



UNIVERSIDADE DA CORUÑA

Facultade de Economía e Empresa

Trabajo de
fin de grado

Análisis económico
financiero del sector
aéreo. Iberia y
Vueling.

David Ríos Carro

Tutor/a: Dra. María Dolores
Lagoa Varela

Grado en Administración y Dirección de Empresas

Año 2014

Resumen

En el presente trabajo se realiza el análisis económico financiero de dos de las empresas que mejor representan el sector aéreo español, ambas con estrategias diferentes: por un lado la tradicional Iberia y, por otro la aerolínea de bajo coste Vueling. Aunque en este estudio se hace un breve análisis del sector aéreo, el objetivo principal del mismo es ver cómo han afrontado el periodo de inestabilidad económica las dos empresas seleccionadas.

En un entorno de crisis económica como el del periodo analizado (2008-2012), los resultados no han sido del todo favorables, especialmente en el caso de Iberia, que ha acumulado bajas rentabilidades y disminución de su solvencia. En cambio Vueling, tras la fusión con Clickair en el año 2009, ha logrado sobreponerse a la situación y ha obtenido, en general, buenos resultados a partir de una estructura de sus masas patrimoniales similar a la de Iberia.

Palabras clave: Sector aéreo, estrategia tradicional, bajo coste, rentabilidades.

Número de palabras: 14998.

Abstract

In this paper we carry out the economic and financial analysis of two of the companies that best represent the Spanish airline industry, both with different strategies: on the one hand the traditional Iberia and, on the other the low cost Vueling airline. Although in this study we make a brief analysis of the airline industry, the main aim is to see how the two selected companies have addressed the period of economic instability.

In an economic crisis environment such as the review period (2008-2012), the results have not been very favourable, especially in the case of Iberia, which has accumulated low profitabilities and decreased solvency. In contrast Vueling, after the merger with Clickair in 2009, has managed to overcome the situation and has earned generally good results from a structure of the economic masses similar to Iberia.

Keywords: Air industry, traditional strategy, low cost, profitabilities.

Índice

Introducción.....	9
1. El transporte aéreo.....	11
1.1 El sector aéreo español.....	11
1.2 Las compañías aéreas de bajo coste o low cost.	12
2. Metodología empleada.....	17
2.1 Empresas seleccionadas para el análisis.....	17
2.2 Selección, obtención y tratamiento de los datos.....	18
2.3 Estructura del análisis económico-financiero.....	21
3. Análisis financiero.....	23
3.1 Estructura de las masas patrimoniales.....	23
3.1.1 Masas patrimoniales del Activo (Estructura económica).....	23
3.1.2 Masas patrimoniales del Pasivo (Estructura financiera).	25
3.2 Capital circulante.....	27
3.3 Análisis de la liquidez y la solvencia a corto plazo.....	29
3.3.1 Liquidez de primer grado o de tesorería.....	30
3.3.2 Liquidez de segundo grado o prueba ácida.....	31
3.3.3 Solvencia a corto plazo o circulante.....	33
3.4 Coeficiente básico de financiación.....	36
3.5 Solvencia a largo plazo.....	38
3.5.1 Garantía.....	38
3.5.2 Consistencia.....	39
3.6 Endeudamiento.....	41

3.6.1	Endeudamiento total.	41
3.6.2	Endeudamiento a corto y largo plazo.	43
3.6.3	Autonomía financiera.	45
4.	Análisis económico.	47
4.1	Análisis de la rentabilidad económica.....	48
4.2	Apalancamiento operativo.....	53
4.3	Análisis de la rentabilidad financiera.	55
4.4	Apalancamiento financiero.	57
	Conclusiones	59
	Bibliografía.....	61

Índice de gráficas

Gráfica 1. Pasajeros transportados por las compañías aéreas españolas.....	12
Gráfica 2. Composición del Activo. Iberia.....	24
Gráfica 3. Composición del Activo. Vueling.	24
Gráfica 4. Composición del pasivo y del patrimonio neto. Iberia.....	26
Gráfica 5. Composición del pasivo y del patrimonio neto. Vueling.	26
Gráfica 6. Capital circulante. Iberia.....	28
Gráfica 7. Capital circulante. Vueling.	28
Gráfica 8. Liquidez de primer grado. Iberia y Vueling.	30
Gráfica 9. Liquidez de segundo grado o prueba ácida. Iberia y Vueling.	32
Gráfica 10. Solvencia a corto plazo de explotación. Iberia y Vueling.	34
Gráfica 11. Solvencia a corto plazo ajena a la explotación. Iberia y Vueling.....	35
Gráfica 12. Coeficiente básico de financiación. Iberia y Vueling.	37
Gráfica 13. Garantía. Iberia y Vueling.	39
Gráfica 14. Consistencia. Iberia y Vueling.	40
Gráfica 15. Endeudamiento. Iberia y Vueling.	42
Gráfica 16. Endeudamiento a corto y largo plazo. Iberia.....	43
Gráfica 17. Endeudamiento a corto y largo plazo. Vueling.	44
Gráfica 18. Autonomía financiera. Iberia y Vueling.	45
Gráfica 19. Rentabilidad económica. Iberia y Vueling.....	49
Gráfica 20. Margen sobre ventas. Iberia y Vueling.	51
Gráfica 21. Rotación del activo. Iberia y Vueling.	52
Gráfica 22. Apalancamiento operativo. Iberia.....	53

Gráfica 23. Apalancamiento operativo. Vueling.	54
Gráfica 24. Rentabilidad financiera. Iberia.	55
Gráfica 25. Rentabilidad financiera. Vueling.	56
Gráfica 26. Apalancamiento financiero. Iberia y Vueling.	58

Índice de tablas

Tabla 1. Pasajeros de las principales aerolíneas (2008-2013).	13
Tabla 2. Principales diferencias entre compañías de bajo coste y tradicionales.....	14
Tabla 3. Análisis DAFO de las compañías low cost.....	15
Tabla 4. Principales resultados. Iberia.	47
Tabla 5. Principales resultados. Vueling.....	47

Introducción

Actualmente, debido a la crisis económica y financiera que sufren la mayoría de los países desarrollados desde el año 2008 (entre ellos España), resulta cada vez más complicado encontrar actividades económicas, empresas o estrategias capaces de generar rentabilidades suficientes para contentar a los inversores. Quiebras de empresas, ampliaciones de capital, fusiones, despidos, cambios estratégicos... y una gran multitud de medidas son tomadas día a día por muchas compañías, grandes y pequeñas, con el fin de dar un vuelco al negocio y regresar a la senda de los beneficios. Sin embargo, no es tarea sencilla, y no todas las medidas y estrategias llevadas a cabo obtienen resultados satisfactorios.

Para conocer el resultado de esas medidas podemos realizar, entre otras acciones, un análisis económico financiero. Éste nos permitirá comprobar la situación y la evolución de la compañía en un periodo determinado y como han afectado a su cuenta de pérdidas y ganancias las diferentes medidas tomadas. Si este análisis lo unimos a la información cualitativa obtenida a partir de la propia empresa y de los medios de comunicación (información estratégica, imagen, calidad del producto...), podremos determinar algunos de los motivos por los cuales una compañía ha seguido una determinada evolución.

En este trabajo se presenta el análisis económico financiero de dos empresas de uno de los sectores que más han crecido en los últimos tiempos, el sector aéreo. Este es un sector en el que la estrategia tomada por cada empresa es vital para su desarrollo y penetración en el mercado. Lo que se pretende con este estudio no es solo ver la situación de este sector en cuestión, sino comparar a través de la información contable y financiera la evolución de las dos principales estrategias en un periodo de inestabilidad económica: por un lado la estrategia tradicional de la compañía referente del mercado español, Iberia; y por otro una de las estrategias que más fuerte ha irrumpido en los últimos tiempos en muchos de los sectores y actividades, el bajo coste o "low cost", representado por la compañía española Vueling.

En este estudio se podrá ver cómo han evolucionado las estructuras y los resultados a lo largo de un periodo de cinco años de crisis de dos empresas que, aunque actúan en un mismo sector, siguen estrategias totalmente diferentes. En este trabajo se dará respuesta, entre otras, a preguntas como por ejemplo: ¿qué estrategia ha obtenido mejores rentabilidades, la tradicional o la de bajo coste? ¿Cómo ha evolucionado el nivel de solvencia de la compañía tradicional a lo largo de los cinco años de crisis? ¿Y la de la compañía “low cost”? ¿Cuál de las dos compañías mantiene una estructura de endeudamiento mayor?

Una vez finalizada esta introducción, el lector se encontrará con cinco grandes epígrafes organizados tal como se indica a continuación. En el primer apartado se hablará del sector y se mostrarán los principales datos del mismo, centrándonos cada vez más en la nueva estrategia de bajo coste en el transporte aéreo. A continuación explicaremos la metodología de nuestro análisis económico financiero, haciendo especial hincapié en cómo hemos tratado los datos para eliminar las influencias entre las empresas analizadas. En los dos apartados siguientes se llevará a cabo la parte fundamental del trabajo, el análisis económico financiero de las dos empresas seleccionadas. El primero de ellos será el financiero, donde se analizarán las estructuras patrimoniales a partir de los balances de situación, los niveles de liquidez, capital circulante, solvencia, endeudamiento, entre otras medidas. Acto seguido se llevará a cabo el análisis económico donde, a partir de las cuentas de pérdidas y ganancias y los balances de situación, se hará un estudio de las rentabilidades y los apalancamientos, tanto financieros como económicos. Para finalizar, en el último apartado se expondrán las principales conclusiones del trabajo desarrollado.

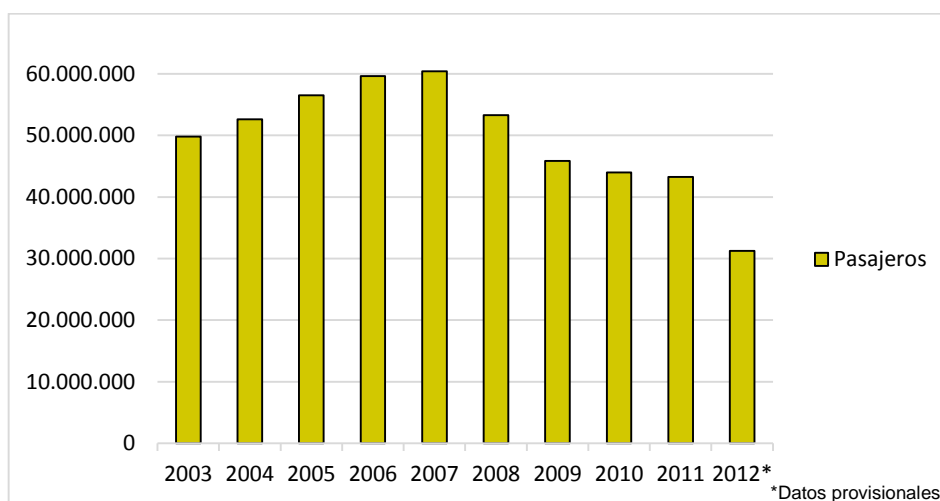
1. El transporte aéreo.

1.1 El sector aéreo español.

El sector aéreo es uno de los sectores económicos que más ha transformado el mundo, aportando rápidas conexiones aéreas entre ciudades y fortaleciendo la globalización, los negocios modernos y las experiencias de los individuos, tal como expone Tony Tyler, Director General de la Asociación Internacional del Transporte Aéreo (IATA, 2013).

Sin embargo, al igual que en la mayoría de las actividades económicas, la situación de inestabilidad económica que atraviesan la mayoría de los países desarrollados desde el año 2008 (entre ellos España), ha provocado grandes cambios en el sector del transporte aéreo, destacando principalmente la formación de grandes grupos de empresas (como es el caso del Grupo IAG, formado por Iberia y British Airways), y el auge de las compañías de bajo coste o “low cost” (como por ejemplo Vueling o Ryanair). La finalidad de estos cambios fue, y sigue siendo actualmente, la de aumentar la rentabilidad de los capitales invertidos, así como minimizar costes que permitan a las compañías aéreas ser más competitivas, aspecto crucial para operar en un mercado que se ha hecho más pequeño en los últimos años debido, principalmente, a la caída del número de pasajeros.

En la Gráfica 1 se muestra, a partir de los datos publicados por el Instituto Nacional de Estadística (INE) (2013), la evolución del mercado aéreo medida en función de los pasajeros transportados por compañías aéreas españolas (a destinos tanto nacionales como internacionales) en los últimos diez años. Cabe destacar que el número de empresas no es el mismo cada año debido a la aparición y desaparición de compañías (por ejemplo Spanair desapareció en 2012), y a la fusión de empresas (Vueling y Clickair en 2009).

Gráfica 1. Pasajeros transportados por las compañías aéreas españolas.

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del INE.

Como podemos observar, las aerolíneas de nuestro país han incrementado el número de pasajeros transportados hasta el año 2007, año a partir del cual comienzan a descender, llegando incluso a niveles inferiores al 2003. Esta caída se debe principalmente a dos motivos: por un lado a la situación de crisis que ha provocado una caída del consumo y, por tanto, del número de desplazamientos aéreos; y, por otro lado, al incremento de la competencia y la expansión de aerolíneas extranjeras en nuestro país, como es el caso de la irlandesa Ryanair, la compañía de bajo coste referente del mercado. Según datos del Ministerio de Fomento (2013), Ryanair fue la compañía aérea que más pasajeros transportó en el año 2012 en el mercado español, seguida de Iberia. Además, de las 15 compañías aéreas con cierta influencia en el mercado español en el año 2012, tan sólo cuatro de ellas son españolas, y el 60% son consideradas de bajo coste. Por tanto, antes de comenzar con el análisis económico financiero entre las compañías españolas Iberia y Vueling, es necesario hacer un breve resumen de la evolución y el auge de las compañías de bajo coste o “low cost” en el sector aéreo, así como de las principales diferencias estratégicas en relación a las compañías tradicionales.

1.2 Las compañías aéreas de bajo coste o low cost.

Las compañías aéreas de bajo coste o compañías “low cost” nacen en Estados Unidos a finales de los años setenta tras la liberalización del sector aéreo, concretamente con el nacimiento de la aerolínea americana SouthWest Airlines. En el caso europeo no será hasta mediados de los años ochenta con la aparición de Ryanair

(Romero y Cortés, 2006). La expansión de las aerolíneas “low cost” se produce principalmente a raíz de los atentados del 11 de septiembre de 2001 en Nueva York, momento en el cual la inseguridad de los viajes y las fuertes pérdidas de las líneas tradicionales, permite a las compañías de bajo coste expandir su estrategia tanto en América como en Europa (Valls, 2008).

En España, la aventura de las compañías aéreas de bajo coste se inicia en 1996, con el vuelo entre Barcelona y Londres llevado a cabo por la aerolínea Easyjet. Era la primera de las cuarenta compañías de bajo coste que aparecerían en nuestro país en los próximos 10 años (Pulido, 2007). Según los datos de Aeropuertos Españoles y Navegación Aérea (en adelante AENA), las compañías aéreas de bajo coste han experimentado un gran crecimiento desde su aparición hace ya casi dos décadas en España, llegando incluso a superar a las compañías tradicionales. Para comprobarlo, en la tabla 1 se muestran los datos de los pasajeros transportados en los últimos años y la variación anual en porcentaje de las cinco principales aerolíneas que operan en nuestro país, tanto nacionales como extranjeras: Iberia, Ryanair, Vueling, Air Europa y EasyJet.

