mediante el modelo CAPM que tiene la siguiente expresión $K_e = R_f + (R_m - R_f) * \beta$, siendo R_f la rentabilidad del activo libre de riesgo, R_m la rentabilidad del mercado y β la beta que es una medida del riesgo sistémico. Como rentabilidad del activo libre de riesgo se ha tomado la rentabilidad del bono alemán a 10 años en 0,69%, como rentabilidad del mercado el 9% y como beta desapalancada el 0,59, beta del sector de transporte aéreo, tomada del estudio de betas por sector (Aswath Damodaran 2015). La beta apalancada de IAG, una vez modificada para su nivel deuda resulta ser 1,54, obteniendo un K_e de 13,44% y un k_d de 0,69%, con un WACC de 6,72%. Los resultados de la valoración, tras descontar los cash-flow diferenciales arrojan una valoración del valor incremental aportado por la fusión de 1.660 millones de euros, quedando probada por tanto la existencia de sólidas sinergias que han sido utilizadas para generar valor para el accionista.

VI.IV) Conclusiones

En conclusión al igual que se afirmó en el apartado de indicadores operativos, el análisis de indicadores financieros arroja resultados muy positivos, generándose fuertes sinergias operativas y financieras. En cuanto a las sinergias operativas han permitido revertir una situación negativa en la tendencia de generación de ingresos agregados que fue negativa en el periodo 2007-2009, con tres ejercicios consecutivos de declive, mientras que a raíz de la fusión los ingresos agregados del grupo comenzaron una tendencia expansiva, alcanzando su máximo en 2014. En cuanto a los costes se han generado sinergias

especialmente relevantes en los costes de personal que han disminuido tanto en términos absolutos como en relativos, con respecto al total del gasto en el periodo 2007-2014, los gastos financieros, que se han visto reducidos notablemente constatando la existencia de sinergias financieras que reducen el costo de capital. Además el comportamiento de las NOF a raíz de la fusión ha sido especialmente relevante, éstas ya eran menores que cero en 2011, lo que es un indicador positivo, gozando de financiación comercial extra, pero en el periodo 2011 han incrementado su negatividad notablemente, gozando de financiación comercial extra que supone uno de los principales elementos generadores de valor. Por su parte los costes de combustible y tasas aeroportuarias no presentan especiales efectos sinérgicos. En cuanto a los ratios muestran un claro aumento de la rentabilidad para el accionista en el periodo, con incrementos del ROE, ROA y BPA. IAG incrementa su apalancamiento en busca de incrementos importantes de su rentabilidad. Por otro lado se muestra un problema de liquidez a lo largo de todo el periodo 2011-2014, obteniéndose current ratio menor a uno. Por último el incremento de los ratios de valoración PER EV/EBIDTA muestra las expectativas de fuertes incrementos de beneficios y EBITDTA en los próximos años. Todo lo aquí analizado muestra un balance positivo del periodo posterior a la fusión, constatándose la generación de valor que ha podido ser constatada mediante un modelo de valoración por descuentos de flujo de caja.

VII) Conclusiones

Después de la elaboración del presente trabajo se ha podido comprobar la importancia de las sinergias como fuente generadora de valor, generando ahorro en costes, incrementos de ingresos y reducciones en el coste de capital. Las sinergias se constituyen como el principal motivo válido para realizar operaciones de M&A. Tras un primer estudio teórico se han aplicado los conceptos analizados a verificar la existencia de éstas sinergias en la operación de fusión de British Airways e Iberia, a través de la cual se creó el grupo IAG en marzo de 2010.

