



ICADE BUSINESS SCHOOL

MASTER UNIVERSITARIO EN FINANZAS

ANÁLISIS FINANCIERO DE LA FUSIÓN DEL GRUPO IAG

Autor: Álvaro Saiz Sánchez
Director: Juan Molina Huertas

Madrid
Junio 2017

ÍNDICE

.....	0
1. ABSTRACT	3
2. INTRODUCCIÓN	3
3. OBJETIVO	4
4. MARCO TEÓRICO	4
4.1. Análisis financiero	4
4.2. Análisis DAFO	5
4.3. Sinergias	5
4.3.1. Sinergias operativas	6
4.3.2. Sinergias financieras	8
5. ANTECEDENTES Y ANÁLISIS SECTORIAL	9
5.1. Antecedentes.....	9
5.2. Análisis sectorial.....	11
6. BRITISH AIRWAYS	13
6.1. Antecedentes.....	13
6.2. Estructura del negocio. Capacidades y recursos.	13
6.3. DAFO y posición competitiva	16
6.4. Análisis económico financiero	19
6.5. Diagnóstico de BA antes de la fusión	26
7. IBERIA	27
7.1. Antecedentes.....	27
7.2. Estructura del negocio. Capacidades y recursos.	28
7.3. DAFO y posición competitiva	30
7.4. Análisis económico financiero	33
7.5. Diagnóstico de Iberia antes de la fusión	40
8. ALIANZAS Y ASOCIACIONES	40

8.1.	Alianza OneWorld	40
8.2.	Iberia, British Airways y America Airlines.....	41
9.	FUSIÓN BA IB: IAG	42
9.1.	Objetivos y justificación de la fusión.....	42
9.2.	Estructura de la operación.....	45
9.2.1.	Segregación de Iberia	45
9.2.2.	Scheme de British Airways	46
9.2.3.	Fusión de IAG	46
9.2.4.	Estructuras de Nacionalidad.....	48
9.3.	Principales magnitudes.....	49
9.4.	Conclusión.....	58
10.	BIBLIOGRAFÍA.....	60
11.	ANEXO	61

1. Abstract

La realidad de haber escogido este tema para el Trabajo Fin de Máster radica en el interés que me genera descubrir el porqué de la decisión de realizar operaciones de fusión y adquisición.

Basándome en la asignatura de Finanzas Corporativas, así como la de Finanzas Corporativas avanzadas mi idea es aplicar lo aprendido de forma exhaustiva y de esta forma determinar si la operación de M&A ha resultado un éxito o un fracaso. La fusión de Iberia y British Airways en marzo de 2010 va a ser el ejemplo que voy a utilizar para aplicar mis conocimientos. Para ello voy a utilizar los informes públicos pertinentes y la bibliografía necesaria que me permita analizar y valorar la fusión con la mayor certeza posible.

2. Introducción

Dicho trabajo comienza con un breve marco teórico sobre el trabajo. Posteriormente, haré un análisis del sector de la aviación desde sus orígenes hasta el momento actual. En este apartado el objetivo es describir los sucesos importantes que se dieron y que como consecuencia contribuyeron al continuo cambio del sector. Para complementar este análisis de la historia del sector continuaré exponiendo los distintos modelos de negocio existentes. Previo a analizar el grupo haré un exhaustivo análisis individual de las dos compañías que participaron en la fusión. Este análisis comienza con un breve comentario sobre la historia de cada compañía, la evolución de los principales indicadores operativos, un análisis DAFO y posteriormente un análisis de sus cuentas anuales los últimos tres años previos a la fusión. Una vez comentadas sus cuentas anuales se hará un diagnóstico que sustentará el porqué de la operación. Esta parte teórica previa será explicada en parte utilizando el paper de Damodaran "The Value of Synergy".

Una vez destacado cada compañía de manera individual nos centraremos en el grupo. El trabajo continuará destacando los principales objetivos de la fusión

para posteriormente destacar los aspectos claves de cada paso que se realizó para acabar constituyendo lo que hoy conocemos como IAG.

Centrándonos por último en la parte numérica del trabajo, habrá dos enfoques distintos. El primer enfoque consistirá en realizar unas estimaciones de las cuentas anuales agregadas para compararlas con las cuentas anuales del grupo. La diferencia resultará el valor de las sinergias creadas en función de dichas estimaciones. Un segundo enfoque consistirá en valorar en el momento 0 las sinergias objetivo que tenía el grupo y compararlas con las sinergias que el propio grupo ha reportado en estos años a través de los documentos “Presentación del día de los mercados de capitales”. Finalmente, lo que obtendremos serán dos análisis, uno ex-ante (proyecciones en el momento de la fusión) y ex-post (comparación de las sinergias iniciales y finales). En función del resultado obtenido se tratará de realizar una conclusión argumentando el porqué del cumplimiento o no del objetivo.

3. Objetivo

Lo que se pretende con este trabajo es entender qué es lo que le lleva a dos empresas competidoras en el mismo sector a realizar una fusión. Este es el caso del grupo IAG, formado por IBERIA y BRITISH AIRWAYS las cuales eran competidores directos en el sector de la aviación. Una vez entendido el porqué de esta fusión el objetivo es cuantificarlo, es decir, utilizar el método de descuento de flujos de caja para descubrir si se ha generado valor o no y de esta forma cuantificarlo y compararlo primero con lo que realmente se esperaba de la operación y posteriormente con lo que realmente se ha dado.

4. Marco teórico

4.1. Análisis financiero

Al ser un trabajo de análisis sobre la fusión de dos empresas es conveniente realizar un análisis financiero tanto individual como de forma conjunta. Este análisis financiero va a basarse en las cuentas anuales proporcionadas por las propias compañías tratando así de descubrir cuáles fueron los principales

factores que les llevaron a fusionarse. La utilización de algunos conceptos como el ebitda, ebit y la ratio de apalancamiento van algunos de los conceptos que nos van a ayudar a interpretar la verdadera situación de las compañías.

4.2. Análisis DAFO

Otra herramienta que vamos a utilizar para continuar con el análisis exhaustivo es la metodología DAFO.

El DAFO es un método que se basa en factores internos para determinar las debilidades y fortalezas, y factores externos a partir de los cuales descubrir oportunidades y amenazas para la empresa. Este análisis es un complemento perfecto para lo descrito en el apartado anterior, nos ayuda a plantear una estrategia de negocio en función de los factores críticos de nuestra compañía y los sucesos que puedan ocurrir en el futuro.

Tanto en el apartado que le dedicaré a Iberia como en el de British Airways realizaré un análisis DAFO justo en el momento de la fusión, es decir, en el 2010 de cara a plantear factores que resultaran determinantes para optar por realizar la operación de fusión que se realizó.

4.3. Sinergias

Este concepto es la base de toda fusión o adquisición de empresas, y se define como valor añadido generado por dos compañías que se juntan y el cual no hubieran sido capaces de generar de forma individual.

Estas sinergias pueden ser clasificadas en dos, sinergias operativas y sinergias financieras.

- En las sinergias operativas lo que se tiene en cuenta el aumento de ingresos o la reducción de costes.
- En las sinergias financieras el valor añadido viene generado por un menor coste de capital para la empresa, cash flows superiores o una combinación de ambas dos.

4.3.1. Sinergias operativas.

Entre las sinergias operativas podemos destacar cuatro tipos:

- Economías de escala, la combinación de dos firmas hace que la firma final sea más eficiente en cuanto a costes y por tanto más beneficiosa. Este tipo de sinergias se dan en las fusiones o adquisiciones horizontales en las que dos compañías del mismo sector se fusionan para crear una compañía más grande.
- Fijación de precios, al reducir la competencia y ampliar la cuota de mercado puede dar lugar a una fijación de precios más alta y por tanto mayores ingresos. Este tipo de sinergias se suele dar en los sectores en los cuales hay pocas empresas, lo que supone que fusionando dos empresas conlleve prácticamente a un oligopolio.
- Combinación de diferentes fuerzas funcionales, se trata de una sinergia en la que una empresa con por ejemplo una buena estructura logística se fusiona con otra empresa con una buena línea de producción
- Mayor crecimiento en nuevos o ya existentes mercados. Esto se da cuando una empresa compra una nueva marca emergente con nombre y red de distribución reconocido y lo utiliza para vender sus propios productos.

Una vez identificados los tipos de sinergias operativas voy a tratar de explicar la forma en que se valoran. El verdadero problema en ambos tipos de sinergias no es el identificarlas si no el cuantificar su valor dado que las valoraciones se apoyan en estimaciones de flujos futuros los cuales son muy difíciles de estimar. Antes de realizar la compra de cualquier empresa debemos tratar de realizar las mejores estimaciones posibles teniendo en cuenta muchos factores y sensibilidades con el fin de ser capaces de hacer una estimación lo más fiable posible, dado que en función de esta estimación decidiremos el precio a pagar por la nueva empresa.

Para valorar una sinergia debemos responder a dos cuestiones importantes:

- ¿Qué forma va a adoptar nuestra sinergia, de qué tipo va a ser? La sinergia tiene que afectar a uno de los cuatro factores importantes de la

empresa, mayores flujos de caja, mayores ratios de crecimiento, periodo de crecimiento superior o menor coste de capital de la empresa.

- La segunda pregunta fundamental es, ¿cuándo empezará a afectar la sinergia a nuestros flujos de caja? Es extraño que las sinergias aparezcan de forma instantánea, es más probable que aparezcan con el tiempo. Lo que si es cierto es que cuanto más tiempo tarden en aparecer menor será su valor.

Una vez respondidas estas dos cuestiones importantes se empieza a valorar las sinergias. Son tres pasos:

1. Debemos obtener las cuentas anuales agregadas de las compañías que conformen la operación.
2. Una vez obtenidas las cuentas agregadas, debemos utilizar las cuentas del grupo una vez ya realizada la operación.
3. Por último, la diferencia entre las cuentas del grupo y las cuentas agregadas serán las sinergias creadas en la operación.

Estos tres pasos son los que vamos a realizar a la hora de nuestra valoración del grupo IAG, es decir,

1. Primero, vamos a estimar desde el 2010 hasta el 2016 el balance de situación y la cuenta de resultados combinada de las dos empresas, incluyendo en 2013 las cuentas de Vueling.
2. Una vez obtenidos estos balances y cuentas estimadas vamos a coger las cuentas de IAG y vamos a sacar los diferenciales, obteniendo así las cuentas anuales de las sinergias generadas.
3. Por último, a partir de estas cuentas calcularemos los flujos de caja para posteriormente descontarlos al WACC pertinente en función de la deuda y equity de IAG como grupo. Este valor descontado al momento 0 nos dará el resultado de las sinergias que se han dado en función de las estimaciones que hemos considerado convenientes. De otra manera, la diferencia entre la

valoración del grupo teniendo en cuenta las sinergias y la valoración de las empresas de forma conjunta sin tener en cuenta las sinergias, de esta forma podremos cuantificar el valor de las sinergias generadas fruto de la operación de fusión.

4.3.2. Sinergias financieras

Entre las sinergias financieras destacamos tres tipos:

- Un tipo de sinergia financiera es la combinación de una marca que tiene exceso de caja junto con otra que tiene grandes rendimientos sobre sus proyectos, pero caja limitada. El incremento de valor viene de aquellos proyectos que se pueden realizar gracias al exceso de caja y que de otra manera no serían posibles de realizar.
- Capacidad de endeudarse o apalancamiento, cuando dos marcas se fusionan, sus ingresos y sus cajas se estabilizan de tal modo que se pueden realizar estimaciones futuras más estables y por tanto tendrán mayor poder de apalancamiento que de forma individual.
- Beneficios fiscales, este tipo de sinergia se refiere a la situación en la que una empresa que tiene grandes rendimientos y en general funciona muy bien, adquiere otra empresa que no va tan bien y tiene pérdidas. El objetivo de esta fusión es compensar esos beneficios de una empresa con los resultados negativos de la otra de tal forma que la nueva empresa surgida tendrá menor carga fiscal.

Tras haber expuesto los diferentes tipos de sinergias y su importancia se puede concluir que el principal objetivo y fin de una operación de M&A es el de generar un incremento de valor el cual, de forma separada, serían incapaces de generar. Lo que también es importante en este tipo de operaciones de M&A es cuantificar que el valor que se va a generar una vez fusionadas ambas empresas sea superior al coste que supone la adquisición o fusión, de lo contrario, no tendría sentido realizar una operación de este tipo. Por último, referenciar el documento

de “Synergies valuation Damodaran” que he utilizado como soporte para este análisis de los distintos tipos de sinergias existentes.

5. Antecedentes y análisis sectorial

5.1. Antecedentes

El año 2010 fue un año importante para el sector de la aviación, fue el centenario del sector. La compañía Deutsche Luftschiffahrts Aktion Gesellschaft fue la primera empresa en realizar viajes comerciales por Alemania hasta que cuatro años después con la primera guerra Mundial fueron requisados para utilizarse en el conflicto.

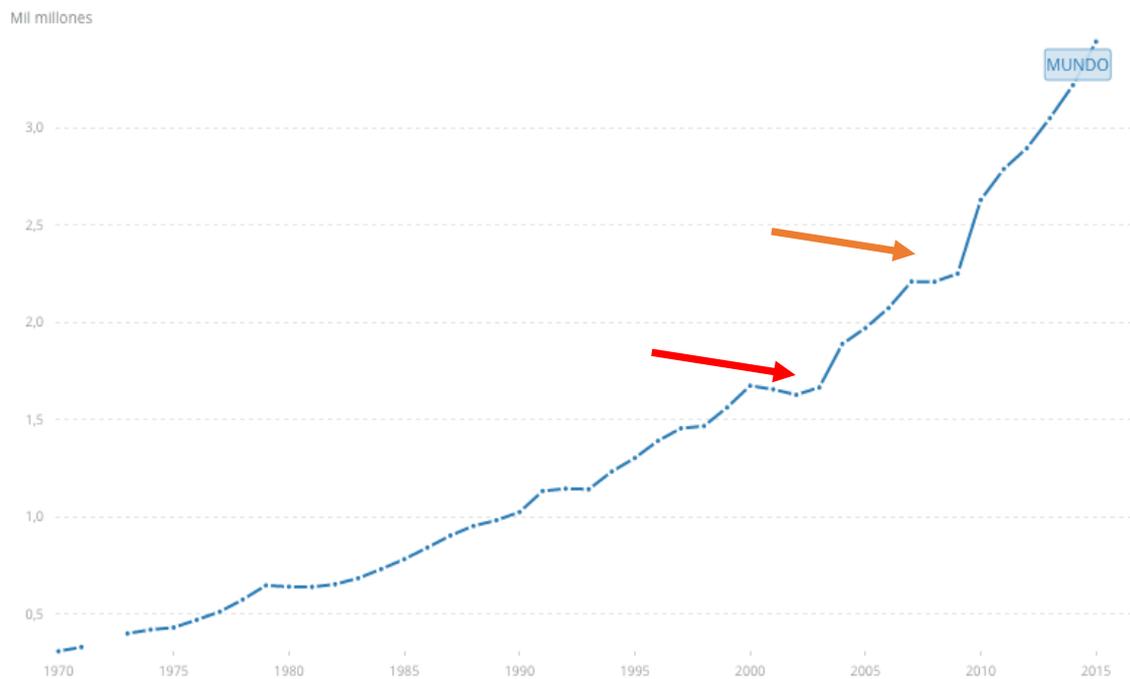
Fue a partir de la segunda guerra Mundial cuando el sector comenzó a afianzarse como un transporte fiable, exceptuando años como 1911 y 2001 (Guerra del Golfo y atentados del 11 septiembre) el mercado ha ido experimentando un crecimiento importante desde el año 1946, fin de la Segunda Guerra Mundial.

