



Universidad de Valladolid

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Trabajo de Fin de Grado

Grado en Economía

Valoración de Ryanair Holdings, Plc.

Presentado por:

Rodrigo Álamo Sanz

Tutelado por:

Mohd Hussein Issa-Jrab

Valladolid, 19 de Julio de 2016

ÍNDICE

1. ABSTRACT / RESUMEN	4
2. INTRODUCCIÓN	5
3. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA	7
3.1. HISTORIA Y SITUACIÓN ACTUAL	7
3.2. COMPETIDORES	8
3.3 ANÁLISIS DE FUERZAS COMPETITIVAS SEGÚN PORTER	9
3.4 ANÁLISIS DAFO	10
3.5 ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO	11
3.5.1 Cuenta de resultados	11
3.5.2 Balance	13
3.5.3 Flujos de caja	14
3.5.4 Estudio de ratios	16
4. MÉTODOS DE VALORACIÓN	17
4.1. MÉTODOS BASADOS EN EL BALANCE	17
4.2. MÉTODOS BASADOS EN LA CUENTA DE RESULTADOS	18
4.3. MÉTODOS BASADOS EN EL DESCUENTO DE FLUJOS (CASH FLOW).	18
5. VALORACIÓN DE LA EMPRESA	19
5.1 CÁLCULO DE LA TASA DE DESCUENTO	19
5.1.1 Capital y deuda E y D	19
5.1.2 Coste del capital R_e	20
5.1.1.1 Tipo de interés del activo libre de riesgo	20
5.1.1.2 Beta	20
5.1.1.3 La prima de riesgo del mercado	21
5.1.2 Coste de la deuda R_d	22
5.1.2 Tipo impositivo t	22
5.2 CÁLCULO DE LOS FLUJOS DE CAJA DE LOS PRÓXIMOS PERIODOS	23
5.2.1 Cálculo de la tasa de crecimiento g	24
5.3 RESULTADO DE LA VALORACIÓN	27
6. CONCLUSIONES	28
7. BIBLIOGRAFÍA	29

ÍNDICES DE TABLAS, CUADROS, FIGURAS E ILUSTRACIONES

<i>Tabla 3.1: Análisis DAFO</i>	10
<i>Tabla 3.2: Cuenta de resultados 2013-2016</i>	11
<i>Tabla 3.3: Balance 2013-2016</i>	13
<i>Tabla 3.4: Estado de flujos de efectivo 2013-2016</i>	14
<i>Tabla 3.5: Estudio de ratios</i>	16
<i>Tabla 5.6: Estado de capital y deuda 2013-2016</i>	19
<i>Tabla 5.7: Cálculo de flujos libres de efectivo</i>	23
<i>Tabla 5.8: Facturación, EBIT y beneficio neto</i>	24
<i>Tabla 5.9: Pronóstico del crecimiento del PIB en la Unión Europea 2014-2021</i>	25
<i>Tabla 5.10: Pronóstico de crecimiento de los flujos de efectivo de la empresa</i>	26
<i>Tabla 5.11: Pronóstico de flujos de efectivo 2013-2019</i>	27
<i>Tabla 5.12: Valoración del capital y precio por acción</i>	27
<i>Ecuación 5.1: Weighted Average Cost of Capital</i>	19
<i>Ecuación 5.2: Coste del capital según el Capital Asset Pricing Model</i>	20
<i>Ecuación 5.3: Valor del capital de la empresa</i>	27
<i>Ilustración 3.1: Variación en la cuenta de resultados</i>	12

1. ABSTRACT / RESUMEN

This TFG conveys a valuation report on the strategic mainlines and the equity of the company Ryanair Holdings Plc.

To do so, I have implemented a discounted cash flow method, specifically the Free Cash Flow for the Firm or FCFF method.

The information gathered and computed for the valuation is based on subjective assumptions on the future behaviour of the airline,

My estimations result on a share price higher than the listed share price of Ryanair, considering it a succesful investment oportunity.

Keywords: valuation, Ryanair, free cash flows.

Este TFG consiste en un informe de valoración de las líneas maestras estratégicas y del capital de la empresa Ryanair Holdings, Plc.

Para llevarlo a cabo he empleado un método de descuento de flujos de caja, concretamente el Descuento de Flujos Libres de Caja para la Empresa o FCFF. La información recogida y calculada para la valoración está basada en valoraciones subjetivas sobre el comportamiento futuro de la aerolínea.

Mis estimaciones resultan en un precio por acción más alto que el precio de la acción cotizada de Ryanair, considerándola una oportunidad de inversión exitosa.

Palabras clave: valoración, Ryanair, flujos libres de caja.

Clasificación JEL:G12, L93

2. INTRODUCCIÓN

A la hora de decidir una inversión en un proyecto empresarial a largo plazo, son dos los pilares en los que nos basamos. Primero es la viabilidad del negocio, su modelo, su estabilidad financiera y sus fundamentales. Una vez elegido un proyecto que se presume viable, el otro pilar es su valoración, su precio. ¿Será beneficioso adquirir esta empresa? ¿hay potencial de crecimiento para la inversión?.

A lo largo de este TFG, pretendo aunar ambos pilares, el de las operaciones y el de su valoración, entendidas como partes de un todo, y aplicar esto a una empresa real. Mi objetivo es plasmar como se valoran los fondos propios de una empresa, siempre teniendo en cuenta la multitud de consideraciones y variables presentes y la complejidad de este proceso.

Para ejemplificar este trabajo he elegido a Ryanair, una aerolínea irlandesa cuyo modelo de negocio ha supuesto una revolución en un sector maduro como el del transporte aéreo de pasajeros, y que personalmente siempre me ha llamado la atención, tanto en la parte pura de negocio como en las externalidades positivas que ha generado en la sociedad.

La empresa irlandesa supo adaptar un modelo de negocio como el de Southwest Airlines a Europa, para después “superar al maestro” y mejorar la eficiencia en costes hasta convertirse en líder mundial

En el lado más sociológico, Ryanair y por ende todas las aerolíneas low-cost han formado y forman parte del proceso de integración europea, y son un factor clave para la consecución y mantenimiento de la Europa abierta, interconectada y dinámica que mi generación *millennial* ha conocido y está disfrutando.