Los resultados del estudio han sido satisfactorios, comprobándose la generación de valor tras la fusión. En lo relativo a los indicadores operativos ha habido un claro punto de inflexión en el 2010, tras la fusión. En el periodo anterior a la creación de IAG los indicadores operativos seguían una tendencia descendente, llegando a registrar mínimos de pasajeros transportados, flota y horas de vuelo en 2009, revertiéndose la misma a partir de 2010, consiguiendo una fuerte expansión hasta el 2014, año en que se registraron niveles máximos en los anteriores indicadores operativos. La fusión tras una inicial reestructuración permitió aprovechar las sinergias para comenzar una fase de crecimiento, lo que se ve muy reflejado en los indicadores financieros también. Los indicadores financieros muestran al mismo tiempo una evolución muy favorable, con incrementos de ingresos y ahorro en costes a partir de 2010, cortando de raíz un decrecimiento importante de los ingresos que la compañía venía sufriendo en el periodo 2007-2009. Se han mejorado los índices de rentabilidad de la compañía tras la fusión, obteniendo un ROE del 26,44%, existiendo expectativas de la continuación de una

tendencia alcista en beneficios y un crecimiento de las rentabilidades futuras. Todo ello genera un valor intrínseco para el accionista que ha podido ser constatado y cuantificado mediante el modelo de descuento de flujos de caja que refleja una estimación de que la fusión generará un valor incremental de 1660 millones de euros del 2010 en adelante.

A pesar de haberse mejorado los índices de rentabilidad y haberse creado un valor real para el accionista se deben reseñar también los aspectos menos positivos de la fusión y los cuales deben corregirse si se desea continuar con las tasas de crecimiento en rentabilidad del ejercicio 2014. Uno de los aspectos más negativos es el mal comportamiento de Iberia, que tras una fuerte reestructuración no ha registrado beneficios hasta 2014, por primera vez en los últimos cuatro ejercicios, habiendo sufrido en el periodo 2007-2014 un fuerte retroceso tanto en sus indicadores operativos como en sus indicadores financieros. Por lo tanto el incremento de las rentabilidades en los ejercicios futuros debe venir acompañado de una recuperación y una fase de expansión de Iberia, en busca del terreno perdido en estos últimos siete años, así como de una consolidación de British Airways y la continuación de una estrategia de fuerte expansión de Vueling. Por lo tanto se debe afirmar la fuerte creación de valor tras la fusión hasta el 2014 pero se puede conseguir una generación de valor extra en ejercicios futuros si se consolida definitivamente la rentabilidad de Iberia.

VIII) Futuras líneas de investigación

Desde 2013 cuando se produjo la incorporación de Vueling, no se han producido nuevas operaciones de M&A en el seno de IAG. Sin embargo han existido negociaciones para la adquisición de Aer Lingus, aerolínea Irlandesa las cuales han frugado en la presentación de una oferta por parte de IAG a los accionistas de Aer Lingus. La oferta supone en caso de aceptación un desembolso de 2,55 euros por cada acción, con un dividendo adicional por acción 0,05 euros. Esto arrojaría una valoración de 1400 millones de euros habiendo sido la operación recomendada por el consejo de administración de Aer Lingus. La creación de IAG con un nombre impersonal en el que se daba más protagonismo a las marcas que al propio grupo ya fue concebido con la objetivo de poder realizar expansiones del grupo mediante operaciones de fusión o adquisición futuras que permitieran incorporar nuevas compañías a IAG sin necesidad de cambiar la denominación corporativa o la organización interna, tal y como si ocurriría en otras fusiones como KLM-Air France en las que no tomaron un nombre impersonal y sin embargo optaron por reflejar la identidad corporativa de los integrantes del grupo. Con la consecución de esta oferta se abre la puerta a nuevas investigaciones que se enfoquen en el estudio de sinergias que tiene Aer Lingus con IAG, valorar y cuantificar que valor generaría para el grupo y si es una decisión estratégica acertada la adquisición de la compañía en estos momentos y al precio ofertado.