Tabla 1. Pasajeros de las principales aerolíneas (2008-2013).

Compañía	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Iberia	33.647.618	30.253.630 -10,09%	28.850.192 -4,64%	24.289.628 -15,81%	19.816.175 -18,42%	13.239.580 -33,19%
Ryanair*	14.871.089	19.666.316 32,25%	26.616.567 35,34%	34.170.177 28,38%	35.565.648 4,08%	32.427.903 -8,82%
Vueling*	7.747.831	11.469.876 48,04%	15.949.562 39,06%	17.723.378 11,12%	20.842.190 17,60%	23.520.264 12,85%
Air Europa	15.652.406	14.791.397 -5,50%	14.516.645 -1,86%	14.089.274 -2,94%	12.509.825 -11,21%	13.765.261 10,04%
EasyJet*	10.999.798	10.762.048 -2,16%	10.975.356 1,98%	11.636.303 6,02%	12.241.068 5,20%	10.455.243 -14,59%

*Aerolíneas de bajo coste.

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de AENA (2013).

Como vemos, la aerolínea española tradicional por excelencia, Iberia, vio reducido su número de pasajeros año tras año, llegando a transportar en 2013 menos de la mitad de los pasajeros transportados en 2008. En cambio, la evolución de las compañías de bajo coste ha sido muy positiva, especialmente para el caso de Vueling, llegando incluso a triplicar en 2013 los pasajeros transportados en 2008 y superando el número de pasajeros de Iberia. Aunque los datos no reflejan la totalidad de las compañías ni de los

años disponibles, éstos parecen indicar que cada vez son más los pasajeros que se decantan por viajar en compañías con estrategias de bajo coste, en detrimento de las aerolíneas tradicionales. En cuanto a Air Europa, ésta no podemos considerarla tradicional pero tampoco de bajo coste, pues su estrategia se basa en ofrecer al cliente un servicio de calidad media a un precio razonable, resaltando sus valores de comodidad y seguridad.

La estrategia de las compañías de bajo coste (lo cual no es lo mismo que bajo precio) se caracteriza por una estructura de costes fuertemente competitiva, gracias al profundo análisis de la cadena de valor y de la propuesta comercial de sus servicios. Hablar de bajo coste no implica renunciar ni a la calidad, ni a la fiabilidad, ni a la seguridad del servicio, sino que se trata de ofrecer un servicio esencial eliminando elementos innecesarios que inciden de forma negativa en sus economías de escala (Romero y Cortés, 2006).

En la tabla 2 se muestra un resumen de las principales diferencias estratégicas entre las compañías de bajo coste y las compañías tradicionales.

Tabla 2. Principales diferencias entre compañías de bajo coste y tradicionales.

Elemento estratégico	Tipo de compañía	
	Bajo coste	Tradicional
Comidas o aperitivos incluidos en el coste del servicio	NO	SI
Billetes impresos	NO	SI
Alta densidad de asientos	SI	NO
Aeronaves homogéneas e intensificación de uso de su vida útil	SI	NO
Oficinas en los centros de las ciudades	NO	SI
Plantillas reducidas	SI	NO
Realización sólo de las rutas más rentables	SI	NO

Fuente: Elaboración propia a partir de Romero y Cortés (2006).

Como hemos comentado anteriormente, las principales diferencias entre las estrategias de las compañías tradicionales y las de bajo coste consisten en la erradicación de servicios complementarios con el fin de reducir costes innecesarios y optimizar los trayectos, permitiendo todo ello la fijación de precios cada vez más competitivos. En la actualidad, la mayoría de las aerolíneas de bajo coste ofrecen servicios similares a las compañías tradicionales (elección de asientos, comidas o aperitivos, billetes impresos...) siempre que el pasajero esté dispuesto a pagar un precio extra, llegando en algunos casos a superar la cuantía total que hubiese pagado en una compañía tradicional.

Sin embargo, pese a que parece que la evolución de las compañías de bajo coste es favorable, no debemos olvidarnos del entorno, pues es un elemento determinante en la evolución de las empresas y que puede marcar el futuro de las mismas. En la situación de inestabilidad económica que atraviesan la mayoría de los países desarrollados, la estrategia “low cost”, según los datos vistos anteriormente, parece encajar mejor en las preferencias de los consumidores, bien sea por sus condiciones económicas, o bien sea porque perciben el servicio de las mismas como suficiente para cubrir la necesidad que pretenden satisfacer. A continuación (tabla 3) se muestra un breve análisis DAFO (Debilidades, Amenazas, Fortalezas y Oportunidades) de las compañías aéreas de bajo coste que nos permite ver cuales son los elementos tanto internos (debilidades y fortalezas) como externos (amenazas y oportunidades) que definen esta estrategia y las claves que pueden determinar su evolución futura.

Tabla 3. Análisis DAFO de las compañías low cost.

Debilidades	Amenazas
Sensación de inseguridad en la mente del consumidor.	Aumento de la competencia , principalmente otras aerolíneas de bajo coste.
Falta de comodidad debido a la gran densidad de asientos .	Desarrollo de otros medios de transporte , como puede ser el AVE o las mejores infraestructuras.
No disponen del mejor personal .	Aumento de los precios del combustible .
Servicios reducidos .	
Fortalezas	Oportunidades
Precio reducido que atrae a los pasajeros.	Crisis económica.
Grandes economías de escala debido a la densidad de vuelos y asientos.	Globalización de los mercados, que provoca mayor cantidad de vuelos.
Variedad de horarios y trayectos .	Mejoras tecnológicas , que permiten ofrecer ciertos servicios a un menor coste.
	Aumento de los precios del combustible .

Fuente: Elaboración propia.

Debido a restricciones de espacio y a que el principal objetivo de este estudio es el análisis económico financiero, no nos detendremos a explicar cada uno de los elementos mostrados en el análisis DAFO, pero sí haremos mención a los que consideramos más relevantes.

- En primer lugar se puede percibir la sensación de inseguridad creada en la mente del consumidor. Ésta se produjo a raíz de sucesos en compañías de bajo coste,

como fue por ejemplo el accidente de la ya desaparecida Spanair en 2008, o las recientes polémicas con la principal aerolínea “low cost” Ryanair (falta de combustible, aterrizajes forzosos...).

- Otro elemento a destacar es la amenaza de la competencia. El auge de la red de Alta Velocidad Española (AVE), la cual ha permitido acortar las distancias y la duración de los trayectos; y la mejora de las infraestructuras en el transporte por carretera, que han hecho que muchos viajeros se decanten por estos medios de transporte en lugar del transporte aéreo.
- Otro aspecto clave para el sector es el aumento del precio de los combustibles, el cual puede ser visto como una amenaza o como una oportunidad. Es decir, el incremento del precio del combustible puede provocar un incremento de los costes y que, por tanto, éstas pierdan rentabilidad o bien deban incrementar sus precios (amenaza). Por otro lado, puede ocasionar que muchos viajeros se decanten por viajar en aerolíneas de bajo coste en vez de en sus turismos (oportunidad).
- Por último, es importante mencionar la crisis económica como oportunidad. Aunque la inestabilidad económica supone la pérdida de pasajeros, tanto en las compañías tradicionales como en las de bajo coste, sí es cierto que la pérdida es mayor en las primeras, pues muchos de ellos, al ver mermadas sus posibilidades económicas, se decantan por compañías “low cost” en sus viajes, tal como ya hemos visto en la Tabla 1. Además de los datos, existen estudios, como el de los autores Rodríguez, Pérez y Montes (2008), en el cual se demuestra estadísticamente a través de una encuesta realizada a sesenta mil pasajeros aéreos que el uso de aerolíneas de bajo coste o tradicionales está asociado al nivel de renta de los usuarios (como es lógico, las rentas más bajas tienden a decantarse por las aerolíneas de bajo coste).

Una vez analizado el sector aéreo y conceptualizada la estrategia de bajo coste o “low cost”, en el siguiente apartado se explicará la metodología empleada para la realización del análisis de las dos compañías aéreas referentes del mercado español: la compañía tradicional Iberia, y la de bajo coste Vueling. Pese a que consideramos a Iberia como una compañía tradicional y a Vueling como una aerolínea de bajo coste, hay que destacar que cada día resulta más difícil encontrar operadores en el mercado del transporte aéreo que puedan adscribirse totalmente a un modelo de operación de bajo coste o al tradicional, pues la mayoría de las compañías han ido adoptando modelos híbridos que toman diferentes características de ambos modelos (Ministerio de Fomento, 2007), como es el caso de Air Europa comentado anteriormente.

2. Metodología empleada.

2.1 Empresas seleccionadas para el análisis.

Las empresas seleccionadas para el análisis económico financiero del sector aéreo de España han sido Iberia, Líneas aéreas de España, S.A (en adelante Iberia) y Vueling Airlines, S.A (en adelante Vueling).

Esta elección nos permite analizar las dos estrategias comentadas anteriormente: por un lado la estrategia de la compañía tradicional líder en España (Iberia), y por otro, la aerolínea referente de la estrategia “low cost” española (Vueling). Además de las diferentes estrategias comerciales, existen numerosas diferencias entre ambas compañías (historia, tamaño, tipo de financiación...), que iremos comentando en este y en los siguientes apartados del análisis.

En cuanto a Iberia, esta compañía comenzó a operar en 1927 y su estrategia como aerolínea se centra en ofrecer un servicio de calidad y con los más altos niveles de seguridad, principalmente en sus rutas europeas y en las rutas que unen Europa y América. Además, Iberia cuenta con fuertes inversiones en diferentes grupos y empresas (entre ellas posee un 45,85 % de la otra empresa analizada, Vueling) y lleva a cabo otras actividades relacionadas con la ingeniería y el mantenimiento de aeronaves. El año 2010 fue uno de los ejercicios más intensos para la aerolínea Iberia, pues ésta logró aumentar la oferta de largo radio con la apertura de nuevas rutas, mejoró la calidad de sus productos y servicios y formalizó la fusión con British Airways (culminada en 2011) (Vázquez, 2011).

Por su parte, Vueling es una empresa más reciente que comenzó sus operaciones comerciales en 2004 y ha experimentado un gran crecimiento desde entonces, posicionándose en el mercado con una estrategia de precios bajos pero sin renunciar a la comodidad ni a los servicios básicos. Se centra principalmente en la actividad del transporte de pasajeros en el continente europeo y apenas realiza inversiones en otras empresas. El cambio más relevante en su estructura patrimonial se produjo en 2009

cuando la compañía se fusionó con Clickair, cediendo de esta forma un 45,85% de su propiedad a Iberia, tal como comentaremos posteriormente.

Actualmente, Iberia y Vueling forman parte del Grupo IAG (International Airlines Group), creado en el año 2010 como resultado de la fusión entre las compañías Iberia y British Airways.

En un primer momento, también se planteó la opción de incluir en el análisis una media del sector agregando los estados financieros de las principales empresas del sector en España. Sin embargo, a la hora de agregar dichos datos, comprobamos que solamente la empresa Iberia representaba, en cuanto a ingresos de explotación, más del 60% del total del sector español, por lo que consideramos que los resultados del sector estarían fuertemente relacionados con los de la empresa Iberia. Por tanto, pese a que se han obtenido los diferentes resultados también para el sector, hemos decidido no incluirlos en nuestro análisis, pues debido a las restricciones de espacio, consideramos más conveniente centrarnos en las dos empresas seleccionadas. A pesar de ello, en ciertas ocasiones sí haremos referencia al sector¹ en nuestro análisis.

2.2 Selección, obtención y tratamiento de los datos.

Para llevar a cabo el análisis económico financiero, se han empleado los datos publicados² de los últimos cinco años de las empresas objeto del estudio (Iberia y Vueling). Dicho periodo es el comprendido entre los años 2008 y 2012, correspondiéndose a un total de cinco ejercicios económicos de cada una de las empresas. De cada uno de los ejercicios se analiza principalmente el balance de situación y la cuenta de pérdidas y ganancias.

Se han seleccionado un total de cinco años para poder ver la evolución dinámica de ambas empresas y no limitar el análisis a un año concreto, pues esto no sería representativo de la evolución de una compañía. Pese a que el análisis de cinco ejercicios muestra una evolución más detallada que la de solamente un año, no hay que olvidar el entorno de inestabilidad y crisis en el que nos encontramos desde el año 2008. Es decir, los cinco años contemplados para el análisis se corresponden con una de las

¹ Se hará una breve referencia a los resultados del sector en aquellos casos en los que dichos resultados se alejen más de los obtenidos para la aerolínea Iberia.

² Para una mayor comodidad en el tratamiento e interpretación de los resultados, los datos han sido expresados en miles de euros para ambas empresas. En la base de datos SABI los datos de Vueling ya estaban expresados en miles de euros, mientras que los de Iberia se han obtenido en millones y se han pasado a miles de euros multiplicando todas sus partidas por mil.

crisis económicas más graves que ha sufrido España en los últimos años, por lo que los resultados obtenidos no deben ser empleados para sacar conclusiones fuera de ese intervalo de tiempo. Sin embargo, son válidos para comparar a las dos empresas seleccionadas y analizar las estrategias de ambas en esos años de inestabilidad, objetivo principal del estudio.

Para la obtención de los datos, se ha empleado la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos), de la cual se han obtenido los balances de situación y las cuentas de pérdidas y ganancias de los diferentes ejercicios de cada empresa. Una vez seleccionados y descargados los datos, éstos han sido exportados y adaptados a un fichero de Excel, haciendo posible el empleo de fórmulas que nos han facilitado y agilizado los cálculos, así como la realización de las gráficas y tablas. En cuanto al formato de las gráficas, en este trabajo se combinan tanto gráficas de líneas como de barras, eligiendo uno u otro criterio en función del análisis de los resultados. Es decir, en aquellos casos en los que destaque la evolución a lo largo del periodo analizado, se emplearán gráficas de líneas, pues entendemos que muestran más claramente la evolución en el tiempo. Por otro lado, cuando lo que se quiera resaltar sea la comparación entre una empresa y la otra se emplearán gráficas de barras, pues resulta más sencilla la comparación para el lector.

En este estudio no nos hemos limitado a analizar económica y financieramente a las dos empresas a partir de los datos obtenidos. Como hemos observado que Iberia participa en el capital de Vueling en parte del periodo analizado, hemos decidido eliminar de los balances de situación y de las cuentas de pérdidas y ganancias de cada una de las empresas aquellas cantidades o partidas que no se habrían producido de no existir dicha participación, tal como se detalla a continuación³.

Como hemos dicho anteriormente, Iberia posee un 45,85 % de Vueling desde el año 2009 (porcentaje que aumentó en el año 2013, fuera ya de nuestro análisis), lo que hace que existan fuertes influencias entre ambas compañías a partir de dicho año. Por tanto, en este trabajo se ha procedido, a partir de los datos obtenidos y la información contenida en la memoria de ambas empresas⁴, a suprimir todas aquellas influencias que se puedan haber producido en los cinco años del análisis entre ambas. Es decir, eliminar

³ Debido a la dificultad y al gran nivel de conocimientos contables que supone eliminar de los balances y de las cuentas de pérdidas y ganancias las cantidades y partidas que relacionan a las dos empresas analizadas, se ha contado con la ayuda de un experto en la materia que ha asesorado y revisado las modificaciones.