En primer lugar hablaré de la parte estratégica del negocio de Ryanair, las fuerzas competitivas que sobre ella actúan, su posición absoluta en el mercado y relativa respecto a sus competidores. Principalmente emplearé las publicaciones del profesor Michael Porter como guía en esta parte, además de los datos sobre el posicionamiento en el sector de las aerolíneas.

Entrando después en el ámbito puramente financiero, presentaré los distintos motivos para valorar una empresa y los métodos con los que se llevan a cabo, para después realizar una valoración de Ryanair.

De esta aerolínea contamos con mucha información contable al ser una empresa cotizada (en Dublín, Londres y Nueva York), que opera exclusivamente en Europa, y que cuenta con una estructura societaria relativamente sencilla. Todo esto nos facilitará la valoración financiera de la compañía.

En cuanto a la información empleada para elaborar la valoración del capital, he empleado las cuentas anuales expresadas en € y recogidas en los informes anuales de Ryanair¹, tomadas de la plataforma financiera Google Finance.

¹ El informe anual del año 2016 no ha sido tenido en cuenta en ciertos apartados, al haber sido publicado parcialmente cuando este TFG estaba ya siendo elaborado.

3. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

3.1. HISTORIA Y SITUACIÓN ACTUAL

Ryanair nace en el año 1985 en Irlanda, fundada por el empresario Tony Ryan y volando con una sola aeronave de segunda mano en la corta ruta Waterford-Londres Gatwick. Al año siguiente, y gracias a la liberalización parcial del mercado aéreo británico, Ryanair comienza a operar la ruta Dublín-Londres, con tarifas un tercio más baratas que sus competidores, las aerolíneas de bandera Aer Lingus y British Airways.

Tras años ampliando rutas entre otros aeropuertos irlandeses y británicos, en 1991 la empresa entró en pérdidas, y se enfrentó a una reestructuración que comenzó con la contratación del mediático CEO Michael O'Leary.

La adopción de los precios bajos como misión es la clave de todo este proceso, que adapta el modelo "no frills" de la norteamericana Southwest Airlines al mercado europeo.

En los años sucesivos Ryanair comienza a volar al continente, a establecer nuevas bases operativas, y a operar los Boeing 737 que suponen una de las claves de su estrategia de costes y que comprenden hoy el 100% de su flota.

Ya en los 2000, a la vez que continúa su frenética expansión en rutas y bases, la aerolínea genera casi todas sus ventas en la red, e introduce cada vez más medidas de ahorro de costes que fueron criticadas por excéntricas y que hoy en día son el estándar en los vuelos europeos.

Desde 2014 Ryanair está llevando a cabo un cambio en su estrategia de CRM y en su cliente objetivo.

Ha pasado de la hostilidad hacia el cliente hasta un trato igual que cualquier otra aerolínea a pesar de los bajos precios, incluyendo sobretodo concesiones con el equipaje de mano. A la vez seguía añadiendo a sus destinos aeropuertos principales y más cercanos a los centros económicos, como Milán-Malpensa, Bruselas-Zaventem o Barcelona-El Prat.

Después de 30 años, Ryanair ha supuesto una revolución en los cielos del viejo continente que hace que hoy el 35% de los pasajeros que se mueven en Europa sean transportados por aerolíneas “low cost”, y la han llevado a ser la primera aerolínea en Europa en pasajeros, a emplear directamente a 9500 personas, operar en 84 bases, volar una flota de 349 aviones y tener la tarifa media más baja de Europa.

3.2. COMPETIDORES

Ryanair es una aerolínea low-cost que opera exclusivamente en el ámbito europeo, y cuenta como principales competidores en el sector a Easyjet, Vueling, Wizzair y Norwegian.

- Easyjet: principal rival, segunda low-cost europea. Varía el modelo de los LCC's volando a aeropuertos hub principales en vez de los secundarios que opera su rival irlandés, consiguiendo más porcentaje de viajeros de negocios.
- Vueling: aerolínea propiedad del grupo IAG (British Airways e Iberia). Pese a los precios más elevados, s una de las pocas LCC que opera vuelos con conexión y tiene una fuerte presencia en destinos vacacionales en Italia y España.
- Wizzair: empresa húngara con fuerte presencia en Europa del Este. Es una de las pocas rivales que, en ciertas rutas, llega a rivalizar en tarifas con Ryanair.
- Norwegian Air Shuttle: aerolínea noruega, actualmente expandiendo rutas hacia destinos de ocio en Italia, Francia y España, dominados por Ryanair. También está introduciendo el low-cost en vuelos de largo alcance, hacia EEUU, Tailandia y Sudamérica.

3.3 ANÁLISIS DE FUERZAS COMPETITIVAS SEGÚN PORTER

Poder negociador de proveedores

- Mayor operador europeo de Boeing, gran poder negociador.
- Coste de cambio de proveedor de aviones muy grande.
- Oferta muy grande de aeropuertos pequeños, fuerza muy atomizada.

Amenaza de nuevos entrantes

- Aerolíneas tradicionales adoptando modelos point-to-point (fusión de Clickair y Vueling por parte de IAG).
- Low-cost extraeuropeas que quieren entrar al mercado (flyDubai, AirArabia).

Competencia interna

- Competidores añadiendo extras (Vueling conexiones, Easyjet flexibilidad, etc.)
- Crecimiento rápido en slots de otras compañías (WizzAir).

Amenaza de sustitutos

- Inversión creciente en TAV, que afecta rutas de hasta 1000 km.
- Compañías de autobús low-cost, que roban los clientes más sensibles al precio hasta 1000 km.

Poder negociador de clientes

- Muy alto, los clientes cambian de aerolínea con facilidad.
- Los clientes de Ryanair son aún más propensos al precio.
- Popularidad de comparadores en auge.

3.4 ANÁLISIS DAFO

Este tipo de examen nos va a dar una imagen sobre la situación de la empresa y posibles tendencias futuras que podría adoptar, identificando correctamente las debilidades, amenazas, fortalezas y oportunidades a las que debe enfrentar o tiene acceso la empresa.