Bibliografía

Patrick A. Gaughan Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings Fourth Edition, Chapter 4 Merger Strategy Wiley

Brealey Myers Allen Principios de Finanzas Corporativas Ocatava Edición Capitulo 32 Fusiones, McGraw-Hill

Ross Westerfield Jordan Fundamentos de Finanzas Corporativas Novena Edición, Capitulo 26 Fusiones y Adquisiciones Mc Graw Hill

N. Gregory Mankiw, Principios de Economía

“IAG website, Portal de Relaciones con Inversores y Accionistas, Información Económica y Financiera, Informes anuales IAG 2011,2012,2013, BA Informes anuales 2008,2009,2010, Iberia Informes anuales 2008,2009,2010”

<http://www.es.iairgroup.com/phoenix.zhtml?c=240950&p=irol-irhome>

“Estudio betas por sectores, Aswath Damodaran,2015”

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

Glosario técnico

Adquisición:

Absorción de una compañía por otra, abonando el precio mediante acciones de la compañía absorbente o en efectivo

Beta:

Medida del riesgo sistémico derivada del modelo CAPM

Cash-Flow:

Los flujos de caja son con el efectivo que la empresa ha generado en un ejercicio

CAPM:

Modelo financiero que computa la tasa de retorno en función de la tasa libre de riesgo, la prima de mercado y la beta.

Diversificación:

Fusión o adquisición de compañías o activos diferentes de las líneas de negocio principales de la empresa.

Economías de escala:

Reducción de los costes medios de una compañía al aumentar el nivel de producción

Fusión:

Unión de dos o más compañías con el objetivo de formar una nueva. A los accionistas de las antiguas empresas se les entregan acciones de la nueva.

Fusión horizontal:

Fusión de dos compañías competidoras directas en un mismo mercado

Fusión vertical:

Fusión de dos compañías que operan en diferentes niveles de la cadena de producción

Ke:

Coste de los recursos propios derivado del CAPM

Kd:

Coste de la deuda derivado del CAPM

Operaciones de M&A:

Operaciones de Fusión y adquisición

Poder de mercado: Habilidad de una empresa para mantener e incrementar los precios por encima de la competencia

VAN:

El valor añadido neto es un criterio de valoración consistente en descontar los flujos de caja mediante la tasa de retorno requerida.

Sinergia:

Combinación de negocios en el que la nueva entidad tiene más valor que la suma de las dos entidades independientemente.

WACC: Coste medio ponderado de capital. Es una herramienta para calcular la tasa de retorno requerida.

Anexos

Escenario Fusión							
	Total 2010 (Millones €)	Total 2011 (Millones €)	Total 2012 (Millones €)	Total 2013 (Millones €)	Total 2014 (Millones €)	Total 2015 (Millones €)	Total 2016 (Millones €)
Millones de euros	IAG						
Ingresos de pasaje	12.322	13.496	15.372	16.158	17.825		
Ingresos de carga	1.096	1.176	1.217	1.073	992		
Otros ingresos	1.380	1.431	1.528	1.338	1.353		
Total ingresos	14.798	16.103	18.117	18.569	20.170	20372	20575
Gastos de personal	-3.790	-3.799	-4.579	-4.221	-4.585	-4631	-4677
Gastos de combustible y derechos de emisión	-3.907	-5.088	-6.101	-5.945	-5.987	-5688	-5403
Gastos de handling, catering y otros	-1.512	-1.522	-1.805	-1.932	-2.063	-2084	-2104
Tasas de aterrizaje y de navegación	-1.153	-1.175	-1.278	-1.422	-1.555	-1586	-1618
Gastos de mantenimiento	-1.075	-1.074	-1.285	-1.252	-1.276	-1289	-1302
Propiedad, TI y otros gastos	-991	-903	-1.006	-927	-927	-936	-946
Gastos comerciales	-679	-740	-837	-785	-859	-868	-876
Depreciación, amortización y deterioro	-1.064	-969	-1.414	-1.014	-1.117	-1128	-1139
Gastos de arrendamiento operativo de flota	-403	-375	-425	-499	-551	-557	-562
Gastos de reestructuración	0	0	0	0	0	0	0
Diferencias de tipo de cambio	1	-14	0	-45	-221	-223	-225
Otros gastos explotación	0	0	0	0	0	0	0
Resultado neto de la enajenación de activos	0	0	0	0	0	0	0
Crédito generado por cambios en el esquema de pensiones	0	0	0	0	0	0	0
Provisión por el establecimiento de investigaciones	0	0	0	0	0	0	0
Gastos totales de las operaciones	-14.573	-15.659	-18.730	-18.042	-19.141	-18989	-19179
Beneficio de las operaciones EBIT	225	444	-613	527	1.029	1383	1397
Resultado Financiero	-141	98	-384	-300	-201	-203	-205
Beneficio antes de impuestos de operaciones continuadas	84	542	-997	227	828	836	845
Impuestos	16	40	112	-76	175	177	-253
Beneficio después de Impuestos del ejercicio	100	582	-885	151	1.003	1013	591
Pérdidas de operaciones discontinuas	0	0	-38	0	0	0	0
Beneficio después de impuestos	100	582	-923	151	1.003	1013	591