⁴ Las memorias de las compañías han sido obtenidas en la página web de International Airlines Group, IAG (2013), grupo al que pertenecen ambas compañías desde el año 2010.

la inversión que ha hecho Iberia en Vueling y todas las operaciones comerciales (gastos e ingresos) que se han producido entre ambas. Tras estos cambios, el análisis no reflejará la situación real de estas empresas en el periodo de tiempo analizado, pero nos permite ver la hipotética evolución de las empresas si Iberia no tuviese participación en Vueling. Tras realizar los cambios comentados, los resultados no distan mucho de la realidad, pues la variación en el resultado y en las masas patrimoniales representa una proporción muy pequeña sobre el total de cada partida modificada⁵. Los cambios realizados en los estados financieros fueron los siguientes:

1. En primer lugar se eliminó del balance la inversión que poseía Iberia en Vueling desde el 2009, año a partir del cual entró a formar parte del patrimonio de Vueling tras fusionarse esta última con Clickair, propiedad de Iberia. Por tanto, se eliminó una inversión en empresas del grupo a largo plazo (activo no corriente) del balance de situación de Iberia por valor de 109 millones de euros (con contrapartida en la cuenta de capital), y los 21 millones de beneficios financieros que se derivaron de dicha operación, ocasionando un resultado y un patrimonio neto menor.
2. Se eliminaron las cuentas tanto deudoras (clientes y empresas del grupo asociadas) como acreedoras (deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo) de Iberia del balance de situación de Vueling, y viceversa. La diferencia, junto con la variación del resultado que a continuación detallamos, y la variación de la distribución del resultado del ejercicio anterior (bien sea a reservas, o a resultados negativos de ejercicios anteriores), haría modificar la tesorería.
3. Y, en tercer lugar, se eliminaron las operaciones comerciales entre ambas aerolíneas a partir del año 2009. Para ello se partió de la memoria de la compañía Vueling, pues en ella se detallan los servicios prestados (ingresos de Vueling por operaciones con Iberia) y los servicios recibidos (ingresos de Iberia por operaciones con Vueling). Primero, se eliminaron de las cuentas de pérdidas y ganancias de cada empresa los ingresos correspondientes de operaciones entre las dos compañías. A continuación, puesto que no disponemos de la información, se estimaron los costes que habrían ocasionado los ingresos que se han eliminado. Es decir, en caso de no tener en cuenta dichos ingresos, tampoco debemos tener en cuenta los costes en los que

⁵ Los cambios realizados provocan un menor efecto en los resultados obtenidos para la compañía Iberia, pues cuenta con elevadas cantidades en cada una de sus partidas, lo que hace que los cambios realizados sean prácticamente irrelevantes. En cambio, la influencia de los cambios en las partidas es mayor en Vueling, pues es una empresa de menor tamaño con partidas menores.

incurrió la empresa para lograrlos. Para la estimación de los costes, se siguió el siguiente planteamiento:

- En primer lugar, partiendo de la cuenta de pérdidas y ganancias extraída de SABI, calculamos el margen de explotación, el cual expresa los euros de beneficio por cada euro de ventas (Mariño, 2009; p. 128).

Margen de explotación= Resultado de explotación / ingresos por ventas.

- A continuación aplicamos el margen de explotación calculado sobre los ingresos que queremos eliminar y de los cuales sí disponemos datos, como ya hemos mencionado anteriormente (en el caso de Vueling serían los servicios prestados a Iberia; y en el de Iberia, los servicios prestados a Vueling). Así, obtenemos el resultado que ocasionaron dichos ingresos. (margen x ingresos por ventas = resultado de explotación).
- Una vez que obtenemos el resultado, para calcular los costes estimados, solo nos queda restarle a los ingresos dicho resultado (ingresos – costes = resultado, por lo que ingresos – resultado = costes).

Una vez restados de la cuenta de pérdidas y ganancias los ingresos y sumados los gastos correspondientes, se obtuvo un nuevo resultado que fue trasladado al balance en lugar del publicado en los estados financieros obtenidos del SABI.

4. Con dichas influencias eliminadas, se hicieron los correspondientes ajustes en el balance. Como hemos dicho anteriormente, al cambiar el resultado y eliminar las cuentas deudoras y acreedoras de las dos empresas, también se modificó la cuenta de tesorería. Y, por último, al variar el resultado, también lo hizo la distribución del mismo en los años posteriores, ocasionando modificaciones en las partidas de resultados negativos de ejercicios anteriores y en reservas (legal, voluntaria y reserva por fondo de comercio).
5. Una vez comprobados los cambios realizados y con los balances de situación y las cuentas de pérdidas y ganancias apropiadas, se procedió a la realización del análisis que a continuación detallamos.

2.3 Estructura del análisis económico-financiero.

Aunque se han empleado y revisado un gran número de obras bibliográficas para la realización e interpretación de los diferentes resultados obtenidos, nuestro análisis económico-financiero sigue una estructura similar a la presentada por Ruiz (2012) en su

documento “Introducción al análisis de estados contables”, empleado por los alumnos de Administración y Dirección de Empresas en la materia de Contabilidad Directiva, comenzando por el análisis financiero y continuando con el económico.

En primer lugar se realiza un análisis financiero. Este análisis se encarga de medir y analizar, a partir de al menos dos balances de ejercicios económicos consecutivos (en nuestro caso cinco ejercicios), la estructura financiera de la empresa, el nivel y la calidad del endeudamiento, la liquidez o solvencia a corto plazo, y la solvencia a largo plazo (García, Velar y Cañadas, 2009; p.175-176).

A continuación, una vez analizada la situación financiera de ambas empresas, se realiza un análisis económico. Éste trata de medir y analizar, a partir de la cuenta de resultados y del balance de situación, los resultados de la compañía, la eficiencia a corto y largo plazo y la rentabilidad (García, Velar y Cañadas, 2009; p.175).

A su vez, para facilitar la comprensión y la lectura, cada ratio o indicador analizado seguirá el mismo esquema⁶: en primer lugar, se define la ratio o indicador y se expone la fórmula a partir de la cual fue calculado. Acto seguido, si es el caso, se hace referencia a los valores óptimos de la ratio⁷ para posteriormente comprobar si los resultados obtenidos son válidos en cada una de las empresas. A continuación se muestran los resultados obtenidos para ambas empresas, bien en una misma gráfica, o bien en dos gráficas (una para cada compañía), dependiendo de la diferencia en las magnitudes. Finalmente se explican los resultados, comparando ambas empresas e interpretando los posibles motivos de tales resultados.

⁶ Salvo la composición de las masas patrimoniales, pues éstas se corresponden simplemente con los porcentajes en relación a los totales de activo y pasivo.

⁷ Aunque los valores óptimos son los recomendados en los diferentes manuales, debemos destacar que debido a la situación de crisis en la que nos encontramos (tanto actualmente como en el periodo analizado), se podrían aceptar valores menos exigentes.

3. Análisis financiero.

3.1 Estructura de las masas patrimoniales.

En esta primera parte de nuestro análisis financiero haremos una comparación entre las principales masas patrimoniales de Iberia y Vueling, tanto vertical como horizontalmente. Los porcentajes verticales nos informan sobre el peso relativo de cada partida en relación a la agrupación a la que pertenece. En cambio, los porcentajes horizontales muestran la evolución de una determinada partida o masa patrimonial en varios ejercicios sucesivos, tomando como referencia el primero (García, Velar y Cañadas, 2009; p.178). Es importante mencionar que, tanto en la estructura patrimonial como en las ratios que analizaremos a continuación estamos empleando datos relativos o porcentajes, no datos unitarios. Es decir, debido a la gran diferencia de tamaño entre ambas empresas, un porcentaje menor puede representar monetariamente una cantidad mayor. Por ejemplo, un incremento del 150% en algunas partidas de Vueling, puede ser menor monetariamente que un incremento del 50% en Iberia.

Para facilitar la comprensión y la lectura, analizaremos por separado la estructura del activo y la del pasivo, centrándonos solamente en aquellas cuestiones que consideramos más relevantes.

3.1.1 Masas patrimoniales del Activo (Estructura económica).

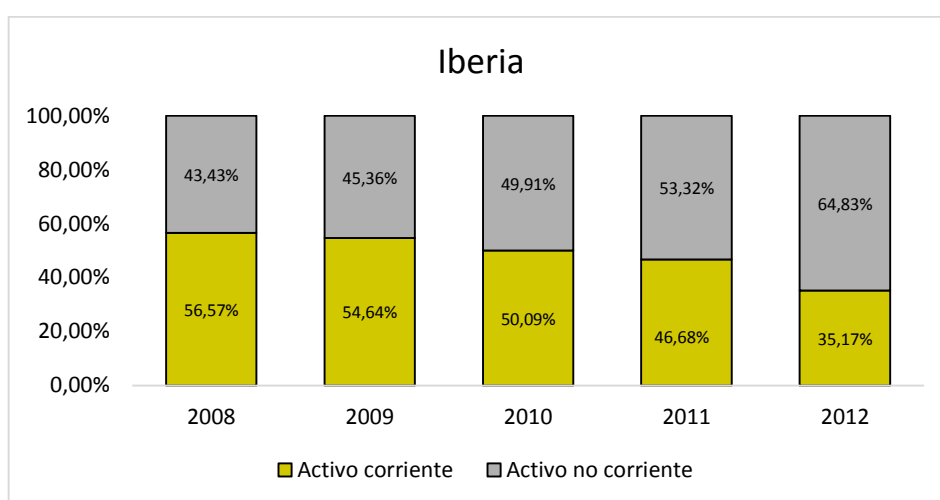
Tal como se define en el Marco Conceptual del Plan General de Contabilidad (2008), se consideran activos todos aquellos bienes, derechos y otros recursos controlados económicamente por la empresa, que hayan sido resultado de sucesos pasados y de los que se espera obtener rendimientos o beneficios económicos en el futuro. Se puede dividir en activo no corriente y activo corriente.

Lo más destacado del activo no corriente de las compañías del sector aéreo tiende a ser el inmovilizado material, pues en él se incluyen, entre otras partidas, el valor del principal activo empleado en su actividad, las aeronaves. Sin embargo, en el caso de

Vueling, esta partida no es muy significativa en relación al resto, pues opera principalmente mediante el arrendamiento de sus aeronaves. En el periodo analizado el peso del inmovilizado material en el caso de Vueling fue, de media, del 1,34% mientras que en Iberia del 22,06%.

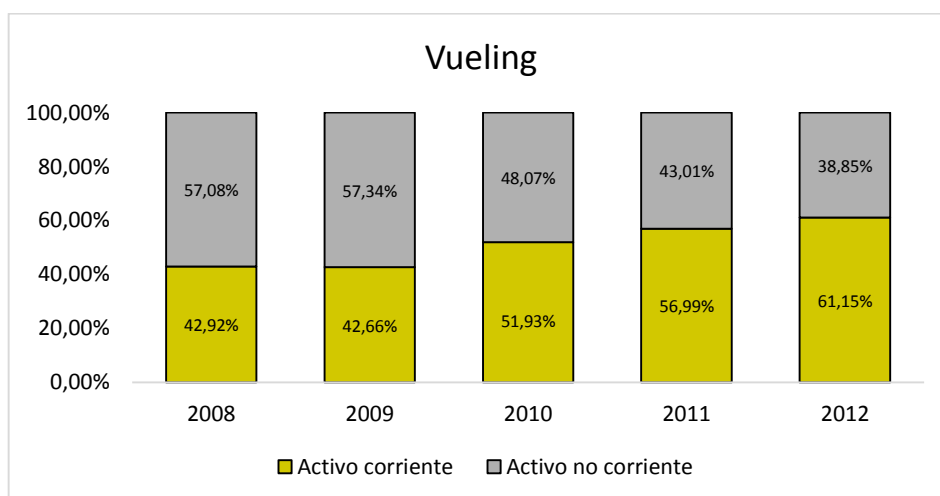
En relación al activo corriente, las compañías aéreas se caracterizan por unas escasas o incluso nulas existencias (ofrecen un servicio, no venden un producto), y unos niveles de tesorería en torno al 20% del activo total (de media). En las gráficas 2 y 3 se muestra el porcentaje de las principales masas del activo de las dos empresas objeto de estudio en relación al activo total.

Gráfica 2. Composición del Activo. Iberia.



Fuente: Elaboración propia.

Gráfica 3. Composición del Activo. Vueling.



Fuente: Elaboración propia.

Como podemos observar en las gráficas, la estructura de las masas patrimoniales del activo de ambas empresas sigue una tendencia contraria. Mientras que la compañía tradicional Iberia va aumentando cada vez más el peso del activo no corriente a lo largo del periodo de análisis, vemos como la aerolínea Vueling ha ido en la dirección opuesta, dándole una mayor importancia en su estructura al activo corriente.

En el caso de Iberia, el cambio de tendencia a lo largo de los cinco años analizados se debe, más que al aumento del activo no corriente (cerca de un 30%), a un fuerte descenso del activo corriente (aproximadamente del 50%). La mayor caída se produjo en las inversiones financieras a corto plazo, las cuales entre 2008 y 2012 se redujeron aproximadamente en un 90%, pasando de representar el 22,08% del total del activo en 2008 a tan solo el 4% cinco años más tarde.

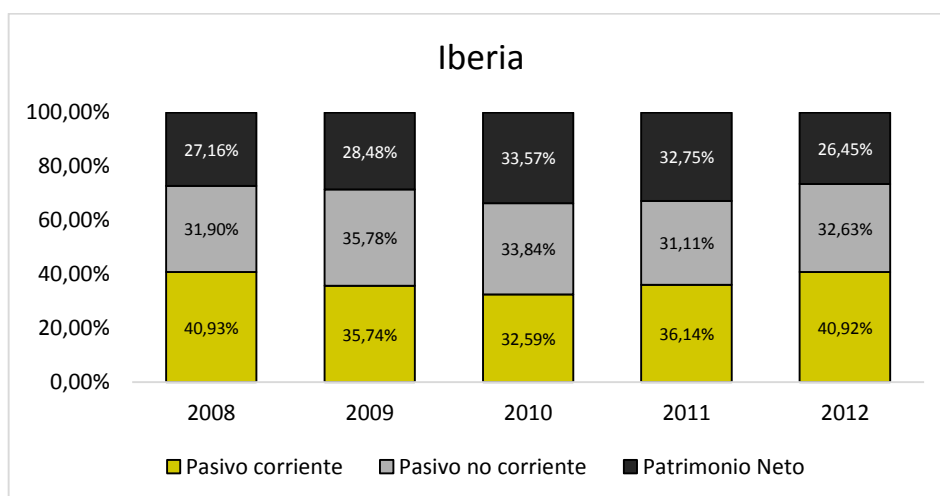
Respecto a Vueling, vemos que la fusión con Clickair apenas tuvo relevancia en la estructura de su activo (sí en su tamaño, pues el activo total creció en 2009 cerca de un 180% respecto al año anterior), pues ésta se llevó a cabo durante el año 2009 y las proporciones de activo corriente y no corriente son similares a las del año anterior a la fusión. A partir de 2010 observamos como el activo corriente comienza a cobrar más fuerza, debido a que, aunque la mayoría de las partidas del activo aumentaron (tanto del activo corriente como del activo no corriente), lo hicieron en mayor proporción las del activo corriente.

3.1.2 Masas patrimoniales del Pasivo (Estructura financiera).

En este apartado se incluyen tanto los pasivos como el patrimonio neto. El Plan General de Contabilidad (2008), define en su apartado cuarto del Marco Conceptual los pasivos como aquellas obligaciones actuales surgidas como consecuencia de sucesos pasados, para cuya extinción la empresa espera desprenderse de recursos capaces de producir beneficios o rendimientos económicos en el futuro. Por otra parte, el patrimonio neto incluye las aportaciones realizadas por los socios o propietarios, que no tengan la consideración de pasivos, además de los resultados acumulados u otras variaciones que le afecten.