Tabla 3.1: Análisis DAFO

Debilidades	Amenazas
<ul style="list-style-type: none"> • Imagen de marca low-cost, de mal trato al cliente. • Estacionalidad de los ingresos, muy centrados en periodos vacacionales. • Slots en aeropuertos pequeños y alejados de las ciudades principales (Bruselas-Charleroi, Frankfurt-Hahn, Düsseldorf-Weeze). 	<ul style="list-style-type: none"> • Pérdida de enfoque. Muchos expertos afirman que, por ejemplo, la absorción de Aer Lingus habría supuesto apartarse de la línea de negocio exitosa. • Variables externas. Accidentes, variaciones en el precio del combustible.
Fortalezas	Oportunidades
<ul style="list-style-type: none"> • Mejor estructura de costes de todos los rivales, que permite tener las tarifas más bajas. • Propensión a innovar. Abrieron camino en cobrar por equipaje, venta y facturación online,... • Tamaño. Es ya la aerolínea europea más grande, y un mayor volumen permite economías de escala y costes aún más bajos. 	<ul style="list-style-type: none"> • Mejorar el servicio al cliente y la imagen de marca. • Crecimiento en el mercado de viajeros de negocios. • Nuevas aeronaves más eficientes. • Crecimiento en rutas y en frecuencias, expansión de la UE podría generar aún más oportunidades de crecer.

3.5 ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO

Antes de valorar Ryanair, realizaré un análisis de su estado financiero, a partir de la Cuenta de Resultados, Balance, Estado de Flujos de Efectivo y ratios contables relevantes, analizando sus movimientos en los últimos años. Las cuentas de Ryanair se publican a año cierre el 31 de Marzo.

3.5.1 Cuenta de resultados

Tabla 3.2: Cuenta de resultados 2013-2016

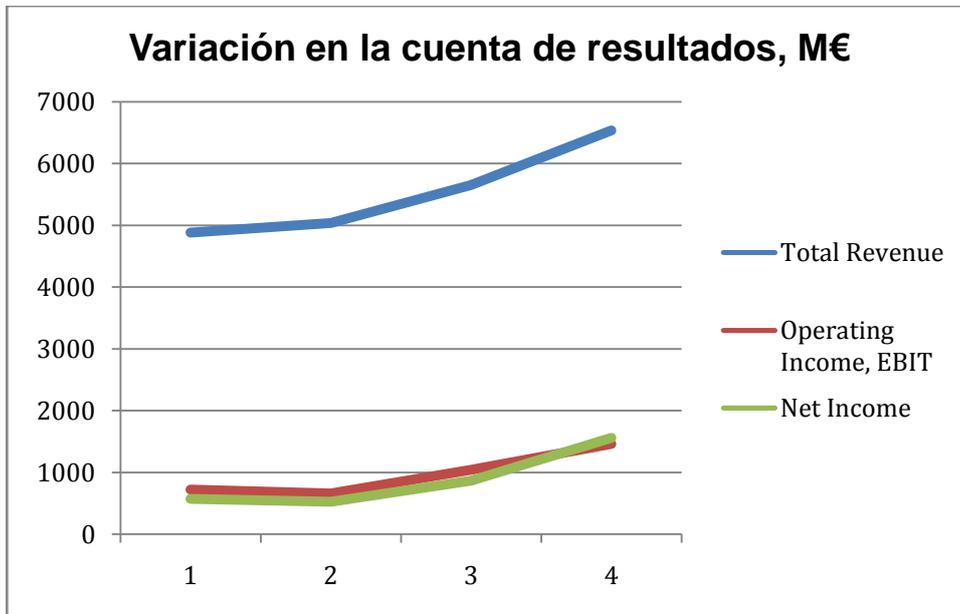
In Millions of EUR	31/03/16	31/03/15	31/03/14	31/03/13
Revenue	6,535.80	5,654.00	5,036.70	4,884.00
Other Revenue, Total	-	-	-	-
Total Revenue	6535,8	5654	5036,7	4884
Variación %	16%	12%	3%	
Cost of Revenue, Total	3,655.20	3,387.20	3,268.40	3,540.10
Gross Profit	2,880.60	2,266.80	1,768.30	1,343.90
Selling/General/Admin. Expenses, Total	993.20	846.20	757.90	296.10
Research & Development	-	-	-	-
Depreciation/Amortization	427.30	377.70	351.80	329.60
Interest Expense(Income) - Net Operating	-	-	-	-
Unusual Expense (Income)	-	-	-	0.00
Other Operating Expenses, Total	-	-	-	-
Total Operating Expense	5,075.70	4,611.10	4,378.10	4,165.80
Operating Income, EBIT	1460,1	1042,9	658,6	718,2
Variación %	40%	58%	-8%	
Interest Income(Expense), Net Non-Operating	-	-	-	-
Gain (Loss) on Sale of Assets	-	-	0.00	0.00
Other, Net	-	-	-	-
Income Before Tax	1,721.90	982,4	591.40	650.90
Income After Tax	1,559.10	866,7	522.80	569.30
Minority Interest	-	-	-	-
Equity In Affiliates	-	-	-	-
Net Income Before Extra. Items	1,559.10	866.70	522.80	569.30
Accounting Change	-	-	-	-
Discontinued Operations	-	-	-	-
Extraordinary Item	-	-	-	-
Net Income	1559,1	866,7	522,8	569,3
Variación %	80%	66%	-8%	

Fuente: Ryanair Annual Report y elaboración propia

Empezamos observando la cuenta de resultados de los últimos 4 años, y vemos como Ryanair ha generado un importante crecimiento en este periodo. Todos los indicadores importantes (facturación, EBIT e ingreso neto) crecen, y cabe destacar el gran impulso que reciben los resultados de la compañía en el último ejercicio 2016, favorecido principalmente por la coyuntura económica y el precio del petróleo.

Es importante indicar que las aerolíneas emplean técnicas de *hedging*² para intentar aislar las fluctuaciones del precio del carburante en sus resultados, normalmente a 18 meses.