A lo largo de los años si observamos el sector vemos que el sector ha ido creciendo gracias a una serie de factores como son:

- las nuevas tecnologías, aviones más rápidos, seguros, cómodos
- El desarrollo de la economía mundial, que conlleva un aumento de la renta de las personas
- El sector turístico
- El ciclo económico en el que estemos sumergidos, es decir, en periodos de crecimiento económico el volumen de pasajeros será mayor que en épocas de crisis.

Desde la entrada del nuevo siglo el sector ha tenido que hacer frente a numerosos problemas que han afectado directamente al crecimiento y rentabilidad económica. Estos factores han sido el atentado terrorista de las Torres Gemelas de Nueva York en 11 de septiembre de 2001, el aumento del

precio del combustible y la profunda crisis en la que entramos allá por el 2007-2008.



Este gráfico representa la evolución del número de pasajeros del sector mundial desde el año 1970 en el que se situaba en 310 Millones de pasajeros al año hasta los 3,441 Mil millones de pasajeros que se registraron en 2015.

En el gráfico he querido señalar (flecha roja) la consecuencia en el crecimiento que tuvo el factor previamente señalado (Atentado del 11-S). El Sector experimentó un parón importante, incluso una pequeña recesión debido al miedo generado por dicho suceso. El segundo hecho importante que he señalado (flecha naranja) es el comienzo de la crisis en la que nos sumergimos en el año 2007-2008. Como he señalado previamente, uno de los factores más importantes que afectan al sector es el ciclo económico en el que nos encontremos, de ahí que el crecimiento se estancara durante 2-3 años hasta el 2010 que volvió a tener tendencia de crecimiento positiva.

5.2. Análisis sectorial

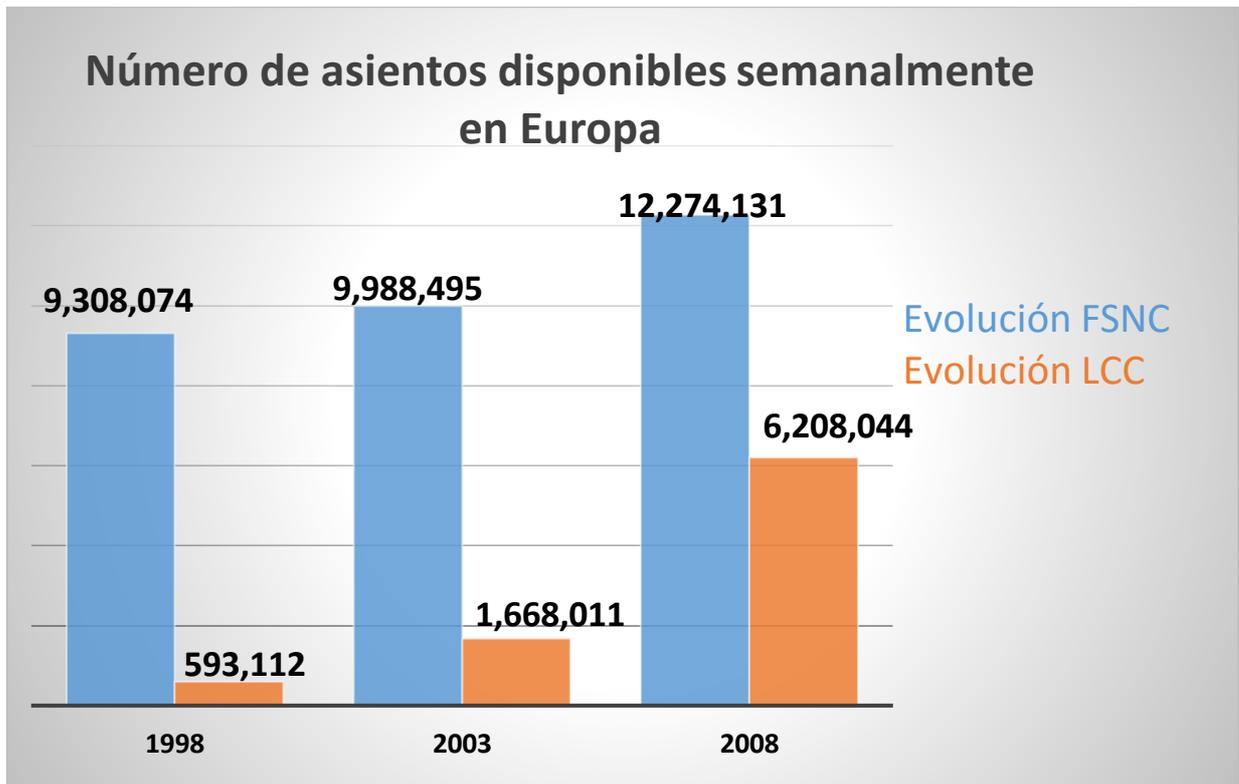
Una vez hablado de forma introductoria sobre la historia de la aviación voy a proseguir con los distintos modelos de negocio conocidos, el full service network carrier y el low cost carrier. Para esta descripción de los modelos voy a utilizar el report sobre modelos de negocio en el sector aéreo escrito por el centro aeroespacial alemán.

Comenzando por lo que se conoce como “Full service network carriers”, se refiere a aquellas aerolíneas que ofrecen diferentes servicios tanto fuera como a bordo del avión. Se caracterizan por ser compañías con una flota de aviones variada en cuanto a modelos, un rango de trabajo tanto doméstico, a nivel europeo como a nivel mundial y la diferenciación de tipos de pasaje como primera clase o business entre otros. Algunos ejemplos de este tipo de compañías son Air France, Iberia, British Airways o Austrian Airlines.

Otro modelo de negocio es el “low cost carrier” y un claro ejemplo de este modelo es Ryanair o Wizz Air. Se basan en la reducción de costes implementando así una estrategia de liderazgo en precios. Al contrario del modelo previamente descrito, estas aerolíneas utilizan modelos de avión homogéneos, no dan servicios gratuitos durante el vuelo, utilizan aeropuertos más pequeños y utilizan técnicas como el free seating que incentiva a los pasajeros a embarcar rápidamente y así evitar posibles retrasos. En cuanto al precio, estas aerolíneas se caracterizan por ofrecer precios con grandes descuentos a aquellos pasajeros que adquieran los pasajes con gran antelación.

Continuando con el sector y con el mismo report, el sector se estaba consolidando. En el gráfico podemos observar la evolución experimentada por los dos modelos de negocio explicados desde 1998 hasta 10 años después. Es cierto que las aerolíneas que utilizan un modelo full service no han experimentado el mismo crecimiento que las compañías low cost, las cuales en 1998 apenas tenían presencia. Hoy en día cabe destacar que estas compañías low cost prácticamente han llegado al nivel de ofrecimiento del resto de compañías.

Para sustentar este afianzamiento del mercado voy a utilizar un documento de la Asociación de compañías españolas de transporte aéreo que me va a proporcionar datos suficientes para dejar patente en términos económicos el afianzamiento del sector.



Aeropuertos Españoles	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Millones pasajeros	166,1	181,2	193,5	210,5	203,8	187,4	192,8
% anual en base a 2004	-	9,1	6,8	8,8	-3,2	-8,1	2,7

Como se puede apreciar en el cuadro con los datos recogidos por la Asociación de compañías españolas de transporte aéreo, desde el 2004 hasta el 2010 el número de pasajeros aumentó en 26 millones. Hasta la crisis del 2007/2008 el sector aéreo español venía experimentando un crecimiento anual que varió entre un 7% y un 9% siendo el año 2007 el año de mayor número de pasajeros en España en el periodo descrito, 210 millones. Como veremos posteriormente, la crisis sufrida provocó la reducción de la demanda de billetes lo que generó una reducción en 2008 del 3,2% y un 8,1% en 2009. 2010, año de la operación

corporativa, el mercado se comenzó a recuperar aumentando hasta los 192 millones el número de pasajeros.

El aumento del número de pasajeros anuales también contribuyó a que el sector incrementará su contribución al PIB hasta el 7% frente al 6,6% con el que contribuía en el año 2004.

6. British Airways

6.1. Antecedentes

Para hablar del grupo IAG es importante describir la situación de las empresas que lo forman y es el turno de British Airways.

Su origen se remonta al año 1919, después del fin de la Primera Guerra Mundial. Su historia comienza el mes de agosto de ese año cuando la empresa Aircraft Transport & Travel Limited (“AT&T”) realizó el primer vuelo entre las ciudades de Londres y París. Esta empresa fue la precursora de British Airways. La aerolínea British Airways no se creó como tal hasta el año 1974 después de numerosas fusiones que se dieron a lo largo de los años en Reino Unido. Esta aerolínea se creó a partir de la fusión entre “British Overseas Airways Corporation, BOAC y la empresa British European Airways, BEA convirtiéndose así en la única aerolínea nacionalizada del Reino Unido. Fue en el año 1983 cuando el gobierno del Reino Unido constituyó British Airways Plc, privatizándose para posteriormente salir a bolsa en Londres, año 1987.

Dicha información proviene de los documentos presentados por la sociedad en su web corporativa, así como su negocio.

6.2. Estructura del negocio. Capacidades y recursos.

A pesar de que me vaya a centrar en el transporte de pasajeros, con esto quiero recalcar que su negocio consolidado tiene diversas fuentes. Otras fuentes de ingresos de la empresa son los programas de fidelización que realiza, la comercialización de paquetes vacacionales para los clientes por parte de la

empresa British Airways Holidays Limited, así como la prestación de servicios de seguros por parte de la empresa Speedbrid Insurance Company Limited.

Volviendo al transporte de pasajeros, en este negocio existen varios conceptos que la propia compañía destaca en sus cuentas anuales como importantes de cara a medir su situación.

Estos conceptos son los siguientes:

- **PKT, indicador operativo Pasajeros- Kilometro.** Para realizar un buen análisis del tráfico de pasajeros es necesario analizar indicadores que sean comunes tanto a las aerolíneas como a la International Air Transport Association, IATA. Este PKT es uno de ellos y lo que expresa es la multiplicación del número de pasajeros por el número de kilómetros en cada viaje, es decir, un viaje de 1000 km con 120 pasajeros tendría un PKT de 12.000. Al estar directamente relacionado con los kilómetros realizados, ante una compañía que realice viajes más largos el PKT será también mayor.
- **AKO, indicador operativo Asientos- Kilometro.** En este caso lo que se tiene en cuenta son los asientos ofrecidos en total, tanto si están ocupados como si no lo están. Se obtiene a través de la multiplicación del número de asientos ofrecidos por los kilómetros realizados, por lo que al igual que en el PKT, las aerolíneas con viajes de mayor distancia tendrán mayor valor en el indicador AKO.

BRITISH AIRWAYS										
Millones	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
PKT	118.337	114.301	110.834	106.082	117.348	126.436	131.333	138.431	142.016	145.170
AKO	149.488	148.443	141.079	136.721	150.152	158.247	161.444	170.917	174.274	178.732
Variación PKT	-	-3,41%	-3,03%	-4,29%	10,62%	7,74%	3,87%	5,40%	2,59%	2,22%
Variación AKO	-	-0,70%	-4,96%	-3,09%	9,82%	5,39%	2,02%	5,87%	1,96%	2,56%
AKO-PKT	79,16%	77,00%	78,56%	77,59%	78,15%	79,90%	81,35%	80,99%	81,49%	81,22%

En esta tabla quedan recogidos los datos en millones de ambos indicadores operativos desde el año 2007 hasta el año 2016, también queda incluido un análisis de la variación a lo largo de los años.

Estos indicadores también nos van a ayudar a descubrir cuales fueron entre otros los motivos a los que llevaron a estas dos aerolíneas a realizar la operación de fusión que se dio en 2010. Comenzando con el PKT, pasajeros – kilómetro, en el año 2007 tenía un PKT de 118.337 millones que hemos considerado como dato inicial. A raíz de este año vemos como el PKT del 2008 es un 3,41% menor lo que partiendo de la base que la empresa seguía realizando las mismas rutas suponía que el número de pasajeros se estaba reduciendo. En el año 2010 es el año que destaca por su menor valor de PKT, situándose en 106.082 millones lo que supone un descenso del 10,36% respecto a 2007. Estos descensos se debieron principalmente a la situación económica mundial que provocó el descenso en la demanda de pasajes. British Airways para compensar dichas reducciones se vio en la obligación de reducir su programa de vuelos ajustando la capacidad a la demanda. Tras la fusión, los datos del PKT comienzan a experimentar un crecimiento bastante irregular con un 10,62% en el año 2011 hasta los 117.348 millones pero que luego se reduce a un crecimiento del 3,87% en el año 2013, año en el que el PKT es de 131.333 millones.

En el año 2014 experimenta un crecimiento del 5,40% hasta los 138.431 millones para en los años siguientes hasta la fecha de hoy experimentar un crecimiento entre un 2,20% y un 2,5% hasta situarse en 2016 en 145.170 millones.

Con este crecimiento queda patente el beneficio experimentado tras la operación de fusión realizada, así como uno de los motivos que les llevo a realizar dicha operación como es el continuo decrecimiento del número de pasajeros.

Para confirmar esta hipótesis también vamos a comentar la evolución del otro indicador destacado, el AKO, indicador operativo Asientos Kilometro. Debido a lo ya argumentado previamente, British Airways se vio en la necesidad de ajustar su oferta de vuelos de cara a compensar la caída en la demanda, de ahí que el AKO haya experimentado descensos del 3,41% en 2008 hasta el 4,29% del 2010 situándose en 136.721 millones. Como en el PKT, a partir del 2010 experimenta

un crecimiento también irregular situándose en el 2011 con un 9,82% que supone un valor de 150.152 millones. Los dos años posteriores 2012 y 2013 el crecimiento experimentado es alrededor de un 2% menor que el experimentado el PKT, con ello la empresa sigue ajustando la oferta de cara a mantener la ocupación constante entorno al 80%. Esta ocupación queda determinada por la representación del PKT frente al AKO, es decir, el número de pasajeros por kilómetro frente a la cantidad de pasajes ofrecidos-kilometro por la empresa. Es el año 2014 el único año de los analizados en el que el crecimiento de los pasajes ofrecidos es superior al crecimiento de la demanda con un 5,87% que supone 170.917 millones. Desde el 2014 ha seguido existiendo este crecimiento, pero en menor medida, alrededor de un 2-2,5% situándose en 2016 en un AKO de 178.732. Cabe destacar que estos datos de la empresa British Airways provienen desde su origen del documento presentado por el grupo IAG en su página web cuyo nombre responde al de "IAG estadísticas tráfico". Teniendo estos dos indicadores podemos obtener la ocupación que mantiene la aerolínea en su negocio, esto se calcula a través de la división del PKT entre el AKO, es decir, pasajeros por kilómetro entre asientos ocupados por kilómetro. Con el comienzo de la crisis se puede apreciar que este indicador disminuyó en 3 puntos porcentuales, esto una vez sirve para apoyar el ajuste en la oferta que realizó British Airways de cara a intentar mantener el porcentaje de ocupación sobre el 80%.