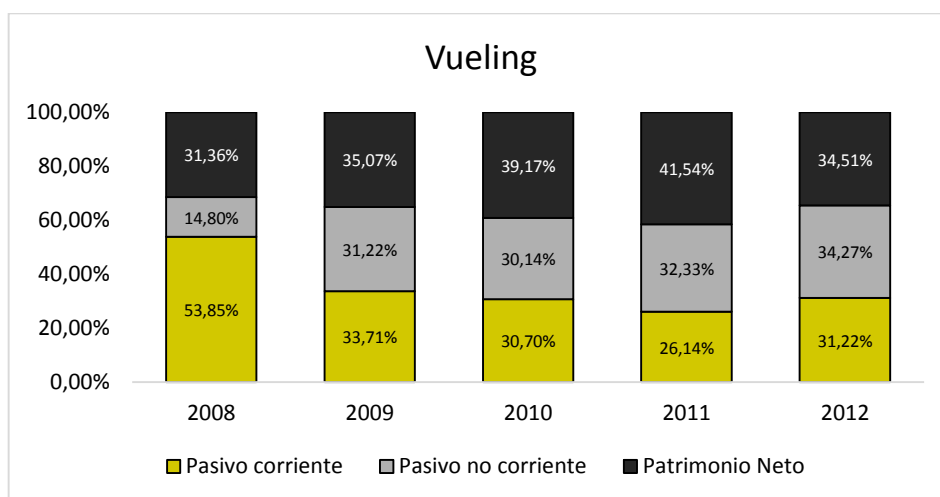
En las gráficas 4 y 5 observamos la estructura del patrimonio neto y del pasivo de las empresas analizadas, lo que nos permite ver cuál es la principal fuente de financiación de cada una de ellas (bien aportaciones de los socios o bien financiación ajena).

Gráfica 4. Composición del pasivo y del patrimonio neto. Iberia.



Fuente: Elaboración propia.

Gráfica 5. Composición del pasivo y del patrimonio neto. Vueling.



Fuente: Elaboración propia.

Los resultados mostrados en estas gráficas muestran una estructura del patrimonio neto y del pasivo similar para ambas empresas, a excepción del ejercicio económico del año 2008, año en el cual la compañía Vueling todavía no había llevado a cabo la fusión con Clickair y la estructura financiera era mayoritariamente pasivo corriente. El resto de los años, tanto Iberia como Vueling dan una importancia similar a cada una de sus masas patrimoniales del pasivo, sin predominar claramente ninguna de ellas. Sin embargo, analizando en detalle las partidas de los balances, vemos que lo más predominante del pasivo exigible son las provisiones a largo plazo (obligaciones futuras de las cuales no se conoce con exactitud la cuantía o la fecha en la que producirán).

Por tanto, los fondos propios adquirirían mayor peso en el pasivo total que las deudas con entidades de crédito y que otros acreedores (administraciones públicas, proveedores, personal...).

3.2 Capital circulante.

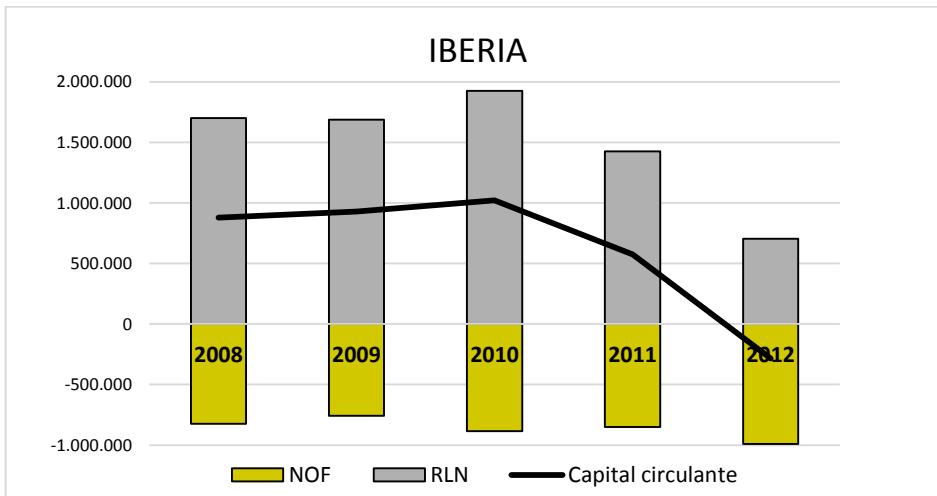
El capital circulante, también conocido como capital corriente, fondo de maniobra o capital de trabajo, representa la cantidad de “liquidez operativa” disponible en el día a día de la gestión empresarial (De Jaime, 2008; p.132). El capital corriente se puede interpretar o definir de varias maneras:

- Parte del activo corriente que está financiada por recursos permanentes. Por tanto: $\text{Capital circulante} = \text{activo corriente} - \text{pasivo corriente}$ (García, Velar y Cañadas, 2009; p.71).
- Parte del pasivo no corriente y recursos propios que financian el activo corriente. Es decir: $\text{Capital circulante} = \text{recursos permanentes} - \text{activo fijo}$ (García, Velar y Cañadas, 2009; p.71).
- Parte del activo corriente que se comporta como activo no corriente. Representaría un margen de error en cuanto a solvencia, pues, en caso de que la empresa tuviese que devolver todas las deudas a corto plazo, el capital circulante es lo que quedaría del activo corriente. Por lo tanto, cuanto mayor sea el capital circulante, menor riesgo de insolvencia habrá en la empresa (García, Velar y Cañadas, 2009; p.71-72).

El capital circulante se puede descomponer, a su vez, en las necesidades operativas de fondos (NOF) y en los recursos líquidos netos (RLN). Las NOF están compuestas por aquellas partidas que forman parte del ciclo de explotación (existencias + deudores - acreedores de explotación). En la medida en que el activo circulante operativo supere al pasivo circulante operativo, habrá una inversión neta en las operaciones que será permanente si el ciclo de explotación se mantiene (Gurriarán, 2002; p. 32). Por otro lado, los RLN se corresponden con las partidas de inversiones financieras, tesorería y deudas financieras, no relacionadas con las operaciones de explotación (inversiones financieras a corto plazo + tesorería – deudas financieras).

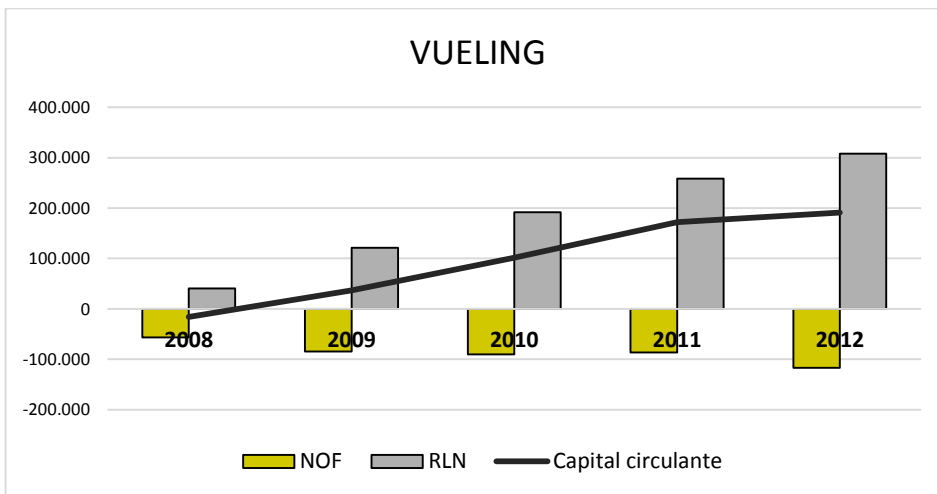
En las gráficas 6 y 7 se muestra el capital circulante tanto de Iberia como de Vueling a lo largo del periodo, descompuesto en necesidades operativas de fondos y en recursos líquidos netos.

Gráfica 6. Capital circulante. Iberia.



Fuente: Elaboración propia.

Gráfica 7. Capital circulante. Vueling.



Fuente: Elaboración propia.

Pese a que se aprecia una gran diferencia entre la magnitud de las dos empresas, observamos como el signo de las necesidades operativas de fondos, y los recursos líquidos netos coinciden en ambas compañías (NOF negativas y RLN positivos). Sin embargo, la evolución del capital circulante sigue una tendencia contraria: mientras que en Vueling la tendencia es creciente a lo largo del periodo analizado, en Iberia sigue una tendencia descendente desde el año 2010, llegando incluso a ser negativo en el 2012.

Las NOF negativas nos indican que son mayores los pasivos corrientes de explotación que los activos corrientes de explotación en ambas compañías (también lo

son, de media, en el sector aéreo en su conjunto). Su explicación se debe principalmente a que, al tratarse de actividades del sector servicios, su nivel de existencias es prácticamente nulo y su periodo de cobro es, en general, bajo. A mayores, la partida de acreedores varios y proveedores a corto plazo tiene un gran peso en el pasivo de ambas empresas, los cuales financian parte del activo fijo o no corriente.

Los RLN, como hemos dicho anteriormente, mantienen un signo positivo a lo largo del análisis y muy superior a cero (lo ideal para maximizar la rentabilidad es que los recursos líquidos netos sean iguales a 0), lo que nos puede indicar excesos de tesorería. Como vemos en sus balances, la principal causa de la gran cantidad de recursos líquidos es que ambas compañías mantienen, en general, fuertes inversiones financieras a corto plazo y elevados niveles de tesorería. Tal como se menciona en la memoria de Iberia y de Vueling, ambas compañías mantienen elevados niveles de tesorería y de inversiones financieras a corto plazo con el fin de gestionar el riesgo de liquidez, elevado debido al carácter estacional del negocio y a las necesidades constantes de inversión y financiación.

Para finalizar con el capital circulante, se puede afirmar que las compañías analizadas incurren en elevados niveles de inversiones financieras a corto plazo y de tesorería, lo cual provoca un elevado capital circulante que, pese a ocasionar una menor rentabilidad, evita el riesgo de caer en insolvencia.

3.3 Análisis de la liquidez y la solvencia a corto plazo.

Entendemos por liquidez o solvencia a corto plazo la capacidad que tiene una compañía de hacer frente a sus compromisos o pagos en el corto plazo (García, Velar y Cañadas, 2009; p.215). La medida de la liquidez debe ser adecuada, de tal forma que no exista un exceso que suponga tener recursos ociosos (disminución de la rentabilidad), ni una carencia que suponga dificultades para atender pagos, proyectos de expansión, etc. (Mariño, 2009; p.86).

Para realizar nuestro análisis emplearemos diversos ratios en función del grado de liquidez, comenzando por la liquidez de primer grado y finalizando con el ratio de solvencia a corto plazo o de circulante.

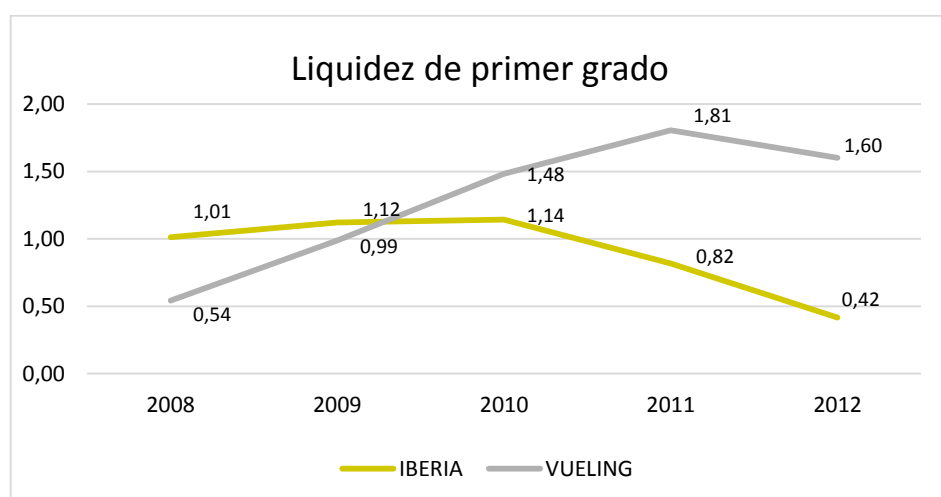
3.3.1 Liquidez de primer grado o de tesorería.

Con esta ratio se pretende medir la capacidad de la empresa de hacer frente a los compromisos de pago a corto plazo teniendo en cuenta sólo los activos más líquidos (Mariño, 2009; p. 88). Para su cálculo se halla la suma entre las inversiones temporales y el disponible, y se divide entre el total del pasivo circulante (Ruiz, 2012; p. 34), tal como muestra la siguiente fórmula:

$$\frac{\text{Disponible + Inversiones Financieras Temporales}}{\text{Pasivo Circulante}}$$

La mayoría de los autores consideran que esta ratio debe encontrarse en torno a valores próximos a 0,5, aunque dependerá del sector de actividad en el que opere cada empresa. Para medir la liquidez en el sector del transporte aéreo, ésta es la ratio que mejor refleja la liquidez de las compañías que operan en el mercado, pues sus principales activos no corrientes son los reflejados en el numerador de la anterior fórmula (las partidas de deudores y existencias no son tan determinantes). En la gráfica 8 se muestra la ratio de liquidez de primer grado de Iberia y de Vueling, donde podemos comprobar la diferencia entre ambas empresas, y a partir de la cual intentaremos extraer las conclusiones de los resultados.

Gráfica 8. Liquidez de primer grado. Iberia y Vueling.



Fuente: Elaboración propia.

Como observamos en la gráfica, ambas compañías mantienen un nivel de liquidez de primer grado muy elevado (salvo Iberia en el ejercicio 2012), por lo que podrían hacer frente a la mayoría de las deudas a corto plazo con los activos más líquidos de sus balances. Aunque en los últimos años analizados la liquidez de primer grado de Iberia desciende, debido principalmente a los malos resultados económicos de la empresa (fuertes pérdidas), se sigue manteniendo en valores adecuados y óptimos para empresas de este sector. Por el lado de Vueling, vemos como la ratio de liquidez supera con creces la unidad, sobre todo a partir del ejercicio 2010, lo cual podría ser un claro síntoma de pérdida de rentabilidad o demasiados recursos ociosos. Esta elevada liquidez fue posible gracias a los buenos resultados logrados por la empresa en estos años, que le han proporcionado los ingresos suficientes para atender sus obligaciones sin reducir sus niveles de liquidez.

El principal motivo de los elevados niveles de liquidez de primer grado radica, como ya hemos mencionado en el análisis del capital circulante, en el tipo de sector en el que operan estas dos compañías y en el tamaño de sus inversiones. Es decir, el carácter estacional de su actividad y la inversión elevada y constante les obliga a mantener elevadas cantidades de fondos disponibles a corto plazo para evitar riesgos de insolvencia.