	Escenario no Fusión						
	Total 2010 (Millones €)	Total 2011 (Millones €)	Total 2012 (Millones €)	Total 2013 (Millones €)	Total 2014 (Millones €)	Total 2015 (Millones €)	Total 2016 (Millones€)
Millones de euros	Agregado	Agregado	Agregado	Agregado	Agregado	Agregado	Agregado
Total ingresos	14267	16965	16419	18681	19184	20614	21788
Gastos de personal	-3585	-3934	-4017	-4202	-4172	-4450	-4655
Gastos de combustible	-4074	-5596	-5980	-6123	-5778	-6018	-6195
Gastos de handling, catering y otros	-1118	-1325	-1362	-1732	-1788	-1924	-2039
Tasas de aterrizaje y de navegación	-678	-870	-815	-1090	-1105	-1201	-1288
Gastos de mantenimiento y otros costes de flota	-602	-684	-702	-892	-892	-973	-1049
Propiedad, TI y otros gastos	-618	-714	-688	-671	-680	-721	-748
Gastos comerciales	-342	-566	-522	-709	-914	-1020	-1135
Depreciación, amortización y deterioro	-1023	-971	-961	-988	-1111	-1181	-1229
Gastos de arrendamiento operativo de flota	-75	-92	-110	-239	-250	-288	-333
Gastos de reestructuración	0	0	0	0	0	0	0
Diferencias de tipo de cambio	0	0	0	0	0	0	0
Otros gastos explotación	-1999	-1860	-1936	-1903	-1943	-2080	-2185
Resultado neto de la enajenación de activos	0	0	0	0	0	0	0
Crédito generado por cambios en el esquema de pensiones	0	0	0	0	0	0	0
Provisión por el establecimiento de investigaciones	0	0	0	0	0	0	0
Gastos totales de las operaciones	-14115	-16612	-17091	-18549	-18634	-19856	-20856
Beneficio de las operaciones EBIT	152	353	-714	188	550	758	931
Resultado Financiero	-190	208	-263	-499	393	-124	-125
Beneficio antes de impuestos de operaciones continuadas	-15	568	-959	-267	990	681	853
Impuestos	13	14	74	-40	38	14	-26
Beneficio después de impuestos del ejercicio	-2	582	-885	-306	1028	695	826
Pérdidas de operaciones discontinuas	0	0	-34	-3	0	0	0
Beneficio después de impuestos	-2	582	-919	-310	1028	695	826