6.3. DAFO y posición competitiva

Es importante antes de determinar cuáles fueron los factores que llevaron a cada empresa a contemplar la operación de fusión el realizar un análisis de su situación en el mercado, para ello, como he hecho del sector en general, voy a realizar un análisis DAFO de British Airways que junto con el análisis económico financiero me servirá para tener una idea de cuáles fueron los motivos para su fusión con Iberia. Este mismo paso también lo realizaré con Iberia, la otra parte de la fusión.

Para comenzar voy a destacar las principales debilidades que tenía la compañía:

- Como hablaré posteriormente también con Iberia, la mayor debilidad de este tipo de compañías podríamos considerar que es la fuerte dependencia en factores externos a la compañía como pueden ser las recesiones económicas, así como las continuas fluctuaciones del precio del combustible. Estos dos factores entran posteriormente en el apartado de amenazas.
- British Airways se encontraba en un momento en el que no estaba abriendo nuevas rutas con lo que eso provocaba una reducción de mercado, de ahí que las oportunidades de nuevas alianzas fueran muy importantes para el devenir de la compañía. No podía seguir perdiendo participación en el mercado.
- A lo largo de los años la empresa siempre había experimentado una gran inestabilidad financiera con continuas variaciones en sus cuentas anuales.
- La empresa, debido a distintos sucesos externos, se encontraba en un momento en el que tenía exceso de personal además de una gran desmotivación entre ellos.
- La empresa no se caracterizaba por presentar un buen servicio.

Estas son las principales debilidades que he querido destacar sobre British Airways y para continuar con la parte negativa que atañe a la aerolínea voy a destacar a continuación las principales amenazas que sostenía la compañía;

- En las debilidades ya hemos destacado que la fuerte dependencia de factores externos supone una de las mayores debilidades de una aerolínea. En cuanto a las amenazas, debemos destacar las fluctuaciones del precio del combustible o de las divisas.
- Que se den nuevas recesiones económicas supone una gran amenaza para la aerolínea, el poder adquisitivo per cápita se reduce y por tanto la población reduce los gastos secundarios entre los que se encuentra la adquisición de billetes de avión.

- Esta amenaza tiene más que ver con la competencia, la posibilidad de que las aerolíneas competidoras tengan la posibilidad de reducir los precios de sus billetes dejaría a British Airways en una mala posición, teniendo que ajustar también sus precios y consecuentemente reducir el margen por billete.
- El hecho de que otras compañías competidoras se fusionen y creen nuevos pactos estratégicos supone una gran amenaza para la compañía, por ello, posteriormente veremos que esta amenaza supone una oportunidad de mejora para la aerolínea que estamos destacando.

Una vez hablado de los aspectos negativos que tiene la empresa, así como los que se pueden presentar en el futuro vamos a destacar las principales fortalezas de la compañía:

- Una de las principales fortalezas de la compañía es el hecho de ser la aerolínea más destacada, más grande de Gran Bretaña situándose también en el top 3 a nivel europeo.
- El estar adherida a la alianza OneWorld le ayuda a ser sostenible.
- El hecho de estar establecida en el mercado global le supone una fortaleza.
- Al ser una empresa creada a principios del siglo XX y haber estado operando hasta la fecha actual le ha reportado una gran experiencia en el sector del transporte comercial.
- Es una aerolínea que siempre destacó por su gran capacidad de innovación en sus productos consiguiendo así siempre estar a la vanguardia en cuanto a servicios y productos. A pesar de ser una gran innovadora, como he destacado en sus debilidades, la forma en que se prestan estos servicios destaca por su deficiencia.

Una vez concluido con las principales fortalezas de la compañía voy a finalizar con las oportunidades que se le pueden presentar a la compañía en el futuro más próximo:

- Así como hemos destacado que una de las debilidades es la alianza de compañías competidoras, British Airways considera este hecho como una buena oportunidad y como veremos más adelante, realiza esta oportunidad con la fusión con Iberia.
- Dada su fortaleza innovadora, la creación de nuevos paquetes de servicios y productos supone una gran oportunidad para aumentar su referencia a nivel mundial y mejorar su cuota de mercado.
- La inversión en otras aerolíneas también supone una oportunidad. Como destacaremos posteriormente, British Airways ya cuenta con participación en Iberia.
- Las nuevas alianzas que puede realizar la compañía también le suponen una oportunidad de aumentar el número de rutas disponibles.
- Antiguamente el sector aéreo era un sector más exclusivo, con el tiempo se está convirtiendo en algo accesible para todo tipo de clientela lo que supone que el número de clientes aumentará, pasando a ser contratada a nivel mundial.
- La percepción sobre la compañía debido a su gran experiencia en el sector supone que sea vista como una muy buena opción para los pasajeros.

6.4. Análisis económico financiero

El objetivo de este apartado es destacar el balance de situación y la cuenta de resultados durante los años previos a la fusión, 2007, 2008, 2009 y 2010. Estas cuentas anuales están directamente obtenidas de las memorias publicadas en su página web, destacando también que la empresa cierra ejercicio a 31 de marzo. Además de los principales detalles de las cuentas a destacar los principales hechos relevantes que se han dado en estos años previos a la fusión con el fin de justificar la necesidad de que se diera esta operación.

Cuenta de resultados

En cuando al periodo marzo 2007- marzo 2008 la empresa destaca una serie de hechos relevantes, sobre todo uno al que consideran un gran triunfo hasta

entonces. Comenzando, este periodo fue el año en el que inauguraron la terminal 5 del aeropuerto de Heathrow. La inauguración no fue como pensaban y el mismo día hubo cancelaciones de hasta 70 vuelos de la compañía reportándoles un alto coste a la compañía, tanto económico como de cara al reconocimiento por parte de los clientes. Como hecho relevante, fue el primer ejercicio en el que la compañía alcanzó un margen operativo de un 10%. Esto se debió al continuo control de los costes de la compañía.

La compañía está realmente comprometida con el medioambiente, por ello desde 1990 ha conseguido reducir sus emisiones de carbono en un 28%. De cara al futuro, el objetivo es recortar hasta 2025 un 25 % de las emisiones provenientes de las operaciones. De cara a los pasajeros, este ejercicio es un ejercicio en el que el objetivo de la compañía ha sido también implementar nuevos diseños en las cabinas de la flota de cara a hacer los viajes de mayor comodidad para los pasajeros.

El siguiente periodo desde marzo 2008 hasta 2009 se caracteriza por la crisis en la que nos vimos sumergidos en Europa. La compañía, después del récord del año anterior al que consideraron como suficiente para afrontar periodos de recesión, tuvo que afrontar grandes pérdidas. La recesión fue realmente severa, mucho más de lo que esperaba la propia compañía, lo que supuso que ese año junto con los precios récord del fuel la compañía incurriera en unas pérdidas operativas de 220 millones de libras que derivaron en unas pérdidas de 358 millones de libras después de impuestos. Asemajándolo a beneficios por acción, frente al periodo anterior en el que la compañía tuvo unos EPS de 61.9p este año ha tenido LPS de 32.6p.

Como he mencionado en el análisis de los indicadores operativos, ante la falta de tráfico de pasajeros que se redujo en un 4,3%, la compañía redujo la cantidad de vuelos durante el año de cara a intentar mantener el porcentaje de ocupación el cual acabo reduciéndose en un 2,1% respecto al año anterior hasta el 77%. Al igual que el ejercicio anterior, la compañía sigue muy comprometida con el medioambiente planteando objetivos continuos sobre la reducción de CO2.

Por último, el último periodo a comentar en este apartado es el 2009-2010. Este año también destaca por las pérdidas operativas sufridas siendo estas de 231 millones de libras. Las condiciones económicas se fueron haciendo más severas de lo que se esperaba convirtiéndose así en la peor recesión de los últimos 60 años. Como respuesta, el sector tuvo que realizar cambios drásticos suponiendo así una gran reducción de los ingresos brutos de la compañía, los cuales se redujeron en 1 billón de libras esterlinas.

Como ya he ido destacando la postura de la empresa frente al medio ambiente y el cambio climático, la empresa siempre ha destacado por ser líderes en el sector en cuanto a búsqueda de nuevas formas reales de cara a afrontar el cambio climático siendo también partidarios de que el sector de la aviación debe formar parte de un esquema global de emisiones.

Una vez realizada la introducción sobre los principales hechos acontecidos durante los distintos periodos económicos voy a centrarme en las partidas más determinantes de la cuenta de resultados.

Durante el periodo marzo 2007 a marzo del 2008 la empresa genero unos ingresos de 8.753 millones de libras los cuales fueron superiores a los del periodo anterior. Este aumento de los ingresos junto con el exhaustivo control sobre los costes es lo que hizo que la empresa obtuviera esa meta planteada del 10% de margen operativo. Las principales partidas en las que la empresa consiguió ajustarse fueron en los costes de personal reduciéndolos 100 millones hasta los 2.166 millones de libras junto con los costes de venta, que se redujeron en 80 millones de libras. Estos datos provocaron que la empresa obtuviera un resultado después de impuestos de 694 millones de libras, un incremento más que significativo respecto a los 304 millones del periodo anterior. Sin duda, con los resultados de este periodo no se planteaba la necesidad de ningún tipo de operación de fusión o adquisición de otras compañías competidoras.

Al igual que en el caso de Iberia, el segundo semestre del año 2008 fue determinante para el devenir de la compañía. En este periodo es cuando se sufren las grandes subidas en los precios de las materias primas y sobre todo

del combustible, que junto con el incremento de la desaceleración del crecimiento económico suponen factores claves para que la compañía pase de batir récords históricos a sufrir pérdidas notables. Los ingresos aumentaron respecto al año anterior al igual que los costes, pero los aumentos fueron mucho mayores en las partidas de los costes. Destaca la partida de “fuel and oil cost”, aprovisionamientos, aumentando 900 millones de libras hasta los 2.969 millones. Este fue el factor más determinante del año, así como los gastos en reestructuración que la empresa utilizó, siendo 78 millones frente al millón gastado en el periodo anterior. Por último, otro de los factores determinantes del año fueron las fluctuaciones de las divisas por las que la empresa incurrió en unas pérdidas adicionales frente al año anterior de 110 millones.

Todo esto contribuyó a que la empresa incurriera en unas pérdidas después de impuestos valoradas en 358 millones de libras.

El último periodo a analizar es el de marzo 2009 a marzo 2010 fecha de la fusión con Iberia.

Este año la aerolínea experimenta una bajada de sus ingresos de 1.000 millones de libras hasta los 7.994 millones de libras, sin embargo, las pérdidas del ejercicio solo son 67 millones superiores al año anterior. Los costes también se reducen, la empresa consigue reducir 600 millones los costes de aprovisionamiento además de evitar los costes de fluctuación de la moneda que en el año anterior habían sido de 117 millones. Los costes de personal junto con los costes de venta también consigue reducirlos, de tal manera que la bajada de los ingresos fue en parte compensada con la reducción de costes. Los gastos relacionados con las pensiones de BA fue un tema determinante en el momento de la fusión debido al gran saldo deficitario que presentaba el cual se incrementó en 116 millones de libras a cierre del ejercicio de 2010. Este fue el año de los 3 analizados en el que esta partida incrementó su saldo deficitario, puesto que en 2007/2008 tomó un saldo positivo de 70 millones. En el apartado del grupo IAG hablaré más en detalle cuál fue y cuál ha estado siendo el problema con el plan de pensiones. A 31 marzo de 2010 la empresa presentó unos resultados negativos de 425 millones de libras.

Balance de situación

Una vez analizado sus cuentas anuales vamos a hacer lo propio con sus balances de situación y de cara a no destacarlo continuamente, las partidas a analizar están valoradas en millones de libras.

Como hemos destacado previamente, BA, presentaba resultados a 31 de marzo por lo que el primer periodo a analizar es del 31 marzo 2007 a 31 marzo 2008. Comenzando por el activo no corriente, la compañía entre su flota, otras propiedades y equipos reunía un valor de 7.019, destacando sobre todo el valor de la flota con 5.794. Estos activos corrientes prácticamente no variaron demasiado frente al año anterior, fueron las inversiones en subsidiarias las que aumentaron considerablemente hasta los 2.207 de 2008 frente a los 1.185 de 2007 lo que provocó que la totalidad de los activos no corrientes aumentara en 1.000 millones.

En cuanto a los activos corrientes cabe destacar tres partidas que fueron las que más variación experimentaron, instrumentos financieros derivados, interés de depósitos y la tesorería. Los instrumentos financieros derivados aumentaron en 200 millones frente al 2007 principalmente contratados para hacer frente a las fluctuaciones del precio del combustible y la divisa, algo que como veremos más adelante también lo hizo Iberia y por tanto quedó patente en sus cuentas.

La cuenta que más se redujo fueron los intereses de depósitos que se redujeron en casi 1.300 millones hasta los 399 de 2008. Por último, durante ese año se produjeron salidas de caja por valor de 230 millones lo que provocó junto a las anteriores partidas destacadas que el total de los activos corrientes se redujera en 1.260 millones. Las variaciones en activos corriente y activo no corriente de uno año a otro resultaron en una variación del total de los activos de 300 millones menos frente al 2007

Entrando ya en el patrimonio neto, la principal variación fue el aumento de las reservas debido a los resultados positivos del año lo que situó al patrimonio neto en un total de 2.559 millones.

Este año 2008 destacó también por la reducción del apalancamiento de la compañía al aumentar el patrimonio y reducir tanto el pasivo a corto como a largo plazo.

La reducción del pasivo no corriente se debió principalmente a la reducción de las obligaciones con el personal en 812 millones. Una de las partidas que aumentó considerablemente de un año a otro fueron las provisiones por impuesto diferido, aumentando en alrededor de 200 millones lo que resultó finalmente en una reducción del total del pasivo no corriente en 660 millones. En el pasivo corriente las principales variaciones resultaron de la reducción de las provisiones en 250 millones hasta los 168 del año 2008. Finalmente, el total del patrimonio neto y el pasivo se redujo en 305 millones.

Continuando con los siguientes años, tanto el año 2009 como 2010 mantuvieron el valor de los activos corrientes, siendo la reducción de la flota de aviones la principal variación, reduciéndose en 282 millones. La partida que experimentó un aumento considerable frente al periodo 2008 fueron los derechos sobre los empleados, comenzando en 2008 en 85 millones y siendo 340 y 483 en 2009 y 2010 respectivamente. El total de los activos no corrientes se situó entre 9.600 y 9.900 millones en estos tres años.