Ilustración 3.1: Variación en la cuenta de resultados



Fuente: Ryanair Annual Report y elaboración propia

² Cobertura financiera sobre el precio del combustible, que normalmente supone un coste importante pero que aporta tranquilidad y estabilidad a los costes.

3.5.2 Balance

Tabla 3.3: Balance 2013-2016

Balance, Ryanair Holdings Plc.

In Millions of EUR	31/03/16	31/03/15	31/03/14	31/03/13
Cash & Equivalents	1259,2	1184,6	1730,1	1240,9
Short Term Investments	3062,3	3604,6	1498,3	2293,4
Cash and Short Term Investments	4321,5	4789,2	3228,4	3534,3
Accounts Receivable - Trade, Net	66,1	60,1	58,1	56,1
Total Receivables, Net	66,1	65,7	61,8	58,9
Total Inventory	3,3	2,1	2,5	2,7
Prepaid Expenses	-	133,9	121,6	64,9
Other Current Assets, Total	430,6	751,1	30	102,8
Total Current Assets	4821,5	5742	3444,3	3763,6
Property/Plant/Equipment, Total - Gross	-	7,681.60	6,948.50	6,527.10
Accumulated Depreciation, Total	-	-2,210.50	-1,888.20	-1,620.80
Intangibles, Net	46.80	46.80	46.80	46.80
Long Term Investments	0.00	371.00	260.30	221.20
Other Long Term Assets, Total	88.50	554.50	0.40	5.10
Total Assets	11218,3	12185,4	8812,1	8943
Accounts Payable	230.60	196.50	150.00	138.30
Accrued Expenses	2,112.70	417.10	705.90	431.60
Notes Payable/Short Term Debt	-	0.00	0.00	0.00
Current Port. of LT Debt/Capital Leases	449.90	399.60	467.90	399.90
Other Current liabilities, Total	576.30	2,332.80	950.70	941.90
Total Current Liabilities	3369,5	3346	2274,5	1911,7
Long Term Debt	3,573.10	4,032.00	2,615.70	3,098.40
Total Long Term Debt	3,573.10	4,032.00	2,615.70	3,098.40
Total Debt	4,023.00	4,431.60	3,083.60	3,498.30
Deferred Income Tax	385.50	462.30	368.60	346.50
Other Liabilities, Total	293.40	310.00	267.50	313.80
Total Liabilities	7621,5	8150,3	5526,3	5670,4
Common Stock, Total	7.70	8.70	8.80	9.20
Additional Paid-In Capital	719.40	718.60	704.20	687.80
Retained Earnings (Accumulated Deficit)	3,168.40	2,707.50	2,466.30	2,575.10
Treasury Stock - Common	-	-3.20	-	-
Other Equity, Total	-298.70	603.50	106.50	0.50
Total Equity	3596,8	4035,1	3285,8	3272,6

Fuente: Ryanair Annual Report y elaboración propia

Pasando a los últimos balances de Ryanair, observamos una expansión de cerca del 20% en los últimos ejercicios, financiada casi enteramente con pasivo y no con capital, cuya progresión es muy leve desde 2013.

En el balance de numerosas aerolíneas es muy relevante la cuenta de obligaciones a corto plazo, puesto que gran cantidad de aviones se operan en régimen de leasing, siendo las empresas financieras las que poseen los aviones que posteriormente alquilan a las operadoras.

Estos leasing fueron empleados por Ryanair en sus inicios, pero en la actualidad la gran mayoría de sus aeronaves son en propiedad, realizando a Boeing pedidos muy grandes -150 737 800 y 180 737 MAX200 en la actualidad- con los que consiguen unos descuentos de hasta el 50% sobre el precio en catálogo según algunos analistas.

3.5.3 Flujos de caja

Tabla 3.4: Estado de flujos de efectivo 2013-2016

In Millions of EUR	31/03/16	31/03/15	31/03/14	31/03/13
Net Income/Starting Line	1559,1	866,7	522,8	650,9
Depreciation/Depletion	427,3	377,7	351,8	329,6
Amortization	-	-	-	-
Deferred Taxes	-	-	-	-
Non-Cash Items	-342,8	55,3	-2,8	1,4
Changes in Working Capital	202,7	389,7	172,8	41,6
Cash from Operating Activities	1846,3	1689,4	1044,6	1023,5
Capital Expenditures	-1217,7	-788,5	-505,8	-310,7
Other Investing Cash Flow Items, Total	934,1	-2099,7	806,5	-1510,8
Cash from Investing Activities	-283,6	-2888,2	300,7	-1821,5
Financing Cash Flow Items	-	-	-	-
Total Cash Dividends Paid	-	-520,3	0.00	-491,5
Issuance (Retirement) of Stock, Net	-1103,2	-97,6	-465,3	-46,1
Issuance (Retirement) of Debt, Net	-384,9	1271,2	-390,8	-131,8
Cash from Financing Activities	-1488,1	653,3	-856,1	-669,4
Foreign Exchange Effects	-	-	-	-
Net Change in Cash	74,6	-545,5	489,2	-1467,4
Cash Interest Paid, Supplemental	-	-	-	-
Cash Taxes Paid, Supplemental	127,5	88,4	32,4	25,8

Fuente: Ryanair Annual Report y elaboración propia

En cuanto al estado de los flujos de caja obtenidos por Ryanair, vemos como el beneficio neto se ha doblado de 2015 a 2016, mientras que previamente vimos como en la cuenta de resultados ni la facturación ni el EBIT variaban en la misma proporción.

Una de las razones de estas divergencias se encuentra también aquí, puesto que vemos como el ingreso por operaciones varía poco de 2015 a 2016, indicando que ese fuerte incremento en el beneficio neto se debe a razones financieras y no operativas y de facturación.

Las inversiones en bienes de capital (CapEx) también se incrementan fuertemente, doblándose de 2015 a 2016.

La recompra de acciones supone un componente negativo importante para los flujos de caja a partir de la introducción de dicho programa en 2016, pero sin embargo se prevee que redunde en una mejor rentabilidad financiera futura de la compañía.