	Diferencial Fusión-No Fusión						
	Total 2010 (Millones €)	Total 2011 (Millones €)	Total 2012 (Millones €)	Total 2013 (Millones €)	Total 2014 (Millones €)	Total 2015 (Millones €)	Total 2016 (Millones €)
Millones de euros	Diferencial	Diferencial	Diferencial	Diferencial	Diferencial	Diferencial	Diferencial
Total ingresos	531	-862	1698	-112	986	-243	-1212
Gastos de personal	-205	135	-562	-19	-413	-181	-23
Gastos de combustible	167	508	-121	178	-209	330	791
Gastos de handling, catering y otros	-394	-197	-443	-200	-275	-159	-66
Tasas de aterrizaje y de navegación	-475	-305	-463	-332	-450	-386	-329
Gastos de mantenimiento y otros costes de flota	-473	-390	-583	-360	-384	-316	-253
Propiedad, TI y otros gastos	-373	-189	-318	-256	-247	-215	-197
Gastos comerciales	-337	-174	-315	-76	55	153	259
Depreciación, amortización y deterioro	-41	2	-453	-26	-6	53	90
Gastos de arrendamiento operativo de flota	-328	-283	-315	-260	-301	-268	-229
Gastos de reestructuración	0	0	0	0	0	0	0
Diferencias de tipo de cambio	1	-14	0	-45	-221	-223	-225
Otros gastos explotación	1999	1860	1936	1903	1943	2080	2185
Resultado neto de la enajenación de activos	0	0	0	0	0	0	0
Crédito generado por cambios en el esquema de pensiones	0	0	0	0	0	0	0
Provisión por el establecimiento de investigaciones	0	0	0	0	0	0	0
Gastos totales de las operaciones	-458	953	-1639	507	-507	868	1678
Beneficio de las operaciones EBIT	73	91	101	339	479	625	466
Resultado Financiero	49	-110	-121	199	-594	-79	-80
Beneficio antes de impuestos de operaciones continuadas							
	99	-26	-38	494	-162	155	-8
Impuestos	3	26	38	-36	137	163	-227
Beneficio después de impuestos del ejercicio							
	102	0	0	457	-25	318	-235
Pérdidas de operaciones discontinuas	0	0	-4	3	0	0	0
Beneficio después de impuestos							
	102	0	-4	461	-25	318	-235

	Cash-Flow Diferenciales Fusión-No fusión						
	Total 2010 (Millones €)	Total 2011 (Millones €)	Total 2012 (Millones €)	Total 2013 (Millones €)	Total 2014 (Millones €)	Total 2015 (Millones €)	Total 2016 (Millones €)
EBIT	73	91	101	339	479	625	466
Tax	-22	-27	-30	-102	-144	-187	-140
NOPAT	51	64	70	237	335	437	326
Depreciación, Amortización	41	-2	453	26	6	-53	-90
Cash Flow operativo	92	61	523	263	341	384	236

	Necesidades operativas de fondos (OWC)						
	Total 2010 (Millones €)	Total 2011 (Millones €)	Total 2012 (Millones €)	Total 2013 (Millones €)	Total 2014 (Millones €)	Total 2015 (Millones €)	Total 2016 (Millones €)
Iberia	-9	607	121	-190	-39	27	-6
British	-1812	-2245	-3100	-3298	-3575	-3839	-4142
Vueling				24	-25	26	-27
Total NOF agregadas	-1730	-1556	-2830	-3291	-3457	-3787	-4176
NOF IAG	-1.900	-1825	-3.088	-3645	-4010	-4572	-5122
NOF diferenciales	-170	-269	-258	-354	-553	-786	-946
Variación anual NOF diferenciales		98	-11	96	199	233	161

	Resumen Cash-Flow						
	Total 2010 (Millones €)	Total 2011 (Millones €)	Total 2012 (Millones €)	Total 2013 (Millones €)	Total 2014 (Millones €)	Total 2015 (Millones €)	Total 2016 (Millones €)
Cash Flow operativo	92	61	523	263	341	384	236
NOF diferenciales		98	-11	96	199	233	161
Capex diferenciales			-400	-300	-400	-400	-300
Total Cash Flows	92	160	112	59	140	218	97
Renta perpetua							1554
Cash Flow de la firma	92	160	112	59	140	218	1651

	Iberia	British	Total
Deuda financiera media 2008-2010	2242	6487	8729
Deuda financiera 2010	2209	5737	7946
Equity	2132	2798	4930
%Deuda 2010	51%	67%	62%
%Equity 2010	49%	33%	38%
Intereses anuales medios 2008-2010	-34	-185	-219

Rm	9%
Rf	0,69%
Kd	2,51%
$Ke = Rf + (Rm - Rf) * \beta$	13,49%
Beta desapalancada sector transporte aéreo () $Bu = B / (1 + D/E)$	0,59
Beta apalancada $Bl = Bu * (1 + D/E)$	1,54
WACC	6,72%
VAN	1660