En cuanto al activo corriente, los intereses de depósitos y el valor de la tesorería se continuaron reduciendo en 2009 hasta valores de 43 y 219 millones respectivamente siendo en el año 2010 cuando experimentaron un enorme crecimiento hasta los 908 y 756 millones, provocando un aumento del activo corriente de alrededor de 1300 millones. Finalmente, el total de los activos aumentó desde los 11.229 de 2009 hasta los 12.537 millones de 2010.

Centrándonos en el patrimonio neto, destaca la gran reducción de las reservas, principalmente debido a los malos resultados que la empresa tuvo durante estos 2 años frente a los del 2008. Por ello el patrimonio neto se redujo hasta 1.226 millones en 2009 y 1.494 de 2010 frente a los 2.559 de 2008.

Por otro lado, el pasivo, la empresa continuó reduciendo sus deudas a largo plazo en 2009. Las partidas que se redujeron fueron las obligaciones con los empleados, así como las provisiones por los impuestos diferidos. Estas reducciones quedaron compensadas con aumentos de las obligaciones por derivados financieros y de otras deudas a largo plazo dejando el pasivo a largo plazo en 4.614 millones. En 2010 ocurrió lo contrario, frente a la reducción de 2009 en 2010 los intereses de préstamos aumentaron hasta los 3.698 millones, así como las obligaciones con los empleados y las provisiones por impuestos diferidos. Lo que se redujo fueron los instrumentos financieros hasta los 5 millones frente a los 123 del año anterior. Finalmente, los valores de los pasivos a largo plazo se situaron en 4.958 millones frente a los 4.614 de 2009.

Como vamos a poder apreciar a continuación, el verdadero problema de la compañía provino del aumento considerable de su deuda a corto plazo.

Frente a los 4.500 millones de pasivo a corto plazo de 2008, la empresa finalizó el año 2009 con 5.389 destacando sobre todo los préstamos y las reclasificaciones de la deuda a largo plazo. Al año siguiente, el valor de los préstamos aumentó hasta los 5.256 millones frente a los 4.045 del 2009. Este hecho supuso el aumento del total del pasivo a corto plazo hasta los 6.085 millones.

Por concluir con este análisis de los balances, voy a destacar el endeudamiento de la compañía. En 2008 la compañía contaba con un endeudamiento del 78% lo cual era muy alto a pesar de los buenos resultados del año. Fueron los malos resultados de los años siguientes, la crisis en la que estábamos por aquella época lo que provocó la necesidad de endeudarse de la compañía hasta ratios como el 89,08% de 2009 y el 88,08% de 2010. Estas ratios nos confirman también otro factor importante de la necesidad de una operación corporativa como la que se dio.

A continuación, otras ratios de interés que complementan el análisis previo y soportan el diagnóstico de la compañía antes de la fusión.

Millones €	2007	2008	2009
Deuda Neta	(991)	(1.310)	(2.382)
EBITDA	1.570	474	501
Deuda Neta/EBITDA	0,63	2,76	4,75
ROE	27,38%	-29,20%	-28,45%
ROA	7,35%	-1,96%	-1,84%
EPS	0,621	-0,326	-0,385

A modo de conclusión sobre el análisis financiero he realizado un cuadro en el que quedan reflejados algunos de los datos y ratios más importantes. Al igual que veremos con Iberia, British Airways estaba sufriendo grandes reducciones en sus rentabilidades, destacando el ROE que de un año a otro se redujo en un 60% aproximadamente hasta situarse en valor negativo en los dos últimos años previos a la operación. En términos de deuda neta, queda reflejado el aumento anual de dicho concepto, así como, la reducción del ebitda lo que provocó que la ratio deuda neta/ebitda reflejara un valor de 4,75 en el último año.

6.5. Diagnóstico de BA antes de la fusión

Tras haber realizado el análisis de las cuentas anuales, queda destacado los altos ratios de endeudamiento de la compañía, así como el volumen de pérdidas que estaba sufriendo. Con ese volumen de pérdidas la compañía no sobreviviría durante mucho más tiempo, pero no fue el único suceso por el que estaban en tan delicada situación. Uno de los factores más importantes fue el sistema de pensiones de la propia British Airways, distribuido entre el APS (Airways pensión scheme) y el NAPS (New Airways pension scheme). El problema de esto fue el enorme saldo deficitario de €3.700 Millones que se iba incrementando año a año que ante la incapacidad de hacerle frente originó la necesidad de la operación realizada, constituyendo la fusión como un cambio de estrategia para revertir la situación

7. Iberia

7.1. Antecedentes

Fue en el año 1927 cuando Iberia se fundó y su primera ruta comercial consistió en un vuelo entre Madrid y Barcelona. 5 años más tarde se nacionalizó siendo en 1939 cuando realiza su primer viaje europeo. Un año importante para la compañía es el 1944 cuando se incorpora al INI, instituto nacional de industria, convirtiéndose en un buque insignia para España. Los años posteriores la compañía comienza a hacerse más fuerte estableciendo nuevas rutas a países como Rusia, EEUU, México... hasta que en el año 1991 comienza a sufrir pérdidas. Estas pérdidas no se debieron a factores internos de la compañía si no a la guerra del Golfo, así como la recesión que se estaba dando en la economía española, por tanto, no fue la única aerolínea en sufrir pérdidas durante este periodo. Como consecuencia la empresa requiere ayudas económicas del estado español destinadas a la necesaria reducción de puestos de trabajo que requería la empresa, estimada en unos 4.000 puestos de trabajo. Tras estos años complicados para la empresa, firma un plan de viabilidad que supuso que factores como la deuda neta se redujeran y que se retornara a los beneficios tras una profunda reestructuración de la empresa. A finales de los 90, con la liberación del tráfico aéreo en la Unión Europea, la necesidad de adaptar la compañía al nuevo entorno competitivo que se estaba dando en el mercado y con la necesidad de nivelar la rentabilidad de la compañía a la del resto de aerolíneas privadas se inició el Plan Director I, cuya finalidad era esta, aumentar la rentabilidad de la compañía hasta el nivel de la competencia.

En el año 1999 entra en juego la famosa alianza OneWorld a la que posteriormente destinaré un apartado completo.

2001 es el año en el que la SEPI, Sociedad Estatal de Participaciones Estatales, se desprende del 48,51% del capital social que poseía de Iberia. Con ello se puso fin a la última etapa de la privatización de la empresa, saliendo a bolsa ese mismo año.

Con el comienzo de la crisis la empresa se vio en la obligación de realizar un plan de contingencia de cara a intentar remediar el profundo impacto que estaba teniendo la crisis en las cuentas de la empresa. Entre los factores más importantes que determinó la empresa, se encontraban la reducción de los costes, en especial los costes laborales. La estrategia de inversiones también se vio afectada, reduciéndose a inversiones muy selectivas.

Para concluir con la historia de la empresa, cabe destacar que la empresa aprobó un nuevo plan estratégico en 2009 cuyo objetivo era mejorar la posición de Iberia. En este pacto quedó incluida la idea de buscar una empresa del sector que le ayudara a situarse al nivel del resto de aerolíneas en cuanto a productividad, costes e ingresos. Al igual que en el caso de British Airways, la documentación presentada sobre la historia de la compañía y su negocio proviene de su página web corporativa.

7.2. Estructura del negocio. Capacidades y recursos.

En fechas de fusión, el negocio de Iberia se basaba fundamentalmente en el servicio aéreo tanto de pasajeros como de carga. Otros servicios complementarios que proporcionaba la compañía eran los de mantenimiento de aviones, apoyo a pasajeros y aeronaves en los distintos aeropuertos.

Al igual que en British Airways para Iberia vamos a destacar los mismos indicadores operativos, PKT, AKO y la ocupación.

IBERIA										
Millones	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
PKT	54.229	52.885	49.612	51.242	51.268	49.663	41.493	42.686	48.564	51.064
AKO	66.454	66.098	62.158	62.312	63.042	60.932	52.429	54.328	59.782	62.282
Variación PKT	-	-2,48%	-6,19%	3,29%	0,05%	-3,13%	16,45%	2,88%	13,77%	5,15%
Variación AKO	-	-0,54%	-5,96%	0,25%	1,17%	-3,35%	13,95%	3,62%	10,04%	4,18%
AKO-PKT	81,60%	80,01%	79,82%	82,23%	81,32%	81,51%	79,14%	78,57%	81,24%	81,99%

A primera vista podemos apreciar que el valor de los indicadores son prácticamente la mitad que los obtenidos por British Airways, dándonos a entender los distintos tamaños de ambas compañías. Como hemos definido anteriormente en el apartado de British Airways, el PKT es un indicador que lo que expresa es la multiplicación del número de pasajeros por el número de kilómetros en cada viaje. Comenzando por el año 2007 sorprende que sea el año con mayor PKT de los analizados con un valor de 54.229 millones. Hasta el año de la fusión la empresa sufre un retroceso del 2,48% el año 2008 y un 6,19% en el 2009. En comparación con British Airways apreciamos que a partir de la fusión la empresa no ha experimentado los mismos crecimientos que la empresa británica. El año posterior a la fusión únicamente experimenta un crecimiento del 0,05% hasta los 51.268 millones. Los dos años siguientes experimenta un fuerte decrecimiento en cuanto a pasajeros, destaca el 2013 con una reducción del 16,45% hasta los 41.493 millones. A partir de este año la empresa comienza a crecer en cuanto al PKT situándose en 2014 un 2,88% superior al año anterior, 42.686 millones concretamente. Entre todos los años destaca especialmente el crecimiento experimentado en 2015, un crecimiento de doble dígito que supuso que el valor del PKT se situara en 48.564 millones.

En cuando al indicador AKO, asientos ofrecidos por kilómetro, se sitúa en 2007 en 66.454 millones. Este valor de AKO junto con el del PKT nos indica que la empresa tuvo un porcentaje de ocupación del 81,60%. La ocupación de la compañía se sitúa alrededor del 80% durante todos los años analizados siendo prácticamente igual que la experimentada por British Airways. En el 2008 este indicador apenas se reduce un 0,54%. En términos generales podemos observar que la evolución de este indicador está directamente relacionada con la evolución del PKT, experimentando decrecimientos cuando el PKT los experimentó y produciéndose incrementos cuando el PKT también los asumió.

Ante este continuo decrecimiento de los indicadores de pasajeros, Iberia se vio en la necesidad de buscar aliados de cara a remediar la situación en la que se encontraba. En 2010 llega la operación de fusión e Iberia aumenta la oferta de pasajes en un escaso 0,25% situándolo en 62.312 millones. Este año, al experimentar una diferencia de crecimiento entre el PKT y AKO de casi un 3%

provocó que el porcentaje de ocupación se situara en un 82,23%, el porcentaje más alto que la compañía experimentó en el periodo 2007-2016. En el año 2012 la empresa redujo la oferta un 3,35% de cara a soportar la caída del número de pasajeros, actitud que repitió en el año 2013 reduciendo la oferta en un 13,95% hasta situarse en 52.429 millones. A partir de este año la aerolínea española eleva su oferta de pasajes hasta los 54.328 en 2014, siendo el año 2015 el que experimenta mayor crecimiento porcentual con un 10,04%. En 2016 la empresa se sitúa prácticamente alrededor del máximo en cuanto a porcentaje de ocupación con un 81,99% siendo el 2010 todavía el año que más destacó. Al igual que en el caso de British Airways, los datos previamente recogidos provienen de la documentación existente en la web corporativa del grupo, concretamente del documento "IAG estadísticas de tráfico".

7.3. DAFO y posición competitiva

En este apartado voy a realizar un análisis DAFO de la compañía lo más completo posible, utilizando para ello los propios datos contemplados en sus cuentas anuales.

Comenzando con las debilidades;

- En cuanto a las debilidades podemos destacar las mismas, la fuerte dependencia de factores externos como fluctuaciones de precios de las divisas y materias primas o recesiones hace que sea su gran debilidad.
- Una debilidad más en el año anterior a la fusión fue los altos costes de aprovisionamiento que tuvo que afrontar la empresa.
- El gran apalancamiento operativo que tenía Iberia es otra de sus debilidades, en el momento en el que experimenta un ligero descenso de sus ventas supondrá un gran descenso en su rentabilidad. Este tipo de apalancamiento es propio de empresas que tienen grandes inmovilizados.
- Otra debilidad muy importante frente a los competidores eran los grandes costes laborales que tenía la empresa la cual siempre se caracterizó por el buen comportamiento con sus empleados, consecuentemente suponía un aumento de los costes.

Una vez destacada las principales debilidades de la compañía voy a continuar con las amenazas. Estas amenazas están muy relacionadas con las principales debilidades de la compañía, destacando las siguientes:

- La duración de la recesión económica suponía una gran amenaza para la compañía. En el 2009 se vivieron momentos de incertidumbre debido al desconocimiento de la duración de esta recesión y sus posibles consecuencias prolongadas en las cuentas de la compañía.
- Esta recesión económica lo que supuso fue una gran reducción del poder adquisitivo per cápita que como consecuencia se tradujo en la reducción de los gastos secundarios de la población. Como destaca Iberia en sus propias cuentas anuales, el sector turístico, que está directamente relacionado con el sector aéreo, experimentó en 2009 una reducción del 8,7% respecto al año anterior, en otras palabras, se desplazaron a España 5,1 millones de turistas menos que en el año 2008. Por tanto, esta reducción del sector turístico supone una reducción del nivel de ocupación de la compañía.
- Además de la incertidumbre de la duración de la recesión económica, otra amenaza más para la compañía era el surgimiento de nuevas recesiones en el futuro.
- Un continuo aumento de los precios del combustible. El precio del combustible experimentaba una gran volatilidad. La compañía, de cara a mitigar esta amenaza del aumento del precio del petróleo utilizaba instrumentos financieros como “swaps” y opciones.
- El auge del sistema ferroviario era una gran amenaza para la compañía. Las apariciones de los trenes de alta velocidad supusieron una gran competencia para la compañía.
- La disminución del atractivo del país debido a distintos factores (inestabilidad política, diversos conflictos en el país...) supondría otra amenaza para la compañía, debido a que era el mayor referente del país en cuanto a aviación.

- Los cambios en el sector suponían una amenaza constante para la compañía, acompañado del nacimiento de compañías low cost con capacidad para lograr una gran cuota de mercado en el país.

Antes de centrarme con las fortalezas quiero hacerlo con las oportunidades que se le presentaban a la compañía de cara al futuro.

- Tal y como una nueva recesión económica en el país suponía una amenaza para la compañía, la recuperación económica y el crecimiento prolongado del país supondría una gran oportunidad de crecimiento para la aerolínea española.
- La continua potenciación del sector turístico en el país, siendo uno de los principales atractivos de España también resultaría una gran oportunidad de aumento de negocio para la compañía.
- El desarrollo de pactos y fusiones con otras compañías del sector facilitaría el crecimiento de la compañía. Sin duda este apartado de pactos y fusiones constituyó el principal foco de oportunidades de la compañía, por ello, he querido dedicarle el punto 7 del trabajo en el que destaco los principales pactos colaborativos sin incluir la propia fusión del grupo IAG.

Por último, voy a destacar las principales fortalezas que tenía la compañía siendo estas a su vez la imagen de la posición competitiva de la empresa.