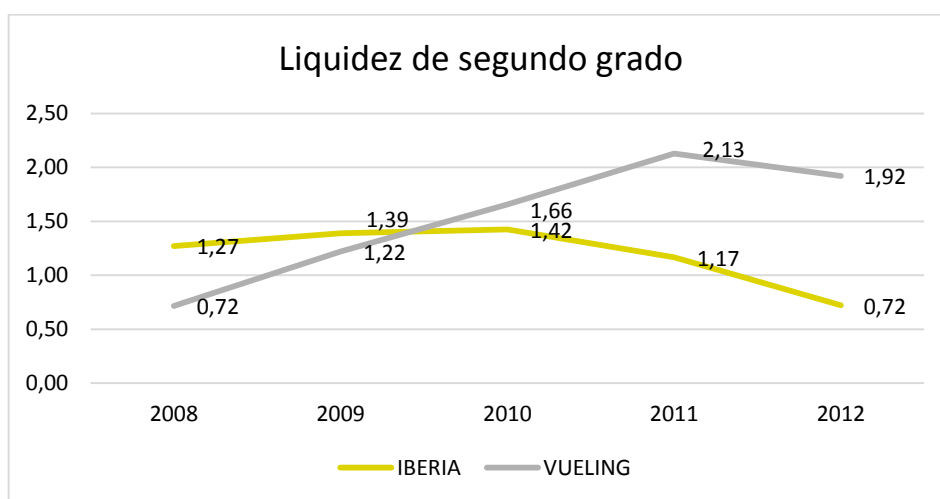
3.3.2 Liquidez de segundo grado o prueba ácida.

La ratio de liquidez de segundo grado (también conocida como prueba ácida o “acid test”) nos informa de la capacidad que tiene una empresa de generar recursos financieros líquidos suficientes para hacer frente, puntualmente, a los compromisos de pagos registrados por las deudas a corto plazo (Mariño, 2009; p. 88). Para calcular esta ratio, debemos incorporar los deudores comerciales y otras cuentas a cobrar al numerador de la ratio de liquidez de primer grado. O lo que es lo mismo, poniendo en el numerador el total del activo corriente menos las existencias (Ruiz, 2012; p.34). En nuestro análisis emplearemos la primera forma, tal como se observa en la siguiente fórmula:

$$\frac{\text{Disponible} + \text{Inversiones Financieras Temporales} + \text{Deudores}}{\text{Pasivo Circulante}}$$

En este caso, puesto que añadimos un componente más en el numerador (que siempre será positivo), el valor aceptable es mayor. La empresa debería cubrir la totalidad de sus deudas a corto plazo con los componentes del numerador de esta ratio o, de no ser así, al menos el 80% de las mismas. Es decir, el valor ha de situarse entre 0,8 y 1 (García, Velar, Cañadas, 2009; p. 217). En la gráfica 9 se muestran los resultados de la ratio de liquidez de segundo grado para Iberia y Vueling, que como podemos comprobar, mantiene una evolución similar a la anterior ratio.

Gráfica 9. Liquidez de segundo grado o prueba ácida. Iberia y Vueling.



Fuente: Elaboración propia.

Al igual que sucedía en la ratio de liquidez de primer grado, ambas compañías muestran, en general, valores demasiado elevados por los motivos explicados anteriormente (elevada tesorería e inversiones a corto plazo). En cuanto a la tendencia, ésta también es muy similar a la de la gráfica anterior, debido principalmente a los resultados obtenidos por ambas compañías que han permitido aumentar la liquidez a Vueling, y que han obligado a Iberia a reducir su liquidez para hacer frente a los elevados costes de explotación, llegando en el año 2012 a estar por debajo del valor de referencia. Pese a que ambas compañías han estado por debajo del nivel de liquidez adecuado (Vueling en 2008 e Iberia en 2012), se puede decir que no sufrieron problemas de liquidez en ninguno de los años analizados.

3.3.3 Solvencia a corto plazo o circulante.

La ratio de solvencia a corto plazo, también llamada de circulante o distancia de la suspensión de pagos (Ruiz, 2012; p. 37), nos indica la capacidad de una empresa de generar recursos financieros líquidos suficientes para atender a sus compromisos de pago en los plazos establecidos (Mariño, 2009; p. 89). En nuestro caso, esta ratio apenas nos aporta información pues, una vez analizada la liquidez de primer y segundo grado, la solvencia a corto plazo añade las existencias al numerador, partida prácticamente nula en los balances de las empresas analizadas. La fórmula quedaría de la siguiente forma:

$$\frac{\text{Activo Ciculante}}{\text{Pasivo Circulante}}$$

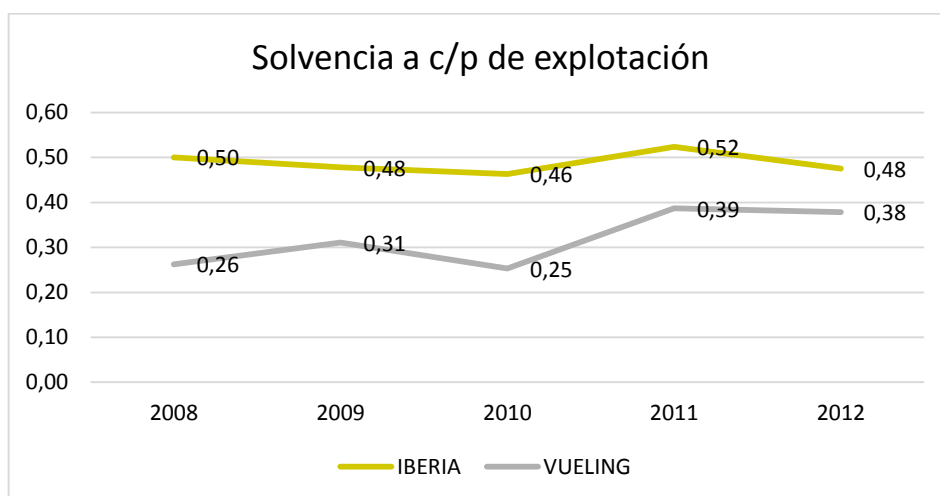
Por tanto, en vez de analizar la solvencia a corto plazo general, pues su resultado es prácticamente el mismo que la ratio de liquidez de segundo grado, analizaremos su desglose: la solvencia a corto plazo de explotación y la solvencia a corto plazo ajena a la explotación.

Solvencia a corto plazo de explotación.

La ratio de solvencia a corto plazo de explotación es definida como el cociente entre el activo circulante de explotación y el pasivo circulante de explotación, es decir, los dos componentes de las necesidades operativas de fondos. Por tanto, el resultado será mayor cuanto mayor sean las necesidades operativas de fondos, pues la diferencia entre numerador y denominador será mayor (Ruiz, 2012; p.36):

$$\frac{\text{Activo Circulante de Explotación}}{\text{Pasivo Circulante de Explotación}}$$

En la gráfica 10 se compara la solvencia a corto plazo de Iberia y de Vueling, la cual seguirá una tendencia igual al de las necesidades operativas de fondos ya analizadas (Gráficas 6 y 7).

Gráfica 10. Solvencia a corto plazo de explotación. Iberia y Vueling.

Fuente: Elaboración propia.

A diferencia de las anteriores ratios de liquidez comentadas, vemos como en esta ocasión siempre es mayor el resultado de Iberia y que ambas compañías mantienen una solvencia a corto plazo de explotación muy inferior a la unidad (siempre que las NOF sean negativas esta ratio estará por debajo de la unidad). En general, siguen una tendencia regular, pues sus periodos de explotación suelen ser bastantes constantes en el tiempo.

Pese a que no hay un valor óptimo para esta ratio, podemos interpretar una baja solvencia a corto plazo de explotación debido al poco peso de los activos de explotación en el balance de las aerolíneas (deudores y existencias); y a unas elevadas deudas con acreedores comerciales, clave para poder afrontar las fuertes inversiones necesarias para el desarrollo de la actividad.

Por tanto, dado que el capital circulante hemos visto que era positivo gracias a unos recursos líquidos elevados, y que ambas compañías gozan de una elevada liquidez de primer y segundo grado, es de esperar que la solvencia a corto plazo ajena a la explotación sea elevada, tal como veremos en la siguiente gráfica.

Solvencia a corto plazo ajena a la explotación.

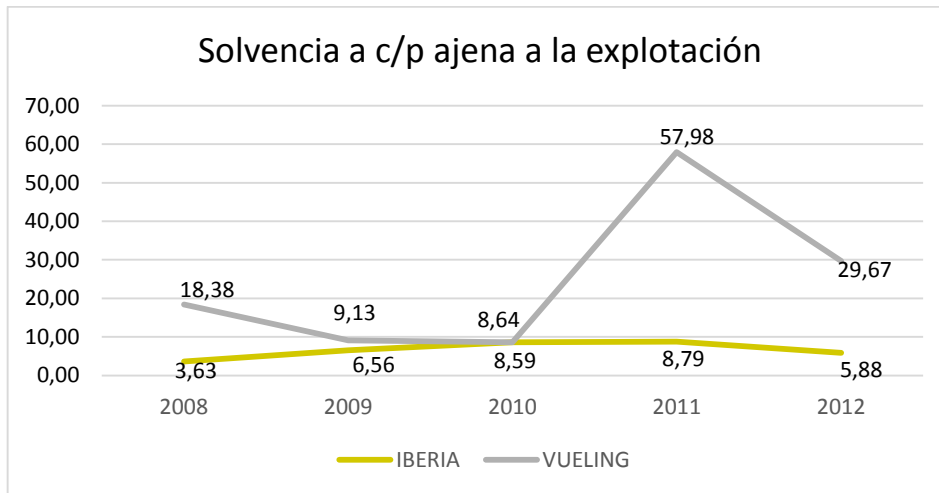
La solvencia a corto plazo ajena a la explotación se calcula con las demás partidas del capital circulante no incluidas en la ratio anterior, es decir, con aquellas que no están directamente vinculadas con el ciclo de explotación. Por tanto, su valor está

directamente relacionado con los recursos líquidos netos, siendo esta ratio mayor que la unidad cuando dichos recursos son positivos (Ruiz, 2012; p. 36).

Activo Circulante Ajeno a la Explotación
Pasivo Circulante Ajeno a la Explotación

En la gráfica 11 vemos la solvencia a corto plazo ajena a la explotación de las aerolíneas Iberia y Vueling, la cual cumple con lo comentado anteriormente, siendo en todo el periodo analizado mayor que la unidad (recursos líquidos positivos).

Gráfica 11. Solvencia a corto plazo ajena a la explotación. Iberia y Vueling.



Fuente: Elaboración propia.

A diferencia de la solvencia a corto plazo de explotación en la cual el resultado de Iberia era superior en todo el periodo analizado, en este caso la solvencia a corto plazo ajena a la explotación de la compañía Vueling es superior en cada uno de los años analizados, siendo muy similar en los años 2009 y 2010 entre ambas empresas.

Tal como muestra la gráfica, las dos aerolíneas muestran un elevado grado de solvencia a corto plazo ajena a la explotación, siempre muy superior a la unidad, por lo que se compensa la baja solvencia de explotación y convierte tanto a Iberia como a Vueling en empresas solventes. Este resultado se debe principalmente a dos motivos: por un lado a los elevados niveles de tesorería y de inversiones financieras a corto plazo existentes en la mayoría de las empresas del sector aéreo (valor alto en el numerador);

y por otro lado a las escasas deudas financieras a corto plazo (valor bajo en el denominador).

Lo más destacado de la gráfica lo encontramos en la compañía Vueling, donde se observa una gran irregularidad en la evolución de su solvencia a corto plazo ajena a la explotación, sobre todo a partir de 2010. Como observamos en los balances, el incremento de la solvencia en el año 2011 se debe a un descenso del 81,94% de las deudas a corto plazo respecto al año 2010, por motivos que no conocemos con la información disponible. En el año 2012 las deudas a corto plazo aumentaron más de lo que lo hicieron los activos circulantes ajenos a la explotación, por lo que la solvencia se volvió a reducir a niveles más próximos a los de años anteriores.

Por tanto, podemos concluir este análisis de solvencia a corto plazo afirmando que ambas empresas, y el sector en general, son solventes a corto plazo gracias al elevado valor de los activos circulantes ajenos a la explotación y a las reducidas deudas a corto plazo. Pese a que la compañía tradicional Iberia goza de mayor solvencia derivada de sus activos de explotación, la gran diferencia en la solvencia ajena a la explotación (principalmente a partir de 2010), hace que la aerolínea de bajo coste Vueling se posicione como más solvente en el mercado, pese a su menor tamaño.

3.4 Coeficiente básico de financiación.

El coeficiente básico de financiación refleja en qué medida los recursos permanentes cubren las necesidades de financiación a largo plazo (Rey, 2013; p. 468). Esta ratio combina la información obtenida en las ratios de solvencia vistos anteriormente, ya que mide el valor relativo de los recursos líquidos netos en relación al capital circulante total. Cuanto mayor sea su valor sobre la unidad, mayor será la proporción de recursos líquidos netos sobre el capital circulante (Ruiz, 2012; p. 36). Para obtenerlo empleamos la siguiente fórmula:

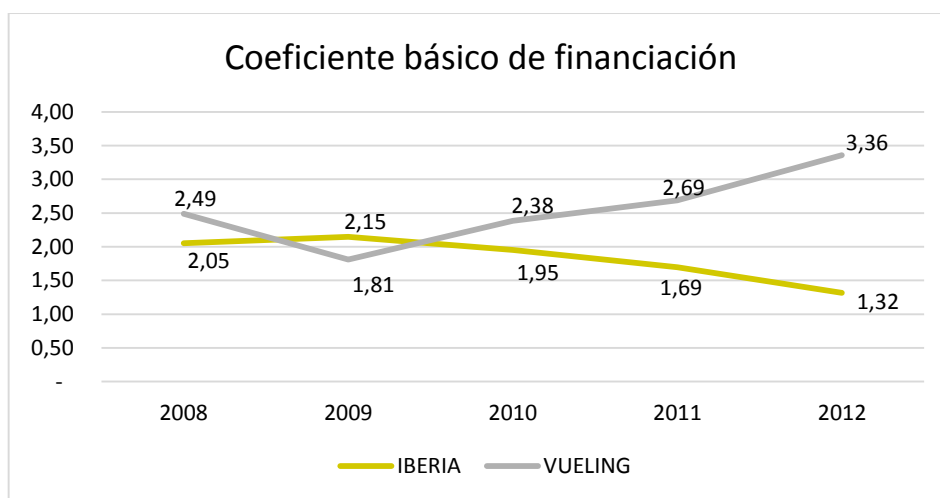
$$\frac{\text{Patrimonio Neto} + \text{Pasivo Exigible a Largo Plazo}}{\text{Activo Fijo} + \text{Necesidades Operativas de Fondos}}$$

El coeficiente básico de financiación se puede interpretar según éste sea igual, mayor, o menor que la unidad. La situación óptima será el primer caso (CBF=1), pues la empresa tendrá cubiertos adecuadamente su inmovilizado y capital corriente necesario. El segundo caso (CBF>1), la empresa cuenta con un exceso de capitales

permanentes, y el último caso ($CBF < 1$) es el más perjudicial, pues representa que la compañía está en situación de desequilibrio financiero (García, Velar y Cañadas, 2009; p. 211).

En la gráfica 12 se muestra el coeficiente básico de financiación de Iberia y Vueling, el cual podemos adelantar que será mayor que la unidad para las dos aerolíneas en todo el periodo analizado, pues los recursos líquidos netos de ambas compañías son positivos.

Gráfica 12. Coeficiente básico de financiación. Iberia y Vueling.



Fuente: Elaboración propia.

Como vemos en la gráfica, tanto la aerolínea tradicional Iberia como la de bajo coste Vueling, muestran un coeficiente básico de financiación superior a la unidad. Esto nos indica que las dos empresas analizadas cuentan en sus balances con demasiados capitales permanentes (Patrimonio Neto y Pasivo Exigible a Largo Plazo) para financiar sus recursos a largo plazo.