3.5.4 Estudio de ratios

Tabla 3.5. Estudio de ratios

Ratio // %	3/31/2015	3/31/2014	3/31/2013	3/31/2012
Liquidity Ratios				
Current Ratio	172%	151%	197%	214%
Quick Ratio	172%	151%	197%	213%
Cash Ratio	188%	144%	194%	219%
Profitability Ratios				
Gross Margin	40%	35%	36%	38%
Operating Margin	18%	13%	15%	16%
Pre-Tax Margin	17%	12%	13%	14%
Profit Margin	15%	10%	12%	13%
Pre-Tax ROE	24%	18%	20%	19%
After Tax ROE	21%	16%	17%	17%

Fuente: Ryanair Annual Report, nasdaq.com, elaboración propia

El estudio de los ratios de Ryanair nos ofrecerá información por un lado de la salud contable y por otro de la rentabilidad de la empresa.

Empezando por los ratios de liquidez, definen una empresa con buena salud financiera, al contar con un ratio corriente muy elevado que indica mucha liquidez disponible. Esto también se ve reflejado en el ratio de efectivo. Ryanair tiene una gran cantidad de fondos inmediatamente disponibles, y que gracias a los tipos de interés bajos no hace más que crecer, puesto que para ciertas inversiones le es menos costoso emitir bonos que repatriar fondos disponibles en otros países.

El Acid Test también es elevadísimo, en parte debido a que al ser una empresa de servicios, y concentrar sus esfuerzos en los costes bajos, los inventarios son pequeños.

Los ratios de rentabilidad también son propios de una empresa en crecimiento y con buenas cifras de negocio, siendo reseñable el retorno sobre el capital o ROE y su crecimiento a lo largo de los últimos ejercicios, así como el margen bruto de explotación, de los más altos en el sector del transporte aéreo.

4. MÉTODOS DE VALORACIÓN

La valoración de una empresa suele definirse como *“el proceso mediante el cual se obtiene una medición homogénea de los elementos que constituyen el patrimonio de una empresa o una medición de su actividad, de su potencialidad o de cualquier otra característica de la misma que interese cuantificar”* (Altair Consultores).

Esta definición nos lleva a dos conclusiones. Primero, que los aspectos de negocio de la empresa también son importantes a la hora de valorar, como hemos visto en páginas anteriores. Segundo, que existen diferentes formas de valorar una empresa según el objetivo que persigamos. A continuación vamos a nombrar algunos de estos métodos y explicar cuál es el elegido para valorar Ryanair.

4.1. MÉTODOS BASADOS EN EL BALANCE

Son procesos que emplean la información contenida en el balance de la empresa para su valoración. Por tanto, son métodos estáticos, que no tienen en cuenta el comportamiento operativo futuro de la empresa.

- Valor contable, valor en libros o *book value*. Valor de un activo a efectos contables. Valor de la acción en el balance de la empresa.
- Valor contable ajustado
- Valor sustancial
- Valor de liquidación

4.2. MÉTODOS BASADOS EN LA CUENTA DE RESULTADOS

Estos métodos se basan en el análisis de la cuenta de resultados de una empresa, empleando ciertas magnitudes en relación a otras o aplicándolas un multiplicador. Es un método empleado sobre todo a la hora de comparar unas empresas con otras, y en conjunto con otros métodos que tienen en cuenta expectativas como los de flujo de caja.

- Múltiplo del PER
- Múltiplo de ventas
- Múltiplo del EBITDA
- Otros múltiplos

4.3. MÉTODOS BASADOS EN EL DESCUENTO DE FLUJOS (CASH FLOW).

Este método considera la empresa como una verdadera inversión financiera, y aplica la premisa de que el valor de un activo es igual al valor actual de sus flujos de caja futuros. Emplea esos “cash flow”, descontados a una tasa apropiada para la empresa, con el objetivo de otorgar un valor a la empresa. Es el método que más se ajusta a las necesidades de valoración de una empresa que continúa operando, y el más fiel a la hora de dar un valor a la empresa para decantar una inversión, por eso es el que vamos a emplear para valorar Ryanair.

Para valorar esta empresa he empleado del método de descuento de flujos de efectivo, el FCFF o *Free Cash Flow for the Firm*. Ryanair es una compañía que genera flujos de caja de manera estable y por tanto adecuada para esta valoración.

El método de los flujos libres de caja también tiene inconvenientes. Al ser una valoración que toma datos subjetivos (factores de crecimiento futuros, tipo de interés libre de riesgo, beta,...) los resultados obtenidos están muy condicionados. Cualquier otro analista que realice una valoración de la misma empresa seguramente obtendrá valores distintos.

5. VALORACIÓN DE LA EMPRESA

5.1 CÁLCULO DEL LA TASA DE DESCUENTO

Calcular la tasa adecuada de descuento a la que actualizar los flujos de caja futuros que obtendrá la empresa es un paso clave para conseguir una correcta valoración. Para hacerlo, emplearé el concepto del *Weighted Average Cost of Capital*, que sigue la siguiente fórmula:

Ecuación 5.1: Weighted Average Cost of Capital

$$WACC = \frac{E}{E + D} R_e + \frac{D}{E + D} R_D (1 - t)$$

Aplicando esta teoría obtengo el resultado de WACC = 3'7%. Los pasos seguidos para obtener todos los componentes de la ecuación se detallan a continuación:

5.1.1 Capital y deuda E y D

Esta fórmula establece que el coste ponderado de financiación de una empresa es igual a la proporción de capital de la empresa por el coste de ese capital, más la proporción de deuda por el coste después de impuestos de esa deuda. Las cifras del capital y de la deuda, E y D, las obtenemos del último balance anual de Ryanair.

Tabla 5.6: Estado de capital y deuda 2013-2016

In Millions of EUR	31/03/16	31/03/15	31/03/14	31/03/13
Total Equity	3596,8	4035,1	3285,8	3272,6
Total Debt	4023	4431,6	3083,6	3498,3
E+D	7619,8	8466,7	6369,4	6770,9
E/(E+D)	47%	48%	52%	48%
D/(E+D)	53%	52%	48%	52%

Fuente: Ryanair Annual Report y elaboración propia

Ahora queda hallar el coste de financiación del capital R_e y el coste de financiación de la deuda R_d , que calcularé a continuación.