- Iberia siempre fue considerada como el buque insignia del país, siendo la empresa referente. Contaba con una gran imagen en España, así como en los países latinoamericanos.
- Una fortaleza importante de Iberia era la buena imagen que se tenía en cuanto a los servicios que ofrecía. El trato con el cliente, la puntualidad y los esfuerzos por una continua mejora del servicio contribuyó a que la empresa tuviera la buena imagen que he querido destacar en la primera fortaleza.

Las siguientes fortalezas que voy a destacar reflejan también la posición competitiva que tenía la empresa en el año de la fusión.

- Iberia, era la vigésimo segunda aerolínea del mundo en cuanto a ingresos siendo también una de las aerolíneas europea más rentable en los últimos

10 años. No deja de sorprender que la empresa se situara en esta posición a pesar de las dificultades por las que estaba pasando en los últimos dos años (desde la crisis económica 2007/2008)

- La compañía contaba con 109 rutas disponibles distribuidas en 43 países diferentes contando para ello con una flota de 112 aviones, los cuales tenían una vida media de 8 años, y contando también con alrededor de 20 mil empleados para llevar a cabo todas las actividades necesarias de la empresa.
- Como ya he mencionado previamente en cuanto a que Iberia era el buque insignia del país queda justificado por el posicionamiento líder que tiene la compañía en el sector de las aerolíneas en España. Por otro lado, cabe destacar en cuanto a fortaleza/posición competitiva, que la empresa en el año 2010 también era líder del mercado Europa- Latinoamérica.
- Por último, destacar que la compañía posee más de 100 clientes a nivel mundial en cuanto a los servicios que ofrece de mantenimiento aeronáutico (otra área de negocio de la empresa) situándose de esta manera en el noveno puesto a nivel mundial en cuanto a esta industria.

7.4. Análisis económico financiero

El objetivo de este apartado es analizar la situación económica financiera de Iberia los años anteriores de la fusión, analizando por tanto los años 2007, 2008, 2009 y 2010. De esta manera, obtendré las conclusiones pertinentes para realizar un correcto diagnóstico sobre cuáles fueron los motivos que tuvo la empresa para realizar la operación de fusión que realizó. A continuación, voy a presentar los balances de situación y la cuenta de resultados de los 3 ejercicios económicos previamente destacados.

Comenzando por el año 2007, destaca por su evolución en los beneficios pasando a ser 322 millones de euros frente a los 85 del año anterior. Como veremos de a partir de ahora, 2007 es el año más destacado en cuanto a beneficios. Como vemos, el efecto de la crisis aún no se ha hecho notar en la compañía como si lo hizo en años posteriores.

Al igual que British Airways, Iberia también es una empresa comprometida con el medioambiente y a lo largo del 2007 ha destinado 3 millones de euros a gastos de cara a mejorar la gestión ambiental dentro de la empresa.

En el 2008 a diferencia de British Airways la empresa sí que obtiene beneficios, pero muy inferiores a los del 2007, llegando hasta los 32 millones de euros. Lo que realmente sucede este año no es tanto la bajada considerable del importe neto de la cifra de negocios dado que apenas son 80 millones sobre 5.200 si no el aumento considerable de los gastos de aprovisionamiento, el aumento del precio del combustible.

Al igual que el año anterior, la empresa ha destinado una parte de sus ingresos al aspecto medioambiental. En 2008 la empresa gastó 4 millones de euros en los mismos factores que el año interior para de esta manera seguir con su compromiso con el medioambiente.

En el último año antes de la fusión, el 2009, si queda patente en las cuentas de la empresa el efecto de la gran recesión económica en la que estábamos. Mientras que el 2008 obtuvieron 32 millones de euros de beneficio, este año la empresa obtuvo unas pérdidas de 273 millones de euros. Así como el año anterior la subida del precio del combustible les afectó considerablemente, este año el nivel de aprovisionamientos volvió a valores de 2007 por lo que el problema de las pérdidas vino por la reducción del importe neto de la cifra de negocios en 1.000 millones de euros. Por último, este año también aumentó en un millón el gasto destinado a políticas y gestiones medioambientales.

Esta ha sido una pequeña introducción sobre cada ejercicio económico de la empresa y a continuación voy a realizar un análisis más exhaustivo tanto del balance de situación como de la cuenta de resultados de cara a ir comparando la situación de las partidas más importantes año a año.

Cuenta de resultados.

Comenzando por la cuenta de resultados del 2007, Iberia en este año experimenta un incremento notable de su resultado de explotación. Como he destacado previamente, es un año en el que se logra el objetivo de conseguir un 10% de margen operativo, lo cual no veremos en los años siguientes. Frente al 2006, es un año en el que el EBITDA aumenta un 38,2% hasta situarse en los €499 millones. Este aumento considerable del EBITDA se traduce en un aumento del 279% del resultado del ejercicio, pasando de €85,2 millones en el 2006 hasta los €322,9 millones del año 2017. Por lo general es un buen año para la compañía en términos de resultados, experimentando también un incremento del beneficio por acción del 273% hasta los 34,2 céntimos/acción.

Este crecimiento considerable de los resultados de la compañía estaba sostenido por el crecimiento de la economía mundial que consecuentemente tuvo unos efectos muy positivos en el transporte aéreo de pasajeros. La mejora de las infraestructuras en España fue uno de los puntos clave para que compañías como Iberia experimentaran este crecimiento a nivel de resultados, sobre todo la mejora del aeropuerto Madrid-Barajas, sede de la compañía, el cual había sido ampliado recientemente de cara a aumentar la capacidad de oferta de vuelos. Por último, fue un año en el que la compañía se afianzó al frente del mercado europeo y Latinoamericano aumentando la diferencia de cuota de mercado frente a sus competidores.

Como he destacado en la introducción, 2008 no fue un buen año para la aerolínea. Los malos resultados se vieron fundamentados en tres factores claves:

- La gran volatilidad de las materias primas provocó que el petróleo experimentará precios muy altos, provocando de esta manera un aumento considerable de los costes de aprovisionamiento de la compañía.
- El comienzo de la crisis económica a mediados de 2007 se acentuó en el año 2008 experimentando una gran desaceleración del crecimiento entrando en un periodo de recesión en algunos países. En el caso de

España, experimentó un gran ajuste en su crecimiento del PIB reduciéndose en un 2,5% frente al 2007.

- Por último, el desarrollo del sector ferroviario en España fue un aspecto muy importante que la compañía tuvo que afrontar, experimentando así una gran reducción de la demanda.

Como consecuencia de estos tres importantes factores la aerolínea obtuvo unos beneficios muy inferiores a los del año anterior, situándose en €32 millones. La reducción de la demanda no se dejó notar tanto en este año como en 2009 que más adelante veremos, el importe neto de la cifra de negocios se redujo en 80 millones en comparación con el 2007. De dónde provino en gran medida la reducción de los resultados fue del aumento considerable de los costes de aprovisionamiento, situándose en 2008 en €1.846 millones frente a los €1.354 millones del año 2007. Lógicamente, estos resultados provocaron una reducción del beneficio por acción, situándose en 2008 en 0,034 céntimos/acción frente los 0,34 del 2007.

Si nos centramos en las partidas recurrentes del 2008, descubrimos que el resultado de explotación recurrente del año serían unas pérdidas de €79 millones frente a los beneficios recurrentes de €284 millones del año anterior. Con esto queda patente que el resultado positivo de este año viene provocado por una parte gracias al aumento de los ingresos no recurrentes de la empresa, pasando de 14 millones de euros a 65 millones, y por otra parte a la reducción de prácticamente el 100 % de los gastos de personal no recurrentes, siendo en 2007 €64 millones a €1 millón en este 2008. Por último, apreciar la reducción del EBITDA en un 77% hasta los €114 millones de este año 2008.

2009 es el año en el que la reducción de la demanda queda realmente reflejada en la cuenta de resultados de la compañía. Destaca la partida del importe neto de la cifra de negocios, la cual destaca por la reducción en €1.000 millones frente al año 2008. Así como el año anterior los altos precios de las materias primas supusieron un aumento considerable de los costes de aprovisionamiento, este año su valor se reduce hasta valores más cercanos a los de 2007, situándose este año en €1.400 millones. Frente al resultado negativo de explotación

recurrente del 2008 que se situaba en 79 millones de pérdidas, este año 2009 se incrementó hasta los €464 millones negativos. A pesar de que los gastos de explotación se redujeran, los ingresos de explotación se redujeron en mayor medida de ahí que se obtuviera este resultado negativo. Las pérdidas finales del año fueron de €273 millones, incrementadas a su vez por el aumento de los costes de personal no recurrentes hasta los €51 millones y la reducción de la partida de otros ingresos de las operaciones en un 10,9 %.

Una vez analizada la cuenta de resultados de estos años voy a centrarme en los balances de situación de cara a tener una foto completa de la situación de la compañía en estos años.

Balance de situación

A 31 de diciembre de 2007, la aerolínea presentaba un activo corriente valorado en €2.086 millones destacando como partida principal los 1.133 de su inmovilizado material (flota de aviones y otros inmovilizados). En el periodo siguiente, es decir, a 31 diciembre de 2008 estos activos corrientes aumentan en €380 millones debido principalmente al aumento de los instrumentos de patrimonio. Esta partida complementa al incremento total con €200 millones adicionales. Como se puede apreciar, el aumento del activo no corriente proviene de los activos financieros no corrientes.

Prosiguiendo con el activo corriente, a primera vista lo que más destaca son tanto las inversiones financieras como el valor del efecto y otras cuentas liquidas. Las existencias están compuestas por repuestos de las aeronaves teniendo un valor de €197 millones en 2007 y €224 en 2008. Los deudores a corto plazo se reducen 140 millones, lo que supone que la empresa ha ido cobrando deudas de clientes pendientes. Sin duda, la partida más representativa es la de efectivo y otros activos líquidos. De un año a otro se reduce en €1.500 millones lo que justificaría el aumento de las inversiones financieras de la empresa dado que aumentan €1.000 millones. Esta partida de inversiones financieras se refiere a operaciones como repos de deuda, eurodepósitos, swaps o pólizas de crédito

que garantizan las necesidades de liquidez. Finalmente, el total del activo de un año a otro se reduce en €400 millones, €5.634 millones en 2008.

En cuanto al patrimonio neto, el capital suscrito ambos años estaba valorado en €743 millones, así como la prima de emisión que se situaba en €120 millones. A pesar de que estos valores se mantuvieron constantes, el total del patrimonio neto del 2008 fue de €1.563 millones, €440 menos que el 2007. Esta reducción se produjo debido a los malos resultados del año que provocó la bajada de la partida de “Beneficios atribuibles a la sociedad dominante” y, por tanto, las reservas de la sociedad también se vieron reducidas.

En cuanto al pasivo no corriente, no ha experimentado grandes variaciones de un año a otro más que reclasificaciones de deuda. La gran variación se apreció en el pasivo corriente, concretamente en la partida de deudas a corto plazo la cual se incrementó en más del 100% hasta un valor de €640 millones. Este aumento provino principalmente de un aumento considerable de los derivados financieros, destacando los swaps de divisas, swaps de tipos de interés y swaps sobre el precio del combustible, factores muy volátiles en el año 2008 debido a la crisis en la que estábamos sumidos. Por estas variaciones, el % de variación del total del pasivo sobre el total de pasivo y patrimonio neto pasó de un 66% en el 2007 a un 72% debido principalmente a la reducción del valor del patrimonio neto dado que la suma del pasivo a corto y largo plazo se ha mantenido prácticamente constante de un año a otro.

Una vez analizado el 2007 y 2008 vamos con el 2009. Lo más destacado del activo no corriente del año es el aumento de €117 millones en las participaciones en entidades asociadas lo cual se compensa con la reducción de €173 millones de la partida de inversiones financieras a largo plazo, de esta manera, y junto con pequeñas variaciones adicionales de otras cuentas, el activo no corriente se sitúa en €2.362 millones. En cuanto a los activos a corto plazo, la empresa consigue reducir su partida de deudores cobrando de un año a otro €110 millones, pero la partida más destacada es la desinversión financiera de alrededor de €700 millones. La variación de estas partidas, junto con el aumento

del efectivo y otros activos equivalentes de la empresa hizo que el total del activo se redujera en €600 millones hasta los €5.046 millones.

Centrándonos en el patrimonio neto, en la partida de resultados atribuibles a la S.A quedaron patentes los resultados negativos de ese año, quedando el PN compensado por la reducción de los ajustes en patrimonio por valoración hasta los (€72) millones. De esta manera, el patrimonio neto a 2009 solo se redujo en €13 millones.

Para concluir con el análisis del balance de situación en los años previos a la fusión, debemos destacar el aumento de €137 millones en las periodificaciones a largo plazo que proviene principalmente de la nueva gestión del programa de puntos de la compañía que se incluyeron en dicha partida desde el 2009. Las principales partidas del pasivo corriente se redujeron considerablemente de un año a otro, resaltando la reducción de las deudas a corto plazo en €345 millones. Esto, junto con la reducción de las deudas con proveedores contribuyó a una reducción del pasivo corriente de €542 millones de un año a otro. Al haber reducido el pasivo corriente y mantenido el valor del patrimonio neto, la ratio del endeudamiento se redujo hasta el 69% frente al 72% del año anterior.

A continuación, otras ratios de interés que complementan el análisis previo y soportan el diagnóstico de la compañía antes de la fusión.

Millones €	2007	2008	2009
Deuda Neta	(613)	(969)	(549)
EBITDA	628	198	-299
Deuda Neta/EBITDA	0,98	4,89	-
ROE	16,35%	2,04%	-17,60%
ROA	6,87%	0,09%	-9,41%
EPS	0,346	0,034	-0,295

El último cuadro con algunos ratios y datos importantes refleja como la compañía estaba experimentando grandes reducciones en sus rentabilidades, pasando de un ROE positivo de 16,35% a uno negativo de -17,6% en el 2009. Otro dato alarmante fue la gran deuda neta en términos de ebitda que poseía la compañía,

representando en 2008 un 4,89 el ebitda. En 2009, la deuda neta se redujo, pero el ebitda resultó negativo con lo que no he realizado el cálculo.

7.5. Diagnóstico de Iberia antes de la fusión

Iberia se encontraba en una situación parecida en cuanto a los datos de sus cuentas anuales. La compañía llevaba dos años con resultados negativos por lo que también necesitaba revertir esta situación. Es cierto que la compañía se encontraba con unas ratios de endeudamiento anuales inferiores a los de British Airways debido principalmente a que la compañía no realizó la reestructuración necesaria para adaptarse a la evolución del mercado tras los atentados del 11-S. Esta situación como ya he destacado en anteriores apartados despertó la necesidad de buscar un aliado para adaptarse siendo British Airways el idóneo debido a las distintas alianzas a las que estaban adheridas ambas compañías.

8. Alianzas y asociaciones

8.1. Alianza OneWorld

Como bien dice su nombre, OneWorld es una alianza en la que encontramos algunas de las mayores aerolíneas a nivel mundial. Fue creada en 1999 y para nosotros, las empresas más conocidas que la integran pueden resultar British Airways, American Airlines, Iberia, pero también se encuentran otras como Finnair, Japan Airlines, Qantas... Como datos a destacar, esta alianza funciona en más de 150 países ofreciendo un total de 14.000 salidas diarias. Su volumen de pasajeros es de alrededor de los 550 millones gracias a la flota de 3.500 aviones que están disponibles. Este volumen de pasajeros y esta presencia en los distintos países hace que se genere unos beneficios anuales de 130.000 millones de \$ americanos.