De esta gráfica podemos destacar varios acontecimientos que influyeron en el coeficiente básico de financiación. En 2009, el coeficiente de Vueling cae de forma notable. Este descenso coincide con el año de la fusión con Clickair, la cual ocasionó cambios en la estructura de financiación de Vueling, pues el coeficiente básico de financiación de la compañía Clickair a fecha de la fusión tenía un valor cercano a 2, inferior al de Vueling. Siguiendo con Vueling, también observamos como en el año 2012 el coeficiente básico de financiación se volvió a disparar con un valor superior a tres. Analizando cada componente del coeficiente, observamos que la principal causa fue un

gran aumento del pasivo exigible a largo plazo y que el resto de los componentes siguieron la misma tendencia de años anteriores.

En cuanto a Iberia, vemos que mantiene un coeficiente básico de financiación bastante estable, aunque con una tendencia a la baja, principalmente en el 2012. Esta caída la atribuimos principalmente a la disminución del patrimonio neto debido a las fuertes pérdidas, y al aumento del activo fijo.

3.5 Solvencia a largo plazo.

Entendemos por solvencia o solvencia a largo plazo aquella medida que nos informa sobre la capacidad que tiene la empresa en su conjunto (volumen total de sus activos) para responder a todas las obligaciones que tiene contraídas (todas sus deudas, sea cual sea el vencimiento) (García, Velar y Cañadas, 2009; p. 218).

Para nuestro análisis de la solvencia emplearemos los ratios de garantía y consistencia, con los cuales veremos la capacidad de cada una de las empresas analizadas para hacer frente tanto a su pasivo exigible total como a su pasivo exigible a largo plazo.

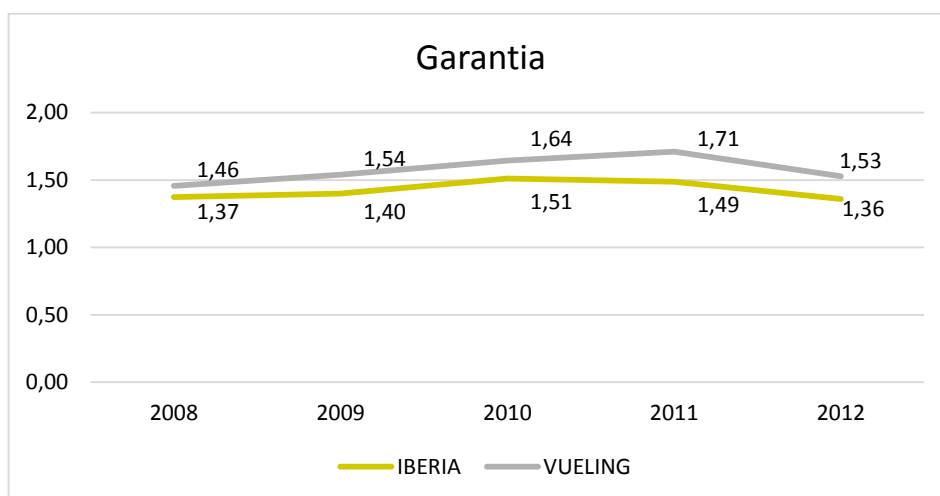
3.5.1 Garantía.

Esta ratio, también denominada de solvencia total o de distancia a la quiebra, mide la garantía que ofrece la empresa a sus acreedores, la cual será mayor cuanto mayor sea el valor de la ratio (García, Velar y Cañadas, 2009; p. 218). Para su cálculo se emplea el cociente entre el activo real y el pasivo exigible (Ruíz, 2012; p. 37), tal como mostramos en la siguiente fórmula:

$$\frac{\text{Activo Real}}{\text{Pasivo Exigible.}}$$

En cuanto al valor óptimo, autores como Mariño (2009) mantienen que esta ratio debe situarse en un valor comprendido entre 1,5 y 2,5, estableciéndose la unidad como límite inferior. En caso de que el resultado sea inferior a la unidad, la empresa se encontraría en una situación próxima a la quiebra, por lo que debería o retener beneficios o bien ampliar capital cuanto antes para poder hacer frente a sus obligaciones. En la gráfica 13 se observa la garantía frente a sus acreedores de las dos aerolíneas analizadas.

Gráfica 13. Garantía. Iberia y Vueling.



Fuente: Elaboración propia.

Pese a que ambas empresas han sufrido cambios profundos en el periodo analizado (fusiones, elevadas pérdidas, inestabilidad en el sector...), observamos que la garantía se ha mantenido prácticamente constante en los cinco ejercicios estudiados, estando en todos ellos por encima de la unidad, y fuera de riesgo de quiebra o suspensión de pagos.

En este caso, Vueling gana la partida a Iberia, pues mientras la “low cost” se encuentra en el intervalo óptimo (salvo en 2008), la tradicional Iberia se encuentra ligeramente fuera de dicho intervalo, con una solvencia a largo plazo menor, aunque con valores próximos a los óptimos, aceptables en el periodo de inestabilidad económica analizado.

Por tanto, de esta ratio podemos decir que ambas compañías presentan una buena relación entre sus activos y sus deudas y que las diferencias entre ambas compañías o estrategias son mínimas.

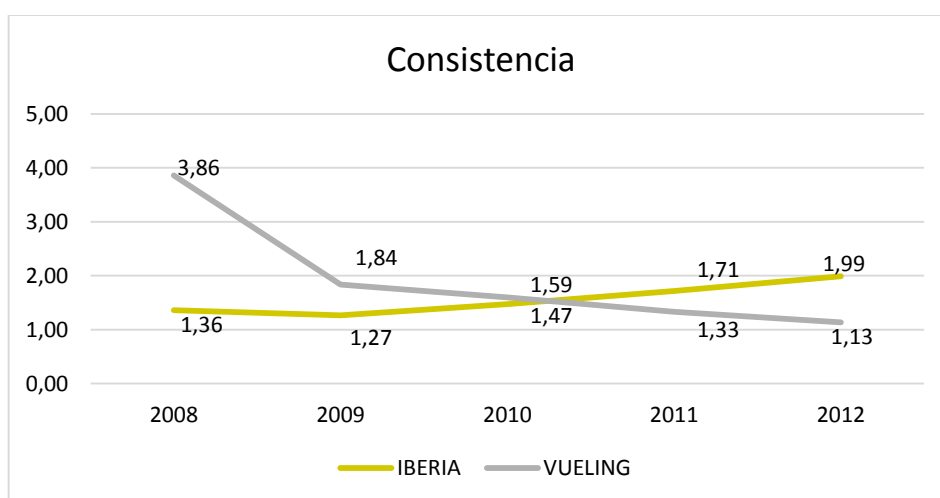
3.5.2 Consistencia.

La ratio de consistencia nos informa sobre el grado de seguridad que ofrece la empresa a sus acreedores a largo plazo de recuperar los capitales prestados (Mariño, 2009; p. 117). Su valor es el resultado del cociente entre el activo fijo y el pasivo exigible a largo plazo, tal como se muestra a continuación (Ruiz, 2012; p. 37):

Activo Fijo
Pasivo Exigible a Largo Plazo

El valor óptimo de esta ratio se considera en torno a 2, lo que indica que el 50% del activo fijo está financiado con créditos a largo plazo (García, Velar y Cañadas, 2009; p. 218). En la gráfica 14 se muestra el resultado para Iberia y Vueling.

Gráfica 14. Consistencia. Iberia y Vueling.



Fuente: Elaboración propia.

En este caso los resultados no son tan favorables como en las ratios anteriores pues, como vemos, solo Vueling en el año 2008 alcanza el valor óptimo, siendo aun así demasiado elevado. Pese a que el resultado no sea óptimo, la evolución de ambas compañías es muy diferente: mientras Vueling sigue una tendencia con una consistencia cada vez menor, la aerolínea Iberia mantiene una dinámica positiva desde el año 2009, acercándose cada vez más a los valores óptimos.

De nuevo, se observa un fuerte cambio entre el ejercicio 2008 y 2009 en la compañía Vueling, el cual podemos atribuir, de nuevo, a la fusión con Clickair, determinante en la nueva estructura de la compañía. En los próximos años, la compañía debería reducir su pasivo exigible a largo plazo o por lo menos mantenerse en los niveles actuales, pues si su ratio de consistencia cae por debajo de la unidad, la seguridad de los capitales de los acreedores podría comenzar a peligrar.

En el caso de Iberia, su consistencia sigue una tendencia al alza a partir del año 2009 debido a que logró, en general, incrementar su activo fijo y reducir ligeramente su pasivo exigible a largo plazo.

3.6 Endeudamiento.

El endeudamiento puede ser definido como el conjunto de deudas u obligaciones que una empresa tiene con terceras personas (García, Velar y Cañadas, 2009; p.212). A partir del estudio del endeudamiento de las compañías analizadas conoceremos la proporción entre las deudas totales, deudas a largo plazo o deudas a corto plazo, y el patrimonio neto de la empresa (Ruíz, 2012; p. 37). Para ello emplearemos las ratios de endeudamiento total, endeudamiento a largo y corto plazo y autonomía financiera.

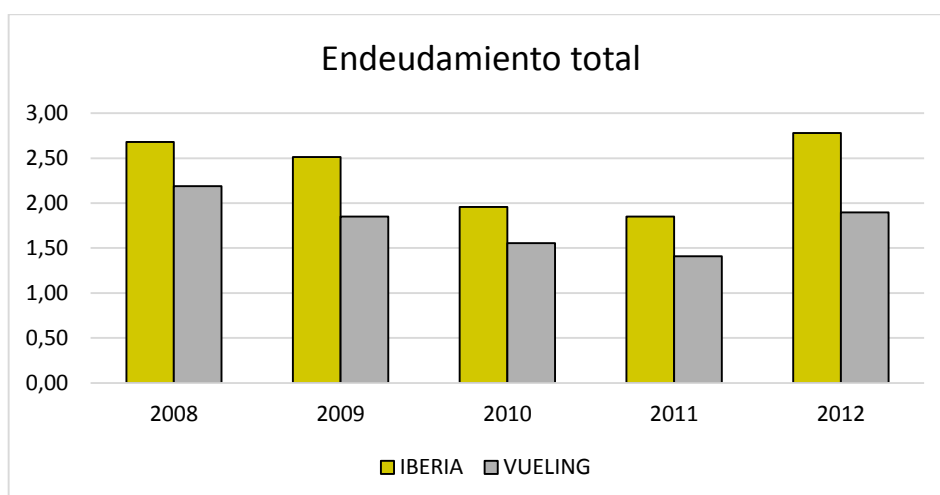
3.6.1 Endeudamiento total.

La ratio de endeudamiento total nos indica la intensidad de los fondos ajenos en relación a los fondos propios, o lo que es lo mismo, el grado de dependencia de los acreedores en el desarrollo normal de la actividad (Mariño, 2009; p. 114). Para calcularlo empleamos el cociente entre el pasivo exigible y el patrimonio neto (Ruíz, 2012; p. 37):

$$\frac{\text{Pasivo Exigible}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

Es recomendable que el valor de esta ratio no supere la unidad, es decir, que las deudas totales contraídas por la empresa no superen el total de los fondos propios (García, Velar y Cañadas, 2009; p. 213), pues significaría una gran dependencia de fondos ajenos. Una opinión muy extendida en el mundo empresarial es la conocida como “fifty-fifty”, o lo que es lo mismo, que lo ideal para la empresa es que se financie a partes iguales, tanto con recursos propios como con recursos ajenos (De Jaime, 2008; p.104). En la gráfica 15 vemos el ratio de endeudamiento para las compañías de transporte aéreo analizadas.

Gráfica 15. Endeudamiento. Iberia y Vueling.



Fuente: Elaboración propia.

Como vemos en la gráfica, el nivel de endeudamiento de ambas compañías es muy elevado, sobre todo en el caso de Iberia, llegando a superar sus deudas con terceros el 200% de su patrimonio neto. Tanto Iberia como Vueling siguieron la misma tendencia, descendiendo su ratio de endeudamiento total hasta el año 2011, pero incrementándolo de nuevo en el año 2012 (ambas compañías aumentaron sus pasivos exigibles y redujeron su patrimonio neto). En el caso del sector, el coeficiente de endeudamiento es muy superior al mostrado por las compañías analizadas, llegando casi a duplicarlo en el año 2008. Por tanto, vemos que son empresas con gran dependencia de recursos ajenos pero que se sitúan por debajo del endeudamiento medio del sector.

El resultado tan elevado se debe a la importancia que tienen en el sector aéreo las provisiones para el mantenimiento futuro de las aeronaves (elemento del pasivo exigible), las cuales representan, más que fondos ajenos, elevadas inversiones futuras. En caso de no tener en cuenta las provisiones como parte del pasivo exigible, la ratio de endeudamiento sería menor, pero aun así, el resultado de ambas compañías estaría, de media, por encima de la unidad. Por tanto, la conclusión sigue siendo que ambas empresas tienen una fuerte dependencia de las aportaciones de terceros, como pueden ser entidades financieras, proveedores, u otros acreedores varios.

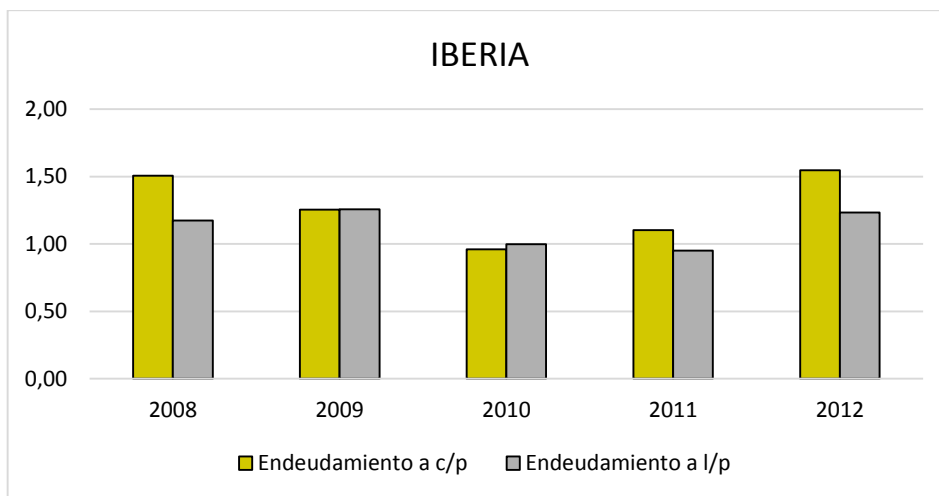
3.6.2 Endeudamiento a corto y largo plazo.