5.1.2 Coste del capital Re

El coste del capital Re lo calcularé a través de la fórmula del *Capital Asset Pricing Model* o CAPM (Sharpe, 1963):

Ecuación 5.2: Coste del capital según el Capital Asset Pricing Model

$$E(R_i) = r_f + \beta_i [E(R_m) - r_f]$$

La ecuación formulada por Sharpe establece que el coste de financiación del capital de la empresa es igual al tipo de interés libre de riesgo más la beta de la empresa por la prima de riesgo del mercado.

El resultado obtenido es un $Re = 6'59\%$, a través de los pasos que especifico a continuación:

5.1.1.1 Tipo de interés del activo libre de riesgo

El tipo de interés del activo libre de riesgo es la base del CAPM y de su resultado. Ryanair es una compañía irlandesa, que opera únicamente en Europa y que emite sus bonos en Irlanda y en Reino Unido, además de cotizar también en Londres y en Dublín.

Por lo tanto, para determinar el tipo de interés libre de riesgo utilizaré el estándar empleado en el cálculo del R_f , al ser Ryanair una compañía europea y que opera en Europa, vamos a utilizar el interés empleado por el consenso del mercado, que es el del bund alemán a 10 años.

En la fecha de valoración, 31 de Marzo, se situaba en el $0'158\%$.

5.1.1.2 Beta

En cuanto a la volatilidad de Ryanair respecto al mercado, la Beta, tomaré las cifras calculadas por las principales fuentes de información económica. Tanto el Financial Times, como Reuters, como Google Finance, cifran la Beta de la aerolínea en $0'88$.

Observamos que la Beta de Ryanair es menor que 1, lo que quiere decir que se trata de un activo ligeramente defensivo. Esto quiere decir que ante variaciones del mercado, Ryanair variará menos, tan solo un 80% de la variación total.

Este resultado de la correlación con el mercado se debe al sector y al segmento concreto del mercado en el que opera Ryanair. El precio del carburante supone prácticamente un 50% de sus costes totales, y el precio del petróleo no está necesariamente correlacionado con los mercados bursátiles³. Así, pese a que la cifra de negocio de Ryanair fluctúe con el comportamiento general de la economía, un alza del petróleo puede variar completamente los resultados de la empresa.

5.1.1.3 La prima de riesgo del mercado

El ERP o *Equity Risk Premium* es la prima por interés que el mercado otorga al activo en cuestión respecto del activo libre de riesgo.

De nuevo he empleado como activo libre de riesgo la rentabilidad del *bund* alemán a 10 años a fecha de 31 de Marzo de 2016, que es del 0,158%.

Como retorno del mercado he empleado el retorno del Eurostoxx50 en los últimos 30 años. He empleado este selectivo porque Ryanair cotiza principalmente en Europa, y sus operaciones se centran en la Unión Europea más algún otro país de la zona, por tanto es fácil definir Europa como su mercado único y principal, y el Eurostoxx50 como selectivo principal de este.

El retorno del Eurostoxx50 en los últimos 30 años es de 7,47%, y el tipo de interés libre de riesgo como hemos visto antes es del 0,158%.

Operando la fórmula, el ERP de Ryanair será del 7,312%.

³ Estudio disponible en <http://www.marketwatch.com/story/heres-why-the-relationship-between-oil-and-stocks-is-fading-2016-04-04>

5.1.2 Coste de la deuda R_d

Para estimar el coste de la deuda, me he dirigido a los datos históricos, y la última emisión de bonos de la empresa, que se realizó en Marzo de 2015, con un cupón del 1'125%.

En esta emisión, la deuda de Ryanair recibió una calificación de BBB+ tanto por Fitch como por Standard&Poor's. Las condiciones en esa fecha eran bastante similares a las actuales, con la rentabilidad del *bunda* 10 de Marzo en un tipo de interés del 0'238%.

Como hemos observado en la primera parte de este TFG, los fundamentales de Ryanair no han variado demasiado en el último año, y sus resultados han sido incluso mejores, por lo que puede aceptarse el coste de la deuda en la última emisión como el actual si se produjese una nueva emisión de bonos.

Tomo por tanto el cupón del bono en Marzo de 2015, un 1'125%.

5.1.2 Tipo impositivo t

El tipo impositivo t será el tipo de interés del impuesto de sociedades presente en el país donde tiene sede y declara beneficios Ryanair. El tipo nominal es el de la República de Irlanda, que tiene el impuesto sobre sociedades más bajo de la zona euro, un 12'5%. Finalmente el tipo efectivo pagado por Ryanair, según los analistas de Barclays, se situó en 2016 en el 9'7%

5.2 CÁLCULO DE LOS FLUJOS DE CAJA DE LOS PRÓXIMOS PERIODOS

Como establece la teoría económica, el precio de un activo es igual al valor actual de sus flujos de caja futuros.

En el apartado anterior he obtenido la tasa adecuada de descuento a aplicar a los flujos de caja, que calcularé a continuación,

Tabla 5.7: Cálculo de flujos libres de efectivo

In Millions of EUR	31/03/16	31/03/15	31/03/14	31/03/13
Net Income/Starting Line	1559,1	866,7	522,8	650,9
Depreciation/Depletion	427,3	377,7	351,8	329,6
Amortization	-	-	-	-
Deferred Taxes	-	-	-	-
Non-Cash Items	-342,8	55,3	-2,8	1,4
Changes in Working Capital	202,7	389,7	172,8	41,6
Cash from Operating Activities	1846,3	1689,4	1044,6	1023,5
Capital Expenditures	-1217,7	-788,5	-505,8	-310,7
Other Investing Cash Flow Items, Total	934,1	-2099,7	806,5	-1510,8
Cash from Investing Activities	-283,6	-2888,2	300,7	-1821,5
Financing Cash Flow Items	-	-	-	-
Total Cash Dividends Paid	-	-520,3	0.00	-491,5
Issuance (Retirement) of Stock, Net	-1103,2	-97,6	-465,3	-46,1
Issuance (Retirement) of Debt, Net	-384,9	1271,2	-390,8	-131,8
Cash from Financing Activities	-1488,1	653,3	-856,1	-669,4
Foreign Exchange Effects	-	-	-	-
Net Change in Cash	74,6	-545,5	489,2	-1467,4
Cash Interest Paid, Supplemental	-	-	-	-
Cash Taxes Paid, Supplemental	127,5	88,4	32,4	25,8
FCFF	628,6	900,9	538,8	712,8
Variación %	-30%	67%	-24%	
Variación media, %		4%		