Los objetivos de esta alianza es ofrecer un servicio, una experiencia más destacada que premie a aquellos pasajeros más habituales con regalos, accesos a las salas vips de los aeropuertos, la posibilidad de llevar un mayor volumen de equipaje, así como la posibilidad de un acceso más rápido a través de los

controles de seguridad. Estos factores que benefician a los clientes se traducen en mayor atractivo de las aerolíneas que la componen, generando así mayores volúmenes de tráfico tanto de pasajeros como de carga.

El éxito de esta alianza ha quedado afianzado gracias a todos los premios como mejor alianza recibidos a lo largo de su existencia.

8.2. Iberia, British Airways y America Airlines

Como ya he ido hablando y como voy a destacar posteriormente, la relación de British Airways con Iberia viene de años anteriores. Es en el año 2010 cuando tras recibir las autorizaciones pertinentes las tres compañías firman el acuerdo de cooperación. El objetivo de este acuerdo fue la cooperación en los calendarios de vuelo, que todas las actividades de marketing y publicidad fueran compartidas, así como la participación de las tres empresas en los ingresos.

Esta cooperación se vio como una forma de generar nuevos beneficios para los pasajeros, pero sin olvidar a los propios empleados, tratando de ser más eficientes y obtener un mayor crecimiento económico. Como ya he mencionado, las tres empresas tendrán participación en los ingresos que se distribuyeron inicialmente en función de los asientos ofertados por cada compañía, esto es, la empresa con mayor número de pasajes ofertados obtendrá beneficios en la misma proporción frente a las otras partícipes. Hasta entonces existían dos competidores realmente importantes como eran Skyteam y Star que su principal activo era el de ofrecer lo que se conoce como contrato único, es decir, la posibilidad de acceder a cualquier compañía miembro del grupo de cooperación algo que estas tres empresas también introdujeron con el objetivo de competir de manera más eficaz con Skyteam y Star.

A continuación, voy a destacar los principales aspectos comunes de colaboración entre estas tres compañías.

- Los horarios de los vuelos fue un área de gestión muy importante de cara a evitar un tiempo de espera entre conexiones excesivo para los clientes,

para ello las compañías establecen de forma conjunta sus horarios de salidas.

- El marketing y los nuevos productos ofertados fue otra tarea de las tareas de gestión conjunta.
- La reducción de costes, la determinación de las estrategias más optimas de comercialización, así como la utilización de los aeropuertos fueron aspectos muy importantes en este acuerdo de colaboración.

Pero quizás el aspecto más interesante de este acuerdo es la indiferencia por parte de las compañías en cuanto a la elección del cliente, es decir, a Iberia le resulta indiferente que un pasajero seleccione a British Airways dado que uno de los aspectos principales fue la participación en los ingresos, por tanto, las tres compañías trabajarán de forma conjunta beneficiándose y apoyándose entre ellas.

9. Fusión BA IB: IAG

Al ser una operación ya realizada, toda la información destacada en los siguientes apartados ha sido extraída de los propios documentos publicados por la compañía, concretamente del documento “Overview of the IAG consolidation” y “IAG Documento de Registro DEFINITIVO”.

9.1. Objetivos y justificación de la fusión

Cuando hablamos del grupo IAG nos tenemos que remontar al año 2010, concretamente al 8 de abril, cuando las dos empresas independientes IBERIA y BRITISH AIRWAYS formalizaron una operación por la cual quedaban fusionadas y reunidas en este nuevo grupo, International Airlines Group. Como antecedentes, ambos gozaban de una más que afianzada relación desde hace años, siendo mutuos accionistas. El origen de esta relación provenía de la privatización de Iberia, cuando British Airways compró el 9% de su accionariado. Fue un año antes de la fusión cuando la compañía británica se unió con un fondo de inversión con el objetivo de hacerse con el control de la compañía española, pero fue el principal accionista de esta el que se negó a realizar dicha venta de

la participación. Ante esta negativa por parte del principal accionista, Caja Madrid, la compañía británica aumento su participación en la empresa española hasta el 13,15%. Contaban con otro factor importante en su relación, y es que ambos formaban parte de la alianza One World reconocida como un conjunto de aerolíneas comerciales con el fin de ofrecer a los pasajeros servicios y productos que de forma individual serían incapaces. Estos factores fueron determinantes para que se diera la fusión entre las dos empresas, pero no fueron los únicos. Otros de los factores importantes que se tuvieron en cuenta a la hora de contemplar una operación como la que se realizó fueron los acontecimientos como los atentados del 11 S y la crisis del 2007 que resultaron ser factores determinantes en este sector. Ante estos acontecimientos no todas las aerolíneas actuaron de la misma manera y es esta falta de actuación la que en este caso a Iberia le llevó a la necesidad de realizar una operación de fusión. En el caso de British Airways, realizó una gran reestructuración reduciendo 7000 puestos de trabajo y modificando otros tantos, pero en realidad era lo que se debía hacer, los cambios que provocaron los sucesos previamente comentados hicieron necesario este tipo de reestructuraciones, así como posibles operaciones de fusión para adaptarse mejor a las nuevas condiciones de mercado. **Volviendo a Iberia**, fue más una necesidad que tenía la empresa. La compañía venía de dos años consecutivos generando pérdidas que conllevó a la dificultad de financiación que tenía. Esta reestructuración necesaria que debía realizar la compañía aérea requería de un aliado que le ayudara a mejorar su competitividad frente al resto de competidores. Se puede concluir que esta operación de fusión nació de la necesidad de ambas empresas de adaptarse a los cambios en el mercado.

Al hablar del requerimiento de un aliado me refiero a la necesidad de realizar una operación de fusión para conseguir los siguientes objetivos, que por lo general son comunes a toda operación de fusión.

- **Aumentar los ingresos.** La fusión aportaría a Iberia los ingresos necesarios para llevar a cabo la reestructuración necesaria, afianzando las bases de un crecimiento más eficiente mediante la reducción de costes.

Como hablaremos más adelante, estos objetivos se reúnen bajo el concepto de sinergia.

- **Reducción de costes.** Centrándonos un poco más en Iberia, dado que es la compañía que antes de la fusión no había sido reestructurada, no podía competir frente al resto de empresas del sector en cuanto a costes. Iberia siempre había sido reconocida como una empresa con buenas condiciones laborales lo que se traducían en unos costes de personal elevados, lo que les impedía competir con el resto del mercado. Tras la fusión uno de los objetivos fue la reducción de dichos costes, de tal forma que se pudiera volver a competir con el resto de competidores.
- **Cuota de mercado.** Ante la existencia de dos empresas competidoras, cada una con su cuota de mercado, si las fusionamos la empresa o grupo resultante tendrá al menos la misma cuota que la suma de ambas empresas.

A pesar de crear un nuevo grupo, se mantuvieron las dos marcas debido al gran nombre que se habían labrado a lo largo de los años, así como las correspondientes posiciones de liderazgo que mantenían cada una tanto en España como en Reino Unido.

Beneficios de la Fusión:

- Flujo de ingresos diversificado. Esto ayuda al grupo IAG a hacer frente a los posibles acontecimientos que se puedan dar como nuevas crisis, que alteren el crecimiento del sector aéreo.
- Se afianzaron en el sector.
- La posición estratégica fue mejorada. Mejora de la posición estratégica dentro del sector, con un gran potencial de crecimiento.
- Potenciales sinergias que posteriormente evaluaremos con el fin de determinarlas.
- Y sobre todo mejoras para los pasajeros. La fusión provocará el afianzamiento del pacto One world con una red de vuelos mucho más extensa para tanto el sector comercial como el sector de carga.
- Otro punto beneficioso de la fusión es el gobierno corporativo y la gestión. Pasando a estar formada por numerosos directivos con una gran

experiencia en este tipo de operaciones. Por otra parte, como he expuesto previamente con el mantenimiento de las marcas individuales, también conservará la estructura operativa y contable de cada empresa siendo el grupo IAG quien fija la dirección y la estrategia.

9.2. Estructura de la operación.

En esta operación hay dos fechas señaladas, el 12 noviembre de 2009 y el 8 de abril de 2010. La primera hace referencia al momento en el que tanto el consejo de British Airways como el de iberia aprobaron el acuerdo vinculante por el que se fijaban las bases de la fusión, con el objetivo de formar un grupo aéreo líder en Europa. La segunda fecha hace referencia al día de la firma del contrato de fusión.

Una vez hablado de los distintos motivos de la fusión, beneficios y objetivos voy a centrarme en los distintos pasos que se dieron para realizar la operación.

La ejecución de esta fusión se compuso de numerosas operaciones, que son las siguientes:

9.2.1. Segregación de Iberia

Fue la primera operación relevante relacionada con la fusión. Cuando hablamos de la segregación de Iberia, nos referimos a la transmisión de todo el patrimonio por parte de Iberia a Iberia Opco, a cambio, Iberia Opco emitió nuevas acciones que pasaron a formar parte de Iberia. Dentro de este traspaso del patrimonio se excluyeron los nuevos derechos adquiridos por Iberia fruto de la fusión. Como resultado de esta operación de segregación, Iberia se constituyó como una sociedad holding, siendo Iberia Opco la encargada de continuar con las operaciones de la empresa. La participación de Iberia en British Airways pasará también a Iberia Opco como resultado de la operación de segregación manteniéndose en el 9,97%.

9.2.2. Scheme de British Airways

La siguiente operación que se realizó fue el scheme de British Airways. Esta operación consistió en la adquisición del 90,02% de las acciones de British Airways por una sociedad española, BA Holdco, convirtiéndose así, como en el caso de Iberia, en una sociedad holding de British Airways. Realmente el concepto con el que debemos relacionar a British Airways es el de scheme of arrangement. Se trata de un acuerdo entre una compañía y sus accionistas de cara a la realización de una reestructuración financiera o si lo relacionamos con este caso, la creación de una empresa holding, BA Holdco.

El objetivo de este movimiento es diferenciar las compañías aéreas que seguirán trabajando bajo sus respectivos nombres de los poseedores de las acciones que se incorporen a IAG.

Por tanto, la fusión quedó de la siguiente forma, Iberia y BA Holdco fueron absorbidas por IAG pasando a ser esta el titular de ambas empresas.

9.2.3. Fusión de IAG

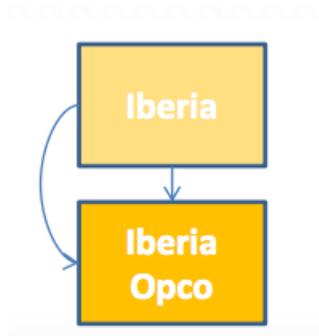
La fusión se realizó conforme a las leyes españolas y como ya se ha explicado con anterioridad, BA Holdco e Iberia fueron absorbidas por IAG. Esto conllevó la transmisión de la totalidad de los derechos, patrimonios y obligaciones a IAG emitiendo acciones a modo de contraprestación de acuerdo con la ecuación de canje que se realizó. La estructura de canje que se utilizó fue la siguiente:

Los accionistas ordinarios de British Airways recibieron una acción de IAG mientras que los accionistas de Iberia recibieron 1.0205 acciones de IAG por cada acción de Iberia.

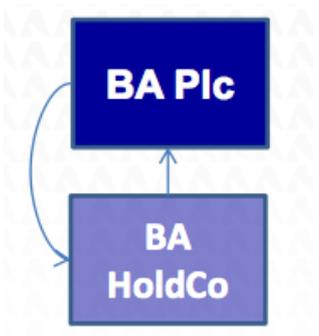
Como he hablado antes, ambas empresas contaban con participaciones cruzadas, pero quedaron excluidas del canje. Tras la fusión, los accionistas de British Airways pasaron a ser titulares del 56% de IAG, por lo que los de Iberia pasaron a ser titulares del 44% restante de IAG.

De forma gráfica:

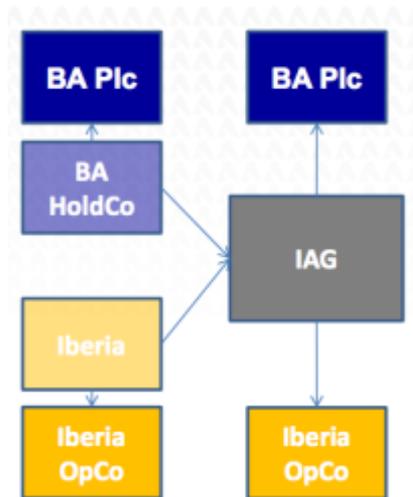
- Primer paso; Iberia traspasa a Iberia Opco todos sus activos. Iberia Opco emite acciones que pasaran a formar parte de Iberia.



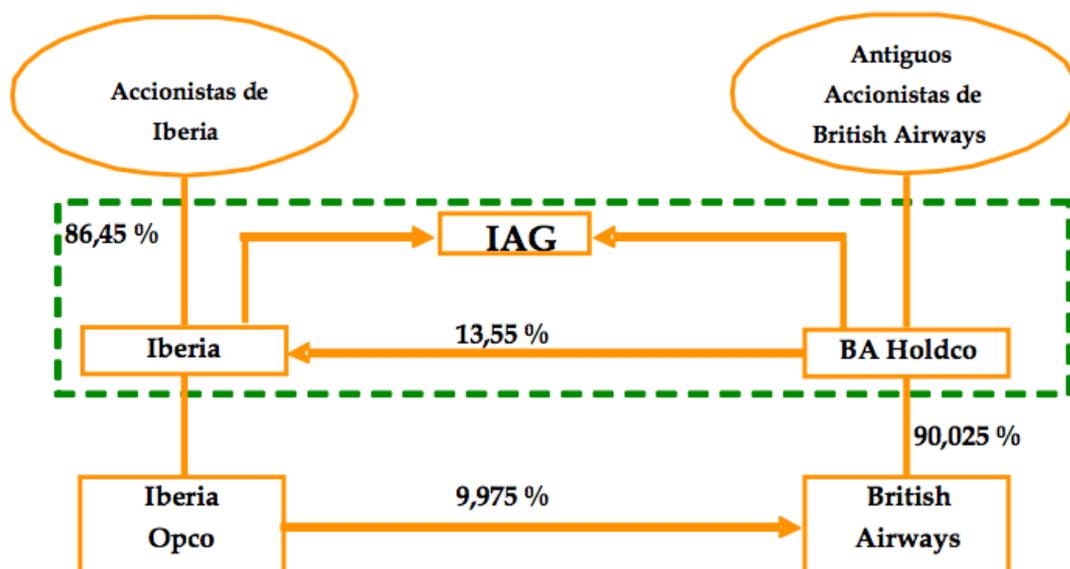
- Segundo paso; traspaso de los accionistas desde British Airways a su empresa Holding, la cual pasará a ser su titular.