Para un mejor análisis del endeudamiento de las empresas, éste puede ser descompuesto en endeudamiento a corto plazo y endeudamiento a largo plazo. Ambos miden, respectivamente, la relación entre el exigible a corto o largo plazo y el patrimonio neto (Ruiz, 2012; p. 38):

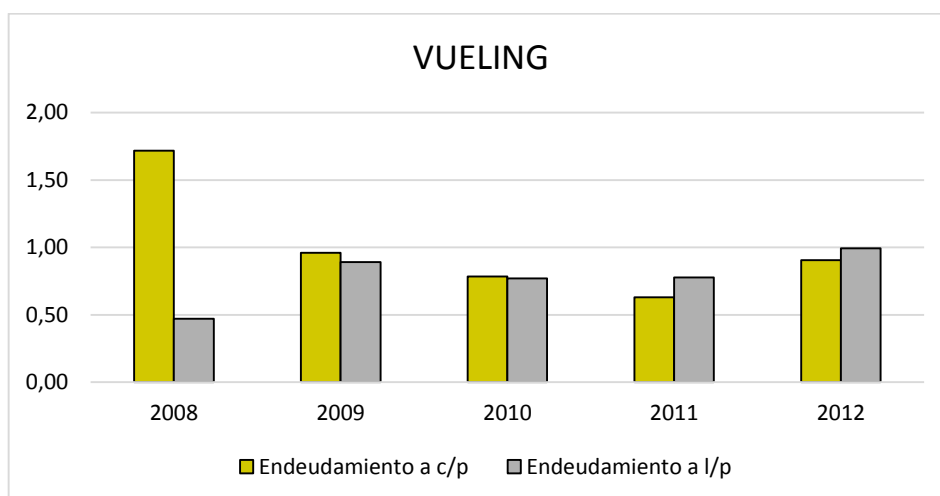
$$\frac{\text{Pasivo Exigible a Corto Plazo}}{\text{Patrimonio Neto}} \qquad \frac{\text{Pasivo Exigible a Largo Plazo}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

A continuación se muestra una gráfica para cada una de las empresas analizadas en las que se muestra el coeficiente de endeudamiento desglosado en endeudamiento a corto plazo y endeudamiento a largo plazo (gráficas 16 y 17).

Gráfica 16. Endeudamiento a corto y largo plazo. Iberia.



Fuente: Elaboración propia.

Gráfica 17. Endeudamiento a corto y largo plazo. Vueling.

Fuente: Elaboración propia.

Como ya hemos comentado anteriormente, el endeudamiento de ambas compañías en relación con sus fondos propios es muy elevado, debido en gran parte a las elevadas provisiones. En cuanto a su distribución, podemos destacar el año 2008 de la aerolínea Vueling, pues en los demás años, tanto Iberia como Vueling tienen un endeudamiento a corto plazo similar al endeudamiento a largo plazo.

Por tanto, lo fundamental de este desglose es analizar el endeudamiento del año 2008 en la compañía de bajo coste Vueling. Como vemos en la gráfica 17, el endeudamiento a corto plazo representa más del 150% de los fondos propios, mientras que el endeudamiento a largo plazo apenas alcanza el 50% del patrimonio neto. De nuevo, la explicación a tal cambio en la estructura de endeudamiento la encontramos en proceso de fusión producido en 2009. Antes de la fusión, en el año 2008, Vueling apenas tenía pasivo exigible a largo plazo (aproximadamente el 96% del exigible a largo plazo eran provisiones) y casi todo su exigible era a corto plazo, materializado principalmente en acreedores comerciales. A partir de 2009, Vueling se convierte en una sociedad de mayor tamaño tras fusionarse con Clickair y agregar sus activos y pasivos, lo que ocasionó cambios en la estructura de endeudamiento de la compañía: mayores fondos propios que redujeron el nivel de dependencia de fondos ajenos, y una distribución más uniforme entre pasivo exigible a corto y largo plazo.

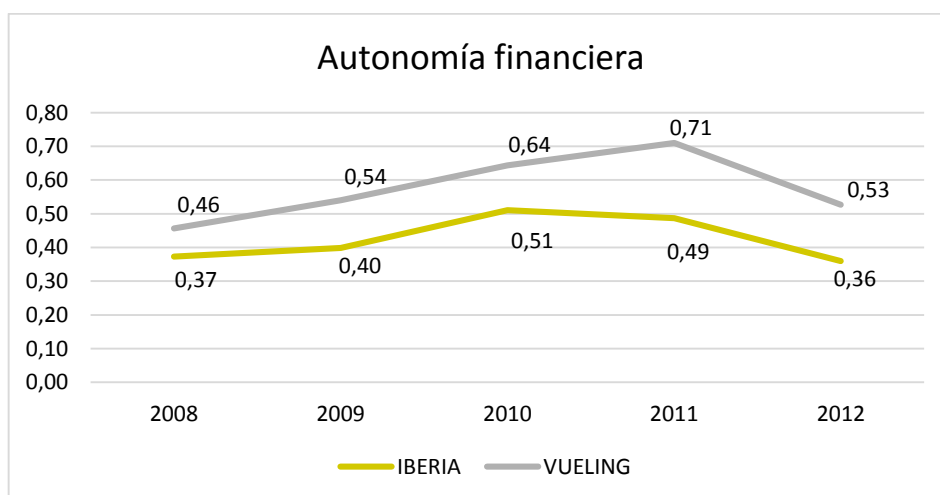
3.6.3 Autonomía financiera.

Esta ratio, resultado del cociente entre el patrimonio neto y el pasivo exigible (inversa de la ratio de endeudamiento total), mide la capacidad de inversión de la empresa con independencia de la disponibilidad o no de fondos de entidades bancarias u otras fuentes de financiación ajenas (Ruíz, 2012; p. 38):

$$\frac{\text{Patrimonio Neto}}{\text{Pasivo Exigible}}$$

Para esta ratio no existe un valor óptimo, aunque al igual que con la ratio de endeudamiento, se considera un valor adecuado si ronda la unidad, aproximadamente en el intervalo 0,7-1,5 (Mariño, 2009; p. 113). En la gráfica 18 se observa la autonomía financiera de Iberia y Vueling, la cual sigue una tendencia inversa al endeudamiento total.

Gráfica 18. Autonomía financiera. Iberia y Vueling.



Fuente: Elaboración propia.

Como vemos en la gráfica, ambas aerolíneas siguen la misma tendencia en cuanto a la autonomía financiera, presentando mejores resultados la “low cost” Vueling. Tanto Iberia como Vueling no logran alcanzar la unidad en el periodo analizado, lo cual nos indica, como ya hemos mencionado en el caso del endeudamiento, que ambas compañías tienen un elevado pasivo exigible en relación a su patrimonio neto. De nuevo, debemos destacar que en el pasivo exigible hemos incluido las provisiones, partida

fundamental del balance de las compañías del sector aéreo. En caso de no incluirlas, la autonomía financiera sería más elevada para ambas empresas.

Una vez finalizada la ratio de autonomía financiera podemos dar por concluido el análisis financiero, el cual nos ha dejado importantes conclusiones. Vemos que ambas empresas tienen una buena liquidez y solvencia debido a los elevados niveles de tesorería y activos líquidos necesarios para afrontar continuas inversiones en activos fijos, por lo que mantienen una situación estable sin riesgo de quiebra ni de suspensión de pagos. Por otro lado debemos destacar que tanto la compañía tradicional como la de bajo coste, mantienen fuertes pasivos exigibles en sus balances, lo que las hace tener fuertes coeficientes de endeudamiento. Dicho endeudamiento no proviene sólo de deudas con entidades de crédito o acreedores comerciales, si no que tienen un gran peso las provisiones para inversiones futuras. Analizando la evolución de cada empresa, vemos que Iberia, pese a los malos resultados y al entorno inestable, ha mantenido su estructura a lo largo del periodo sin fuertes cambios. En cambio, Vueling ha sufrido un cambio en sus cuentas muy importante en el año 2009 como consecuencia de la fusión con Clickair, dando como resultado una estructura más similar a la de Iberia.

4. Análisis económico.

Antes de comenzar con nuestro análisis económico, en las tablas 4 y 5 se muestran las principales magnitudes empleadas para cada una de las aerolíneas. Como podemos apreciar, la diferencia de tamaño entre ambas empresas es muy grande, por lo que nuestro análisis debemos basarlo en resultados porcentuales o relativos y no monetarios.

Tabla 4. Principales resultados. Iberia.

	IBERIA				
	2008	2009	2010	2011	2012
Activo total promedio	5.705.000	5.263.789	5.383.670	5.651.053	5.209.989
Fondos propios medios	1.922.500	1.676.647	1.510.148	1.505.673	1.163.756
Cifra de ventas	5.188.000	4.173.920	4.466.909	4.521.187	4.399.175
Gastos financieros	52.000	40.000	33.000	46.000	44.000
Beneficio antes de intereses a impuestos	78.000	-398.706	100.707	-49.363	-545.470
Beneficio antes de impuestos	26.000	-438.706	67.707	-95.363	-589.470

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 5. Principales resultados. Vueling.

	VUELING				
	2008	2009	2010	2011	2012
Activo total promedio	141.389	278.142	443.259	517.642	598.074
Fondos propios medios	37.649	90.136	161.122	186.369	203.449
Cifra de ventas	437.280	655.840	901.304	1.022.269	1.301.097
Gastos financieros	0	211	2.566	3.239	5.924
Beneficio antes de intereses a impuestos	-38.598	36.470	59.775	15.890	39.653
Beneficio antes de impuestos	-38.598	36.259	57.209	12.651	33.729

Fuente: Elaboración propia.

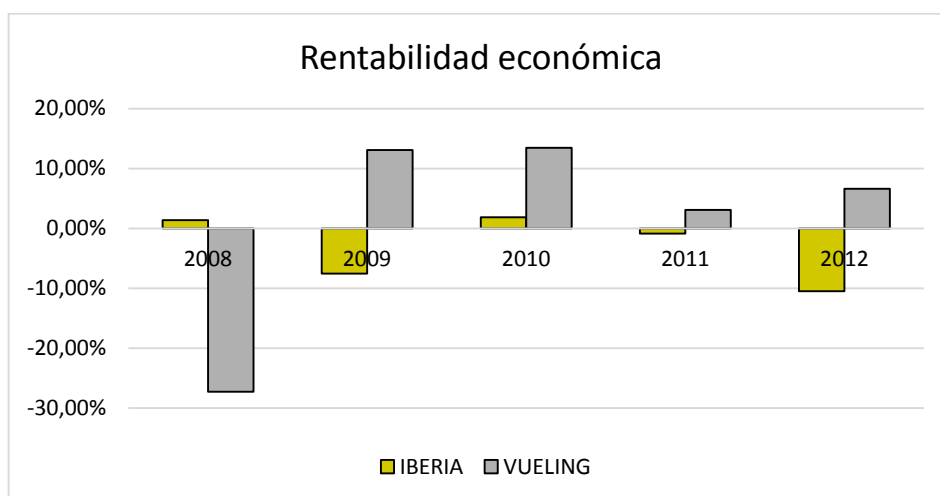
4.1 Análisis de la rentabilidad económica.

Aunque la intención de este análisis económico era comenzar por el estudio del punto muerto para saber a partir de qué cifra de ventas la empresa comienza a obtener beneficios, la falta de datos nos impiden calcularlo. Por tanto, empezaremos analizando la rentabilidad económica.

Junto con la solvencia empresarial, la rentabilidad económica o ROA (Return of assets) es uno de los indicadores más importantes de nuestro análisis, pues es clave para medir la capacidad que tiene una empresa de generar beneficios a partir de sus recursos. Dicha importancia también se ve reflejada en la literatura, pues son multitud de autores lo que han tratado este tema. Para Mariño (2009), la rentabilidad económica evalúa los rendimientos de las inversiones de la empresa, independientemente de cómo se hayan financiado. O dicho de otra forma, la rentabilidad económica muestra el retorno de cada euro de activo empleado en la compañía (Sutton, 2004; p.51). Para su cálculo se emplea el cociente entre el beneficio antes de intereses e impuestos y el activo total neto promedio aunque, como veremos posteriormente, también se puede calcular como el producto entre el margen de explotación y la rotación del activo (Ruíz, 2012; p. 50-51).

$$\frac{\text{Beneficio Antes de Intereses e Impuestos}}{\text{Activo Total Neto Promedio}}$$

Pese a que en muchos manuales se considera simplemente el activo en la fecha de cierre del ejercicio, nosotros emplearemos el promedio, pues éste refleja mejor el objetivo de esta ratio. Emplear el activo en una fecha determinada para calcular la rentabilidad no sería correcto, pues estaríamos comparando el resultado logrado a lo largo de un año con el activo de una fecha determinada, en la cual éste puede ser muy diferente al empleado a lo largo del año (por ejemplo, si la empresa realizó una fuerte inversión en aeronaves a finales de año, éstas apenas habrán contribuido al beneficio logrado). Por ello, emplearemos el activo promedio, pues nos permite calcular la rentabilidad a partir de una media simple de los activos empleados a lo largo del ejercicio. En la gráfica 20 se muestra la rentabilidad económica de las compañías analizadas.

Gráfica 19. Rentabilidad económica. Iberia y Vueling.

Fuente: Elaboración propia.

De nuevo, el año 2008 de la aerolínea Vueling vuelve a marcar la diferencia, con una rentabilidad económica muy negativa debido a las pérdidas ocasionadas en ese ejercicio. Sin embargo, a partir de fusionarse con Clickair a mediados de 2009, Vueling aumentó sus ventas (más de lo que se incrementaron sus costes), logrando resultados más positivos, y llegando a alcanzar en 2010 una rentabilidad económica de casi el 13,5%, muy por encima de la rentabilidad económica media del sector (2,10%). Por tanto, se puede afirmar que la estrategia de bajo coste es rentable económicamente para la compañía Vueling ya que, una vez se estabilizó en el mercado y ganó más peso en el mismo, logró obtener y mantenerse en resultados positivos. No hay que olvidar que la rentabilidad económica no contempla los costes financieros, por lo que, para obtener beneficios reales, el coste de la financiación ha de ser menor que la rentabilidad obtenida.

En cuanto a la rentabilidad de la compañía Iberia, vemos que el resultado es peor que en el caso de Vueling. Solo en los años 2008 y 2010 logra rentabilidades económicas positivas. Lo más destacado de la compañía tradicional quizás sea el año 2012, pues se observa una rentabilidad muy negativa derivada de los malos resultados (más de 500 millones de euros de pérdidas). Por tanto, aunque también influyen otros factores, la estrategia tradicional no fue tan rentable como la de bajo coste en el entorno de inestabilidad económica sufrido en el periodo analizado (en cuatro de los cinco ejercicios estudiados la rentabilidad de Vueling es mayor que la de Iberia). Esto se debió tal vez a los mayores costes o falta de demanda de las aerolíneas tradicionales; o tal

vez a la buena gestión, ahorro de costes y mejora de imagen de las compañías de bajo coste.

García y Pérez (2004) proponen una serie de medidas que deberían tomar aquellas empresas que necesiten mejorar la rentabilidad:

- Aumentar el margen reduciendo sus costes.
- Mayor diferenciación del producto que permita aumentar el precio y, por consiguiente, el margen.
- Medidas de marketing con el fin de aumentar las ventas y, por tanto, la rotación.
- Acuerdos de subcontratación y acciones de cooperación que permitan reducir costes y aumentar ingresos.

A continuación haremos un breve estudio más exhaustivo de la rentabilidad económica a partir de su descomposición en margen y rotación.