Fuente: Ryanair Annual Report y elaboración propia

Como se observa en la tabla 5.7, los flujos de libres de caja de Ryanair han crecido en los últimos ejercicios, con una media del 4%, impulsados por la recuperación económica europea y la bajada en los costes del carburante, y lastrados por la compra de aeronaves.

Estos flujos libres de caja servirán posteriormente para pronosticar los flujos futuros, al emplear su crecimiento como una de las variables de predicción.

5.2.1 Cálculo de la tasa de crecimiento g

Tabla 5.8: Facturación, EBIT y beneficio neto

Total Revenue	6535,8	5654	5036,7	4884
Variación, %	16%	12%	3%	
Variación media		10%		
Operating Income, EBIT	1460,1	1042,9	658,6	718,2
Variación, %	40%	58%	-8%	
Variación media		30%		
Net Income	1559,1	866,7	522,8	569,3
Variación %	80%	66%	-8%	
Variación media		46%		

Fuente: Ryanair Annual Report y elaboración propia

Queda patente en la tabla 5.8 como la facturación de la compañía también ha crecido en los últimos años, concretamente a una media del 10%, así como el EBIT, un 30%, y el beneficio, un 46%.

Es obvio, por tanto, que el crecimiento de Ryanair es muy superior al de la media de la economía, tanto global como de las áreas donde opera, y por ello buscaré un modelo de crecimiento que se ajuste a compañías de este tipo.

En una empresa que prevee un crecimiento tan fuerte a corto plazo, un modelo de crecimiento en dos o más etapas es el más adecuado (Damodaran) y propio describir el comportamiento futuro de Ryanair.

Dentro de los planes de negocio de la aerolínea se prevee continuar en los próximos años con la entrega de los Boeing 737 MAX200 que comenzó a recibir en 2014, hasta llegar a una flota de 420 aeronaves en 2019, por lo que tomaré este año como comienzo del crecimiento terminal de la empresa.

Para las tasas de crecimiento iniciales, emplearé una media aritmética de los crecimientos del ingreso, FCF, EBIT y beneficio, para ir suavizando ese crecimiento hasta la fecha objetivo de 2019 donde terminará la entrega de este pedido por parte de Boeing.

Como base vamos a tomar el crecimiento del PIB, puesto que estudios demuestran alta correlación entre esta cifra y el crecimiento del tráfico aeronáutico⁴, con una beta para el sector de 1'2 (Damodaran).

Geográficamente, vamos a fijarnos en el PIB de la Unión Europea, zona esencial de operación de Ryanair⁵. El crecimiento del PIB estimado para la Unión desde hace dos ejercicios hasta 2021 es muy lineal, con una media del 1'8% y sin grandes variaciones que hagan la media poco representativa.

Tabla 5.9: Pronóstico del crecimiento del PIB en la Unión Europea 2014-2021

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
GDP forecast EU	1,445%	1,986%	1,841%	1,949%	1,871%	1,868%	1,834%	1,801%
Variación Media						1,865%		

Fuente: IMF

Se observa un crecimiento del 10% en la facturación, que se ha mantenido a lo largo de los últimos años con tasas de crecimiento del PIB de entre el 1'5% y el 2%, por lo que concluyo que al ser las tasas futuras similares a las actuales, el factor de crecimiento de los flujos de caja de la empresa se mantendrá.

Hasta 2019, preveo que el crecimiento vaya degradándose linealmente, tomando como punto de partida una media aritmética de los crecimientos de facturación, FCF, EBIT y beneficio neto, a modo de aislar los efectos de la inversión de capital (CapEx) y de la entrega repentina de nuevos aviones.

Como tasa de crecimiento terminal establezco un 10%, dado que este ha sido el crecimiento en la facturación de Ryanair en los últimos años con unas tasas de PIB iguales a las futuras.

⁴ US Dept. of Labour. <http://www.bls.gov/mlr/1997/02/art2full.pdf>

⁵Ryanair también opera en Marruecos y Noruega

Tabla 5.10: Pronóstico de crecimiento de los flujos de efectivo de la empresa

Growth forecast	
g Revenue	10%
g FCF	4%
g EBIT	30%
g Net Income	46%
g1	7,00%
g2	5,50%
g3	3,00%
gt	1,58%

Fuente: Ryanair Annual Report y elaboración propia

Esta predicción sería en un escenario conservador, puesto que la fuerte inversión en flota que Ryanair ha anunciado para los próximos ejercicios podría impulsar ese crecimiento aún más.

He escogido este modelo de crecimiento en $t = 3$ periodos puesto que, atendiendo a las cuentas y los anuncios que ha realizado la empresa, se prevee que en el ejercicio siguiente el crecimiento vuelva a ser muy elevado, al seguir llevando a cabo incorporaciones de aviones después de años sin hacerlo, para después irse moderando al diluir el crecimiento entre unas cifras más grandes.