- Tercer paso; Iberia y BA Holdco se liquidan y todos sus activos y pasivos, incluidas las acciones cruzadas, pasan a ser propiedad del grupo IAG. A modo de cambio el grupo emite las acciones en las proporciones acordadas en el pacto de fusión.



De forma más ilustrativa:



En cuanto a Iberia Opco, el grupo IAG pasará a poseer el 43,1% del capital social, así como el 86,45% de los derechos económicos de la empresa. El 13,55% restante lo mantendrá BA Holdco como fruto de la operación cruzada. Por otro lado, Iberia Opco mantendrá un 9,975% sobre British Airways, mientras que el 90,025% pertenecerá a IAG.

9.2.4. Estructuras de Nacionalidad

Esta es la última operación que integró la fusión. Los permisos de vuelo se otorgan por las respectivas autoridades de la aviación en cada país, por tanto, Iberia de acuerdo al estado español y British Airways de acuerdo al gobierno del Reino Unido. Al basarse en permisos emitidos en cada país se les exigen el

cumplimiento de que se llama la propiedad mayoritaria, es decir, el control efectivo de las compañías debe ser llevado por accionistas del Reino Unido en caso de British Airways o de accionistas españoles en el caso de Iberia.

El objetivo de la implementación de estas estructuras de nacionalidad es mantener los derechos de tráfico que posee cada aerolínea, esto se consigue a través de la posesión de al menos un 50,1% de los derechos políticos a cargo de accionistas británicos cuando nos referimos a British Airways. En el caso de Iberia también se exige este % en cuando al capital social, es decir, al menos un 50,1% de los derechos políticos y del capital social debe estar en manos de accionistas españoles.

En las fechas de la fusión, hablando de Iberia, la dirección General de Aviación Civil confirmó que Iberia Opco cumplió con los requisitos de estructura de nacionalidad necesarios para convertirse en aerolínea española. Lo mismo sucedió con British Airways, pero en este caso con la Civil Aviation Authority de Reino Unido.

9.3. Principales magnitudes

En esta última parte del trabajo se compone de tres valoraciones. La primera valoración consiste en la estimación de la cuenta de resultados de las tres compañías de forma agregada hasta el año 2016. Una vez obtenidas estas estimaciones se compararán con la cuenta de resultados del mismo periodo del grupo IAG. La diferencia serán los flujos de caja diferenciales o también conocido como sinergias.

Una vez obtenidas estas sinergias pasaremos a una segunda valoración. Calcularé el valor actual neto de las sinergias que la empresa tenía como objetivo obtener en el momento de la fusión. Estas sinergias objetivo las encontramos tanto en el “IAG Documento de Registro DEFINITIVO” como en las notas de prensa de la propia web corporativa, cuyo autor es el director de relación con inversores, Andrew Baker.

Como última valoración, sabiendo las sinergias que el grupo ha sido capaz de generar calcularé su valor en el 2010, teniendo así tres valoraciones distintas sobre las sinergias en la misma fecha.

Antes de realizar dichas operaciones, podemos encontrar a continuación un cuadro con las magnitudes que he considerado más relevantes de cada empresa antes y después de la fusión.

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

Millones libras	British Airways									
	2007	2008	2009	FUSIÓN	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ingresos	8.215	8.509	7.530		9.987	10.827	11.421	11.719	11.333	11.443
EBITDA	1.570	474	501		1201	953	1430	1806	2000	2158
EBIT	878	(220)	(231)		518	233	708	975	1239	1389
Rtdo ejercicio	726	(358)	(425)		672	(100)	281	702	1345	2508
Deuda neta	(991)	(1.310)	(2.382)		(4.943)	(5.743)	(5.852)	(4.976)	(4.769)	(3.709)

El objetivo de las dos tablas previas es tener una foto de la situación antes de que se diera la fusión y después, es decir, poder observar a grosso modo el efecto que ha tenido la operación sobre las empresas de manera individual en términos de ingresos, ebitda, ebit, resultado del ejercicio y deuda neta.

Lo primero que podemos destacar es la diferencia en la evolución de los ingresos entre las dos compañías. En Iberia, el volumen de ingresos los años anteriores a la fusión, exceptuando el 2009, fueron mayores que los generados en los 6 años post fusión que conocemos. En cuanto a British Airways, la evolución ha sido más notable, generando unos ingresos muy superiores a los obtenidos en años pre fusión. Como podemos apreciar, la operación benefició más a British Airways que a Iberia. La realidad es que Iberia hasta el año 2014 estaba

sumergida en una profunda crisis obteniendo resultados negativos hasta el 2014, año en el que revirtió la situación gracias a los ingresos financieros. Sin embargo, British Airways que en el 2009 obtuvo unas pérdidas de 425 millones de libras, consiguió revertir la situación generando unos beneficios de 672 millones en el 2011 hasta los 2.508 millones del último año.

Volviendo a lo relativo a las sinergias, para realizar este procedimiento utilizaré el modelo por descuento de flujos de caja.

Para llevar a cabo esta metodología por una parte debemos tener en cuenta las cuentas anuales del grupo del periodo 2010-2016. Por otro lado, debemos coger los flujos de caja de las distintas empresas que componen el grupo. Tanto con Iberia como con British Airways tendremos que estimar sus flujos de caja en el mismo periodo 2010-2016. En el año 2013 Vueling entra a formar parte del grupo por lo que también tendremos que estimar sus flujos de caja desde 2013 hasta 2016. Las sumas de estas estimaciones nos darán unos flujos de caja agregados que al ser comparados con los realmente obtenidos por el grupo obtendremos los diferenciales.

Estas estimaciones realizadas se han hecho teniendo en cuenta las variaciones del sector aéreo en el periodo estimado, escenarios en los que ha habido grandes fluctuaciones del precio del combustible y teniendo en cuenta la situación individual de cada compañía. En el caso de Iberia hasta el año 2012 se continuó con las estimaciones negativas para la compañía. El año 2012 supone un punto de inflexión debido a que es el año en el que realiza el ajuste de plantilla que necesitaba, motivo por el cual la compañía aumenta sus costes generales y de personal. Esta necesidad de reestructuración provino debido a los continuos cambios en el mercado. Desde entonces, las estimaciones resultaron mucho más positivas obteniendo beneficios hasta la fecha final estimada. En el caso de British Airways se estima que logra sobreponerse al golpe de la crisis aumentando los ingresos y logrando resultados positivos de nuevo, aunque muy inferiores a los 726 millones del año 2007. En el 2012, no logra continuar con la gestión de la crisis por lo que es un año que junto al 2013 reduce sus ingresos y aumenta sus costes debido también al aumento del precio del combustible. En

el 2013, reduce mínimamente sus ingresos respecto al año anterior, pero consigue reducir las pérdidas del 2012 gracias a la considerable disminución de los gastos generales. A partir de este año hemos estimado que la compañía ha continuado con el control de los gastos consiguiendo aumentar sus ingresos, lo que consecuentemente ha ido generando beneficios hasta la última fecha estimada. A su vez, el auge de las compañías con modelo de negocio “low cost carrier” también se ha tenido en cuenta a la hora de realizar las estimaciones. Una vez obtenidos los flujos de caja diferenciales utilizaremos el WACC para descontarlos. El WACC es el coste medio ponderado al cual una compañía se financia y contempla variables como el K_e (coste del equity), K_d (coste de la deuda), la tasa impositiva y las proporciones de equity y deuda que tenga la compañía. Como se observa en la tabla, el K_d se calcula dividiendo los intereses medio de la deuda (2008-2010) entre la deuda media del mismo periodo. Para ello también debemos tener en cuenta la ecuación de canje de las dos compañías, Iberia 44% y British Airways 56%, por lo que el K_d del grupo estará formado por el K_d de cada compañía y sus respectivas ponderaciones. El K_d del grupo resulta 2,54%. Este K_d es el coste medio contable el cual considero que es una aproximación razonable al precio de mercado.

En cuanto al K_e , entra en juego el modelo CAPM cuya expresión es la siguiente, $K_e = R_f + (R_m - R_f) \cdot \text{Beta}$, y relaciona la rentabilidad libre de riesgo que en este caso es el bono español a 10 años, 3,55%, la rentabilidad del mercado y la beta apalancada del grupo. Para obtener la beta apalancada hemos partido de la beta desapalancada del sector de aéreo proporcionada por la página web de Aswath Damodaran, cuyo valor es 0,63. Teniendo en cuenta el nivel de deuda del grupo obtendremos la beta apalancada que en este caso resulta de 1,67. Por tanto, el K_e es de 17,61% y el WACC resultante al que se van a descontar los flujos es 6,48%. Una vez descontados los flujos diferenciales obtenemos un VAN de €2.747,9 millones.

(Millones)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
BRITISH AIRWAYS	-1897	-2066	-2947	-3519	-3691	-3550	-3925
IBERIA	92	329	93	147	153	-479	-496
VUELING	-	-	-	23	24	75	79
NOF agregadas	-1805	-1737	-2854	-3349	-3514	-3953	-4342
NOF IAG	-1900	-1825	-3088	-3645	-4010	-4572	-5122
Diferencia	-95	-88	-234	-296	-496	-619	-780
VARIACION NOF		-6	146	62	200	123	162

En cuanto a las NOF, necesidades operativas de financiación, he optado por calcular la media histórica hallando el porcentaje sobre las ventas. Este porcentaje ha variado en función del desarrollo de cada compañía en el periodo estimado. En el caso de Iberia, históricamente venía realizando desinversiones por lo que he optado por mantener esta política hasta el año 2014, año en el que consolidaron los resultados positivos. Como consecuencia, las NOF resultaron positivas.

CASH FLOW DIFERENCIAL							
(Millones)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
EBIT	230	172	142	297	128	141	48
TAX	-69	-52	-43	-89	-38	-42	-14
NOPAT	161	120	99	208	90	99	34
DEPRECIACION	25	-84	328	-63	27	199	150
CASH FLOW OPERATIVO	186	36	427	145	117	297	184

(Millones €)	IBERIA	BRITISH AIRWAYS	TOTAL	%
Deuda financiera media 2008-2010	2621	6795	9416	70,9%
Intereses anuales medios 2008-2010	-51	-206	-256	
% Participación	44%	56%	100%	
Equity	1707	2151,6	3859	29,1%
Kd	1,93%	3,03%	2,54%	

Crecimiento	1,25%
Prima mercado	8,40%
Rm	11,95%
Rf	3,55%
Kd	2,54%
Beta desapalancada (Bu)	0,63
Beta apalancada (Be)= $Bu * (1 + (D * (1 - t)) / E)$	1,67
$Ke = Rf + (Rm - Rf) * Beta$	17,61%
Wacc	6,48%
VAN	2.747,9

Con el capex hemos realizado la misma operación. Hemos calculado los capex históricos y los hemos proyectado de acuerdo a nuestras estimaciones. En este caso hemos utilizado el capex agregado y no el diferencial debido a que la inversión en activo fijo del grupo resultaba mucho mayor que de manera agregada. En Iberia, como he argumentado previamente, hemos considerado que la política de desinversión de activo fijo ha continuado hasta el momento en el que la compañía fue capaz de consolidar sus resultados positivos, momento en el cual se optó por una política de inversión moderada sin realizar grandes inversiones en activo fijo.

En cuanto a British Airways, hemos realizado el mismo procedimiento calculando el promedio de los capex históricos y proyectándolos hasta el año 2016. Al igual que en el caso de Iberia, las proyecciones del capex están soportadas por el desarrollo de la compañía. En el caso de British Airways, esta política de inversión en activo fijo a largo plazo resulta insostenible debido a que es inferior a las amortizaciones anuales, por ello, se estima que a partir de 2016 la compañía vuelva a la política de inversión de los años 2006 y 2007 en los que realizaba desinversiones e inversiones por valor de 450 y 1.100 millones respectivamente. De forma agregada, los capex resultantes quedan incluidos en la siguiente valoración.

DCF Sinergias Estimadas							
(Millones €)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Cash Flow Operativo	185,7	35,8	427,4	145,2	117,1	297,4	183,7
Variación NOF	0	-6	146	62	200	123	162
Capex			-178	-173	-245	-265	-253
TOTAL CASH FLOWS	185,7	29,5	395,2	33,8	71,7	154,9	91,8
Renta Perpetua							1.785,3
DCF	185,7	29,5	395,2	33,8	71,7	154,9	1.877,1
VAN	2.747,9						

Una vez calculado el VAN de las sinergias diferenciales, voy a realizar el mismo proceso con las sinergias objetivo y con las sinergias que se han dado en la realidad.

DCF Sinergias Objetivo iniciales						
(Millones)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
TOTAL CASH FLOWS	134	140	166	279	346	400
Renta perpetua						7.743,3
DCF	125,8	123,5	137,5	217,0	252,8	5.587,1
VAN	6.443,7					

DCF Sinergias obtenidas por el grupo						
(Millones)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
TOTAL CASH FLOWS	134	116	235	122	121	210
Renta perpetua						4.065,2
DCF	125,8	102,3	194,7	94,9	88,4	2.933,2
VAN	3.539,3					

El VAN de las sinergias objetivo resulta €6.443,7 millones, mientras que el VAN de las sinergias realmente obtenidas es de €3.539,3 millones con el mismo WACC por lo que claramente podemos decir que no se han cumplido los objetivos inicialmente previstos. Aclarar que el motivo de no llegar hasta el 2016 es la falta de información sobre ese año en cuanto a objetivos de sinergia. El

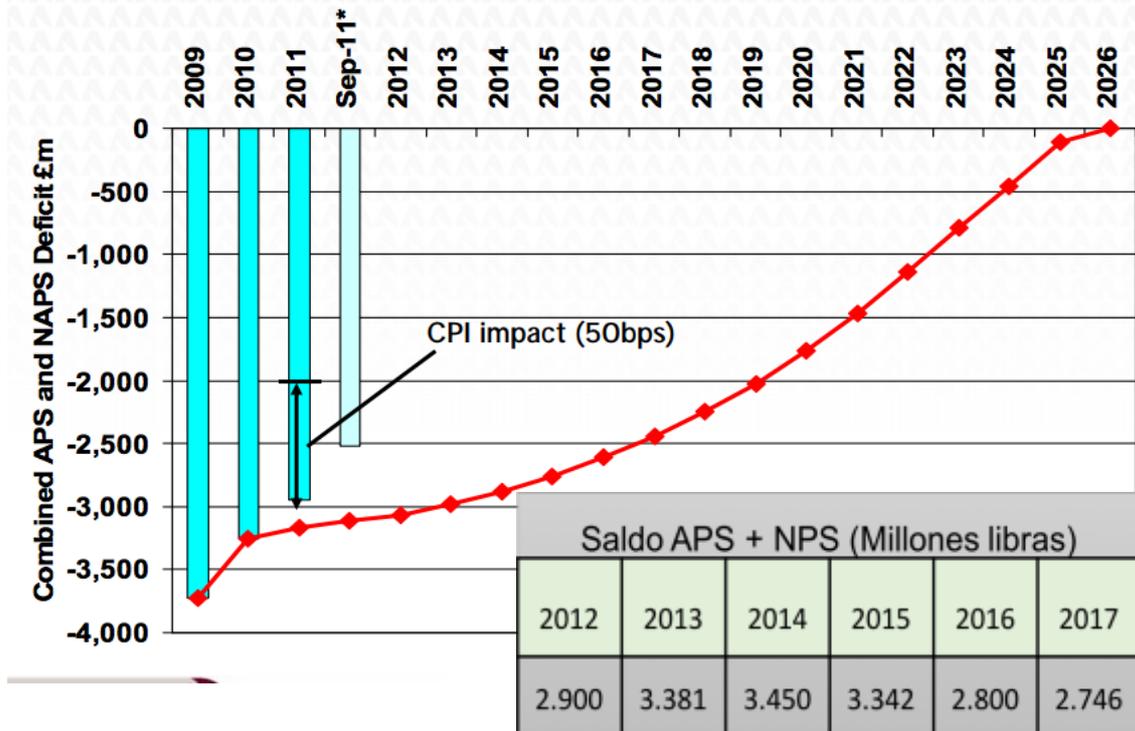
siguiente paso será justificar con distintos sucesos o motivos el hecho de que el grupo no haya sido capaz de cumplir dichos objetivos.