5.3 RESULTADO DE LA VALORACIÓN

Una vez tenemos los flujos de caja pasados y la tasa de crecimiento, podemos calcular los flujos de caja futuros, presentados a continuación:

Tabla 5.11: Pronóstico de flujos de efectivo 2013-2019

In Millions of EUR	31/03/13	31/03/15	01/04/15	31/03/16	31/03/17	31/03/18	31/03/19	31/03/19
FCFF	628,6	900,9	538,8	712,8	762,7	804,6	836,8	854,7

Fuente: Ryanair Annual Report y elaboración propia

Teniendo disponibles los flujos de caja futuros puedo descontarlos, para lograr la cifra final de capitalización de la empresa. Para hacerlo emplearé el método en 4 periodos (Damodaran), que sigue la siguiente fórmula:

Ecuación 5.3: Valor del capital de la empresa

$$Value = \sum_{t=1}^{t=N} \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{Terminal\ Value}{(1+r)^N}; \quad Terminal\ Value = \frac{CF_N}{r-g}$$

Tabla 5.12: Valoración del capital y precio por acción

In Millions of EUR	31/03/17	31/03/18	31/03/19	31/03/19
Future FCFF	762,7	804,6	828,8	841,9
Discounted FCFF*g	735,48	748,24	743,20	
Terminal value				39093,57
Capitalización Bursátil		41320,5		
Número de acciones		1410,88		
Precio de la acción		€29,29		

Fuente: Ryanair Annual Report y elaboración propia

Obtenemos como resultado de la valoración una capitalización bursátil de 55535 millones de Euros y un precio por acción de 29,29€, a fecha del 31 de Marzo de 2016.

Ese mismo día la acción de Ryanair cotizaba a 14,17€ en la Bolsa de Dublín.

6. CONCLUSIONES

El resultado de mi valoración es de 29,29€ por acción. Para sacar conclusiones, debo comparar ese resultado con la cotización de la empresa a fecha de la valoración.

El 31 de Marzo de 2016, fecha de valoración, Ryanair cotizaba a 14,17€ en Dublín y 14,18€ en Londres⁶.

La variación entre el precio cotizado y mi cálculo puede deberse a las consideraciones subjetivas de los inversores a la hora de añadir una aerolínea a su cartera. Este sector está sujeto a numerosos “cisnes negros” que pueden llevar a una empresa exitosa a la quiebra de la noche a la mañana, y por eso muchos fondos tratan de evitarlas. Un accidente, un atentado terrorista, desequilibrios políticos en destinos turísticos, etc.

Comparando ambos precios vemos como, según esta valoración, Ryanair cotiza por debajo del que debería ser el precio de la empresa dadas las premisas asumidas, y considero a Ryanair como una posibilidad de inversión con buen retorno futuro dado todo el análisis anterior.

⁶La cotización en el Nasdaq es menos relevante al ser el volumen de acciones pequeño y cotizar en ADR, por tanto con precios distintos.

7. BIBLIOGRAFÍA

Air transport Statistics. Eurostat. Disponible en http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Air_transport_statistics

Damodaran, A. Betas by sector. NYU Stern School of Business. Disponible en http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

Damodaran, A. Discounted Cash Flow Valuation: Equity and Firm Models. NYU Stern School of Business. Disponible en <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/ovhds/dam2ed/DCFVEG.pdf>

Damodaran, A. Estimating Cash Flows. NYU Stern School of Business. Disponible en <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/ovhds/dam2ed/cashflows.pdf>

Damodaran, A. Growth Rates and Terminal Value. NYU Stern School of Business. Disponible en <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/ovhds/dam2ed/growthandtermvalue.pdf>

Estimating risk-free rates for valuation. EY Reports. EY. Disponible en [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-estimating-risk-free-rates-for-valuations/\\$FILE/EY-estimating-risk-free-rates-for-valuations.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-estimating-risk-free-rates-for-valuations/$FILE/EY-estimating-risk-free-rates-for-valuations.pdf)

Fernández, P. Métodos de Valoración de Empresas. IESE Business School. Disponible en <http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0771.pdf>

Fitch Rating Report. Ryanair. Disponible en http://investor.ryanair.com/wp-content/uploads/2015/04/full_rating_report.pdf

GDP Growth Forecast report. IMF. Disponible en http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/weodata/weorept.aspx?sy=2014&ey=2021&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&pr1.x=38&pr1.y=13&c=998&s=NGDP_RPCH&grp=1&a=1

Germany 10 year bond yield. Historical data. Investing.com. Disponible en <http://es.investing.com/rates-bonds/germany-10-year-bond-yield-historical-data>

Hillier, D. (2013): Corporate Finance. McGraw Hill Higher Education.
Historical Returns Calculator. Deutsche Bank Disponible en <https://goo.gl/l4hzP5>

Michael E. Porter. "The Five Competitive Forces that Shape Strategy", Harvard Business Review, January 2008.

O'Higgins, E. Ryanair Case Study. UCD Michael Smurfit School of Business.

Our History. Ryanair Corporate . Disponible en <http://corporate.ryanair.com/>

Realp, J.M. Valoración de empresas en el contexto de una Due Dilligente: caso práctico mediante el método de descuento de flujos libres de caja y el método de múltiplos comparables. Revista de Contabilidad y Dirección. Vol 8. Año 2009 pp. 191-206

RYAAY listing. Google Finance. Disponible en <https://www.google.com/finance?cid=664667>

Ryanair Annual Report. Ryanair. May 2012. Disponible en https://www.ryanair.com/doc/investor/2012/final_annual_report_2012_310712.pdf

Ryanair Annual Report. Ryanair. May 2013. Disponible en https://www.ryanair.com/doc/investor/2013/final_annual_report_2013_130731.pdf

Ryanair Annual Report. Ryanair. May 2014. Disponible en
<http://investor.ryanair.com/wp-content/uploads/2015/04/2014-Annual-Reports-Annual-Report.pdf>

Ryanair Annual Report. Ryanair. May 2015. Disponible en
<https://investor.ryanair.com/wp-content/uploads/2015/07/Annual-Report-2015.pdf>

Ryanair Debt Reports. Ryanair Investor Relations. Disponible en
<http://investor.ryanair.com/debt/>

Ryanair listing. Financial Times. Disponible en
<http://markets.ft.com/research/Markets/Tearsheets/Financials?s=RY4B:ISE>

Ryanair Q3 2015. Barclays Equity Research. Disponible en
http://investor.ryanair.com/wp-content/uploads/2016/03/Barclays_03.02.2016.pdf