Cuando hablamos de la fusión y la evolución del grupo a lo largo de los años es necesario destacar el plan de pensiones de la compañía British Airways.

Las compañías pueden ofrecer distintos tipos de beneficios a sus empleados una vez se jubilen, incluido los planes de pensiones. Bajo la modalidad del plan definido de pensiones encontramos a la empresa British Airways. La compañía reconoce en su balance las obligaciones por dichos planes las cuales quedan sustentadas por el devenir de las inversiones realizadas, asumiendo la compañía el riesgo total. Si las obligaciones por el plan de pensiones son superiores a los activos del plan valorados a valor razonable tendremos un saldo deficitario, como en este caso. Esta breve descripción sobre las pensiones proviene de una de las partes del “Reading Emplome compensation: Post employment and Share based”, by Elaine Henry and Elizabeth A.Gordon. El gran problema de British Airways en fechas de fusión fue su enorme saldo deficitario de €3.700 Millones. A día de hoy, el saldo deficitario resulta de €3.130 millones según la propia compañía entre otras cosas por las bajadas de los tipos de interés que ha generado que las obligaciones se descuenten a una menor tasa.

A continuación, presento la evolución inicial esperada sobre el saldo de las pensiones recogida directamente de las cuentas anuales del grupo junto con el saldo real del déficit cada año. En estos gráficos podemos observar que no se han ido cumpliendo los objetivos de reducción de déficit hasta ahora.

Recovery plan on track



Es el año 2012 en el que se cumplen los objetivos establecidos de un saldo deficitario inferior a 3.000 millones de libras. Sin embargo, en 2013, año en el que se realiza la operación con Vueling, este saldo deficitario experimenta un gran aumento superando en 381 millones el objetivo del saldo de las pensiones en dicho año. Desde entonces, hasta el mes de marzo de 2017 la compañía ha ido incumpliendo el objetivo a pesar de que si ha ido reduciendo el saldo. Actualmente, el saldo se encuentra en 2.746 millones de libras frente al objetivo de 2.500. Los datos sobre el valor del fondo de pensiones provienen de las cuentas anuales del grupo, concretamente del apartado de obligaciones por prestaciones al personal.

En cuanto a este aspecto, lo que inicialmente se consideró como una operación con una ecuación de canje del 44% para Iberia y un 56% para British Airways ha quedado reflejado que en la realidad no ha sido así. British Airways se comprometió a realizar aportaciones hasta 2026 de alrededor de €380 millones. Al observar la evolución de los ingresos de ambas y conocer la existencia de un pacto de ingresos compartidos podemos sugerir, que no afirmar, el hecho de que

parte de esa evolución que se esperaba en los ingresos de Iberia han podido traspasarse al negocio de British Airways y con ello facilitar las aportaciones necesarias al fondo de pensiones. Para poder afirmar esto con certeza, debiera de realizarse un análisis exhaustivo de las rutas de ambas compañías comprobando si ante la posibilidad de existencia de rutas comunes, se han mantenido o se han cerrado las de Iberia a favor de British Airways. Recalcar que no deja de ser una sugerencia sobre lo que ha acontecido.

9.4. Conclusión

Una vez finalizado el trabajo ha quedado patente el objetivo que toda compañía exige a la hora de realizar una operación de M&A que es generar sinergias. El objetivo de este trabajo se ha cumplido, se ha calculado el valor de las sinergias generadas y se ha comprobado que estas sinergias creadas fueron realmente menores a las sinergias objetivo iniciales. En este aspecto, se contempló la posibilidad de intentar valorar el fondo de pensiones adjunto, de cara a comparar los objetivos iniciales de sinergias con las sinergias realmente obtenidas. El problema radicó en la dificultad que tenía dicha valoración y el utilizar una tasa de descuento que fuera correcta puesto que como el propio grupo indica, lo correcto sería mediante cálculos actuariales. Al final, se optó por realizar una valoración por diferenciales para calcular las sinergias en función de estimaciones propias y comparar las sinergias objetivo iniciales con las que ha obtenido el grupo, descontando ambos flujos a la misma tasa de descuento. Como ha quedado demostrado en los cálculos previos, la compañía no ha cumplido con los objetivos iniciales previstos. A fecha de la operación el grupo no contemplaba la realización de nuevas compras como fue el caso de Vueling, no contemplaba las grandes fluctuaciones tanto del valor de los activos como de las divisas y por supuesto no contemplaba la idea del no cumplimiento del objetivo de reducción del saldo deficitario de las pensiones. Esta operación con Vueling supuso la necesidad de dedicar esfuerzos del grupo a realizar una buena integración para lograr así un gran desarrollo futuro. Como hemos visto antes con la foto pre/post fusión, Iberia estuvo sumergida en un profundo plan de recuperación hasta el año 2014 en el que volvió a tener beneficios gracias al resultado financiero dado que partía de un ebit negativo. Por todo ello, debido a

los esfuerzos que ha tenido que ir realizando el grupo para paliar estos hechos, no ha sido capaz de llegar a generar las sinergias objetivo.

¿Ha sido buena la operación para los accionistas?

A la pregunta de sobre si la fusión ha sido buena para los accionistas, mi respuesta es sí. La realidad es que teniendo en cuenta la situación en la que estaban las dos compañías principales antes de la operación, solo se presagiaba un futuro aún más incierto sobre ellas y como consecuencia, una situación de tensión e incertidumbre para los principales accionistas. Por esta parte, habiendo visto la evolución de las cuentas, tanto de manera individual como del grupo durante los siguientes años sí que podría decirse que ha sido beneficioso para ellos, pero destacando lo ya mencionado anteriormente del no cumplimiento de los objetivos. Tanto el análisis ex/ante como el ex/post han resultado con VAN positivo por lo que se puede concluir que se ha creado valor para los accionistas.

A pesar de que no se hayan cumplido los objetivos iniciales del beneficio por acción, queda reflejado que si se ha creado valor para los accionistas resultando entre 1,74 € y 1,49€ por acción. Este resultado lo hemos obtenido a partir de la división del valor actual de las sinergias entre el número de acciones sin haber tenido en cuenta el efecto del déficit del plan de pensiones de British Airways. En caso de haberse incluido en la valoración la ecuación de canje habría variado de forma favorable a Iberia. Actualmente, los buenos resultados de la compañía reflejan el buen estado de su capacidad financiera para hacer frente a dicho saldo deficitario.

Recientemente, según la auditora Skytrax, compañía dedicada a realizar análisis y comparativas entre las diferentes aerolíneas y aeropuertos del mundo, ha revelado el top 100 de las aerolíneas mundiales. En este top 100, la mejor posicionada del grupo es British Airways (nº40, nº26 en 2016), le sigue Iberia (puesto 42, 52 en 2016) y por último Vueling que entra en el top 100 situándose en el puesto 88.

10. Bibliografía

- **Web corporativa de IAG.**
- **Memoria y cuentas anuales de Iberia y British Airways en el periodo 2007-2010.**
- **Memoria y cuentas anuales Vueling año 2013.**
- **Memoria y cuentas anuales IAG periodo 2010-2016.**
- **Documentos presentados para la fusión, IAG Nota sobre las Acciones, IAG Documento de Registro Definitivo y Overview of IAG consolidation.**
- **Report de ACETA, Asociación de compañías españolas de transporte aéreo.**
- **Report sobre Airline Business Model de la Agencia aeroespacial alemana.**
- **The Value of synergy, Aswath Damodaran**
- **Reading Employee compensation: Post employment and Share based, by Elaine Henry, PhD, CFA, and Elizabeth A. Gordon, PhD, MBA, is a Temple University (USA).**
- **IAG, Presentaciones anuales del día de los Mercados de Capitales**

11.Anexo

En el anexo se encuentran las cuentas de resultados de las hipótesis planteadas, es decir, IAG fusionada, la cuenta agregada de las estimaciones de las tres compañías y la PyG diferencial resultante.

IAG FUSIONADA							
PyG (en mill €)	2.010	2.011	2.012	2.013	2.014	2.015	2.016
Ingresos de explotación	14.798	16.103	18.117	18.569	20.170	22.858	22.567
Aprovisionamiento	(5.419)	(6.610)	(7.906)	(7.877)	(8.050)	(8.602)	(7.495)
Gastos de personal	(3.790)	(3.799)	(4.579)	(4.221)	(4.585)	(4.905)	(4.824)
Gastos generales	(4.300)	(4.281)	(4.831)	(4.930)	(5.389)	(5.726)	(6.477)
EBITDA (EBE)	1.289	1.413	801	1.541	2.146	3.625	3.771
Amortizaciones	(1.064)	(969)	(1.214)	(1.014)	(1.117)	(1.307)	(1.287)
EBIT	225	444	(413)	527	1.029	2.318	2.484
Resultado Financiero	(141)	98	(384)	(300)	(201)	(517)	(122)
RAI	84	542	(797)	227	828	1.801	2.362
Impuestos	(16)	(40)	112	(76)	(175)	(285)	(410)
Resultado del Ejercicio	68	502	(685)	151	653	1.516	1.952



AGREGADO

PyG proyectada (en mill €)	2.010	2.011	2.012	2.013	2.014	2.015	2.016
Ingresos de explotación	14.472	14.834	14.483	15.813	16.201	17.141	17.553
Aprovisionamiento	(5.375)	(5.441)	(5.726)	(5.827)	(5.725)	(5.600)	(5.653)
Gastos de personal	(3.751)	(3.743)	(3.908)	(3.741)	(3.654)	(3.567)	(3.610)
Gastos generales	(4.311)	(4.351)	(4.518)	(4.938)	(4.832)	(4.688)	(4.717)
EBITDA (EBE)	1.034	1.299	331	1.307	1.991	3.285	3.573
Amortizaciones	(1.039)	(1.053)	(1.086)	(1.077)	(1.090)	(1.108)	(1.137)
EBIT	(05)	245	(755)	230	901	2.177	2.436
Resultado Financiero	(69)	57	(178)	(104)	181	(179)	90
RAI	(75)	302	(933)	126	1.082	1.998	2.526
Impuestos	22	(91)	280	(38)	(325)	(599)	(758)
Resultado del Ejercicio	(52)	211	(653)	88	757	1.399	1.768



DIFERENCIAL							
PyG (en mill €)	2.010	2.011	2.012	2.013	2.014	2.015	2.016
Ingresos de explotación	326	1.505	3.634	2.756	3.969	5.717	5.014
Aprovisionamiento	(44)	(1.261)	(2.180)	(2.050)	(2.325)	(3.002)	(1.842)
Gastos de personal	(39)	(127)	(671)	(480)	(931)	(1.338)	(1.214)
Gastos generales	11	(30)	(313)	08	(557)	(1.038)	(1.760)
EBITDA (EBE)	255	87	470	234	155	340	198
Amortizaciones	(25)	84	(328)	63	(27)	(199)	(150)
EBIT	230	172	142	297	128	141	48
Resultado Financiero	(72)	41	(206)	(196)	(382)	(338)	(212)
RAI	159	213	(64)	101	(254)	(197)	(164)
Impuestos	(06)	131	(168)	(42)	500	314	348
Resultado del Ejercicio	152	344	(232)	59	246	117	184

IBERIA							
PyG proyectada (en mill €)	2.010	2.011	2.012	2.013	2.014	2.015	2.016
Ingresos de explotación	4.592	4.707	4.659	4.892	5.088	5.317	5.509
Aprovisionamiento	(1.382)	(1.347)	(1.428)	(1.321)	(1.308)	(1.295)	(1.311)
Gastos de personal	(1.314)	(1.288)	(1.391)	(1.217)	(1.205)	(1.193)	(1.205)
Gastos generales	(2.016)	(1.976)	(2.072)	(2.000)	(1.982)	(1.952)	(1.972)
EBITDA (EBE)	(120)	96	(232)	354	593	877	1.021
Amortizaciones	(179)	(184)	(190)	(192)	(195)	(204)	(215)
EBIT	(299)	(88)	(423)	162	399	673	806
Resultado Financiero	(31)	(32)	(16)	(62)	80	(39)	46
RAI	(330)	(120)	(439)	100	479	634	852
Impuestos	99	36	132	(30)	(144)	(190)	(256)
Resultado del Ejercicio	(231)	(84)	(307)	70	335	444	597

BRITISH AIRWAYS							
PyG proyectada (en mill €)	2.010	2.011	2.012	2.013	2.014	2.015	2.016
Ingresos de explotación	9.881	10.128	9.824	9.775	9.921	10.566	10.725
Aprovisionamiento	(3.994)	(4.093)	(4.298)	(4.169)	(4.086)	(3.984)	(4.023)
Gastos de personal	(2.437)	(2.455)	(2.517)	(2.431)	(2.358)	(2.288)	(2.322)
Gastos generales	(2.295)	(2.376)	(2.446)	(2.324)	(2.254)	(2.164)	(2.196)
EBITDA (EBE)	1.154	1.203	563	851	1.223	2.131	2.183
Amortizaciones	(861)	(869)	(896)	(878)	(888)	(897)	(915)
EBIT	294	334	(332)	(27)	335	1.234	1.268
Resultado Financiero	(38)	89	(162)	(66)	107	(136)	46
RAI	255	422	(494)	(93)	442	1.099	1.314
Impuestos	(77)	(127)	148	28	(133)	(330)	(394)
Resultado del Ejercicio	179	296	(346)	(65)	309	769	920

VUELING					
PyG proyectada (en mill €)	2.012	2.013	2.014	2.015	2.016
Ingresos de explotación	1.102	1.146	1.192	1.257	1.320
Aprovisionamiento	(340)	(337)	(332)	(322)	(318)
Gastos de personal	(95)	(93)	(90)	(87)	(84)
Gastos generales	(627)	(615)	(596)	(572)	(549)
EBITDA (EBE)	40	102	174	277	369
Amortizaciones	(06)	(07)	(07)	(07)	(07)
EBIT	33	95	167	270	361
Resultado Financiero	04	24	(06)	(04)	(02)
RAI	38	119	161	266	359
Impuestos	(12)	(36)	(48)	(80)	(108)
Resultado del Ejercicio	49	83	113	186	252