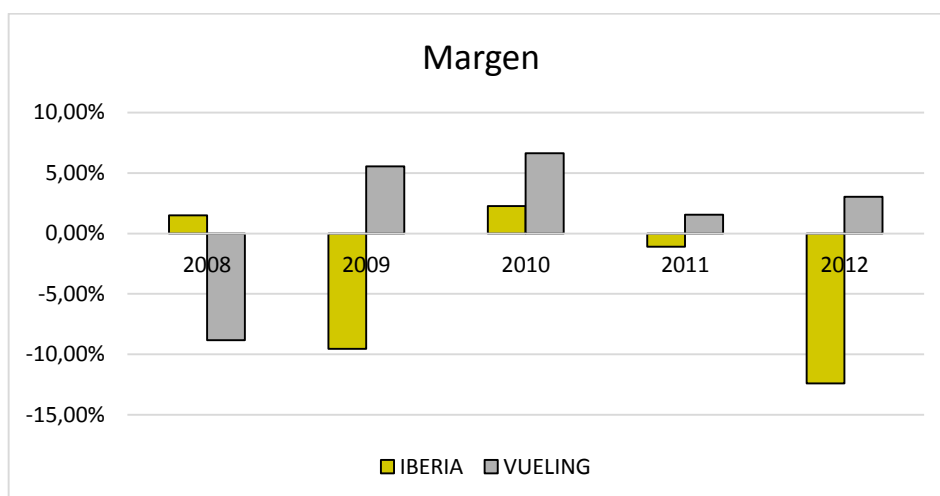
Margen.

El margen o ratio de rentabilidad sobre ventas es la parte de la rentabilidad económica que identifica al beneficio de explotación como un porcentaje sobre las ventas, o con otras palabras, mide el beneficio obtenido por cada euro de ventas (De Jaime, 2008; p. 83). Para su cálculo emplearemos el cociente entre el beneficio antes de intereses e impuestos y las ventas (Ruíz, 2012; p. 51), tal como muestra la siguiente fórmula:

$$\frac{\text{Beneficio Antes de Intereses e Impuestos}}{\text{Ventas}}$$

A continuación, en la gráfica 21, se muestra el margen sobre ventas de Iberia y Vueling, cuyo signo coincide con el de la rentabilidad económica (pues la rotación siempre va a ser positiva).

Gráfica 20. Margen sobre ventas. Iberia y Vueling.



Fuente: Elaboración propia.

Como vemos, salvo en el año 2008, en el resto de los años analizados el margen de Vueling es mayor que el de Iberia. Este resultado puede deberse en gran parte a la estrategia adoptada por cada compañía, pues las principales vías de influir sobre el margen son variando los precios o reduciendo los costes. Mientras que la compañía Vueling ha logrado incrementar sus ventas, y mantener los costes y unos precios competitivos, la empresa Iberia no solo ha incrementado la mayoría de sus costes sino que también ha sufrido diversas caídas en su volumen de ventas a lo largo del periodo analizado (debido principalmente a la pérdida de clientes que se cambiaron a los servicios de las compañías de bajo coste y al descenso de la demanda como consecuencia de la actual situación económica).

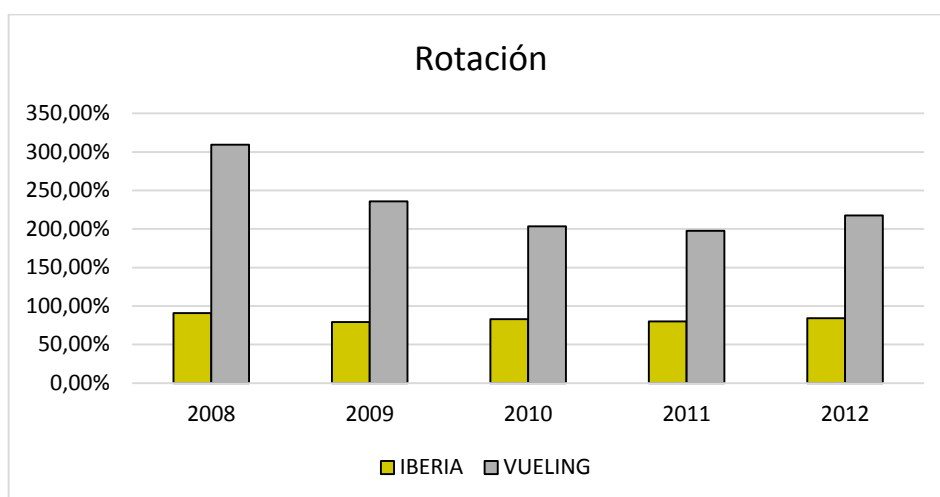
Rotación.

La rotación del activo es el otro componente de la rentabilidad económica. Mide el ingreso por ventas de cada unidad monetaria invertida, mostrando así la eficacia con que la empresa ha empleado sus activos (García, Velar y Cañadas, 2009; p. 228), o dicho de otra forma, la rotación indica el número de veces que la compañía es capaz de recuperar sus inversiones con las ventas del ejercicio (Rojo, 2011; p. 158). Se halla a través del cociente entre las ventas y el activo total neto promedio (Ruíz, 2012; p. 51):

$$\frac{\text{Ventas}}{\text{Activo Total Neto Promedio}}$$

En la gráfica 22 observamos la rotación de las compañías analizadas, la cual, junto con el margen anteriormente analizado, conforman la rentabilidad económica.

Gráfica 21. Rotación del activo. Iberia y Vueling.



Fuente: Elaboración propia.

En esta gráfica se ve claramente que la rotación de la compañía de bajo coste Vueling es mucho mayor que la de la tradicional Iberia. Por un lado, Vueling mantiene a lo largo de los años una rotación superior al 200%, lo que significa que por cada euro invertido en su activo, como mínimo, obtuvo dos euros de ventas. En cambio, por otro lado, la rotación de Iberia se sitúa estable a lo largo del periodo, oscilando entre el 70 y el 100%, por lo que por cada euro invertido en su activo obtuvo, de media, aproximadamente 0,8 euros de ventas.

Para aumentar la rotación es necesario que la empresa incremente sus ventas con el mismo nivel de activos (o con un incremento menor que el de las ventas), o bien que consiga vender lo mismo con una cantidad menor de activos. El caso de Vueling es curioso, pues, pese a que desde finales de 2008 hasta finales de 2012 ha incrementado su cifra de negocios en aproximadamente un 150%, su rotación ha disminuido año a año (salvo un ligero repunte en 2012). Esto fue debido a que sus activos crecieron en mayor proporción debido principalmente al proceso de fusión con Clickair, llegando a crecer más de un 300% en el periodo analizado. La rotación de Iberia fue mucho más constante a lo largo del periodo ya que, de media, disminuyó ligeramente las ventas y aumentó en menor proporción los activos.

4.2 Apalancamiento operativo.

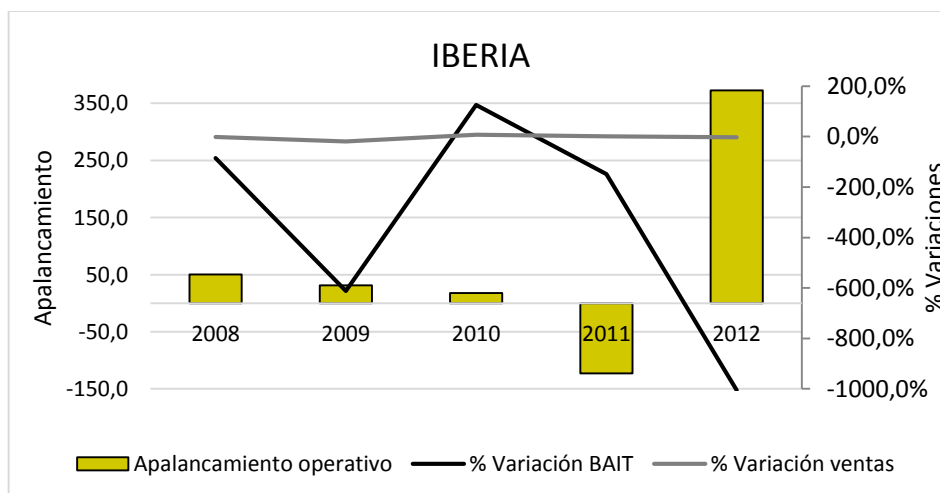
Siempre que existen gastos fijos en la empresa se produce el efecto del apalancamiento operativo (González, 2011). Su objetivo es, por tanto, analizar la sensibilidad de los beneficios en función de la estructura de costes, o lo que es lo mismo, nos indica como varía el beneficio en función de la relación entre costes fijos y variables (Ruíz, 2012; p. 47). Aunque hay varios métodos para su cálculo, nosotros emplearemos la siguiente fórmula, pues es la única para la cual disponemos de los datos necesarios:

$$\frac{\% \text{ Variación Beneficio Antes de Intereses e Impuestos}}{\% \text{ Variación de las ventas}}$$

Aunque a partir de los componentes de esta fórmula no se puede apreciar, el apalancamiento operativo será tanto mayor que la unidad cuanto mayor sean los costes fijos. Es decir, ante una variación porcentual en las ventas, la variación porcentual del beneficio será mayor cuanto mayor sea la proporción de costes fijos (Ruiz, 2012; p.49).

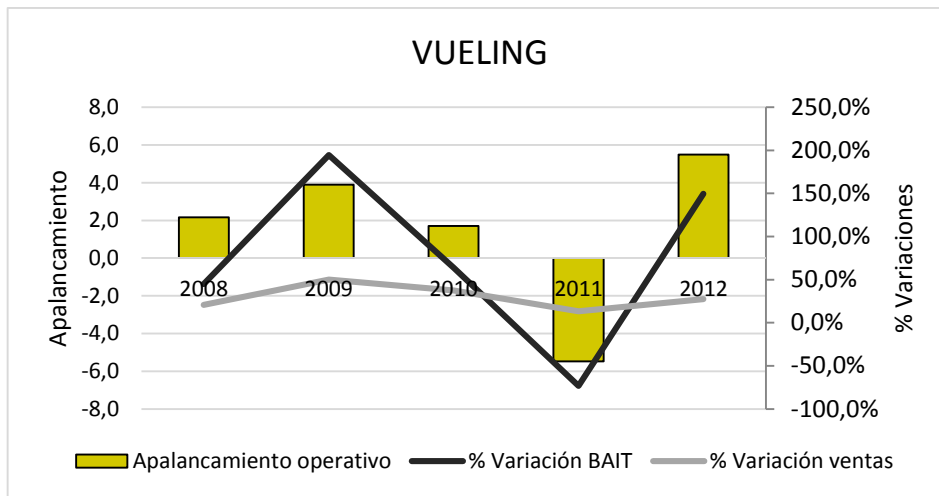
En las gráficas 18 y 19 vemos el apalancamiento operativo y la variación del beneficio antes de intereses e impuestos (en %) y de las ventas (en %) para cada una de las empresas analizadas. Es importante puntualizar que la posición de las líneas (variación del BAIT y variación de las ventas) en relación a las barras (apalancamiento operativo) no guardan relación alguna, pues se emplearon diferentes leyendas que fueron adaptadas en una misma gráfica.

Gráfica 22. Apalancamiento operativo. Iberia.



Fuente: Elaboración propia.

Gráfica 23. Apalancamiento operativo. Vueling.



Fuente: Elaboración propia.

Como podemos comprobar con las gráficas, ambas aerolíneas coinciden en el signo del apalancamiento operativo en el periodo analizado, siendo éste positivo en todos los años de nuestro análisis menos en 2011. Aunque no es habitual, sí es posible el apalancamiento operativo negativo, pues como vemos en las gráficas, en 2011 la variación de las ventas fue positiva tanto en Iberia como en Vueling, pero los beneficios sufrieron una variación negativa. Es decir, un aumento en las ventas ocasionaría una variación porcentual mayor de pérdidas, y no de beneficios.

Tanto Iberia como Vueling mantienen, en general, un elevado apalancamiento operativo (característico de empresas con elevados costes fijos), lo que significa que la sensibilidad del resultado ante las variaciones de las ventas es más fuerte, tanto en variaciones al alza como a la baja (Garrido e Íñiguez, 2012; p. 404). Dicho apalancamiento se debe a una estructura de costes fijos-variables de las empresas del sector caracterizada por elevados costes fijos (fuertes amortizaciones, tributos, personal...) en relación a los variables (aprovisionamientos).

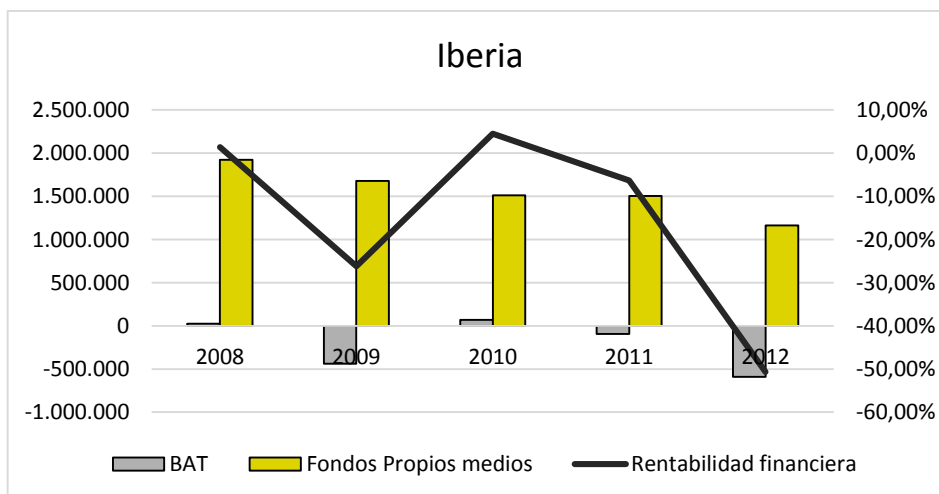
4.3 Análisis de la rentabilidad financiera.

La rentabilidad financiera puede ser definida como la capacidad de una empresa para generar rentas financieras que remuneren a los propietarios o inversores (Rojo, 2011; p. 142). Su cálculo puede realizarse teniendo o no en cuenta el efecto impositivo. En nuestro análisis emplearemos el cociente entre el beneficio antes de impuestos y los fondos propios (Ruíz, 2012; p. 62):

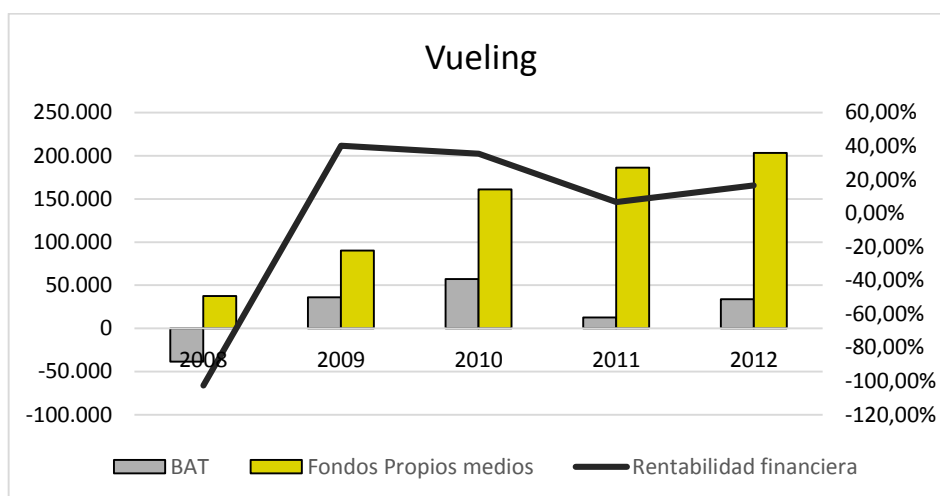
$$\frac{\text{Beneficio Antes de Impuestos}}{\text{Fondos Propios Medios}}$$

Un valor alto de rentabilidad financiera significa éxito en los negocios y, para algunos autores, directivos corporativos y analistas financieros, es sinónimo de empresas florecientes y crecientes capaces de generar mayores niveles de inversión y de empleo (De Jaime, 2008; p. 89). A continuación, en las gráficas 23 y 24 se muestran las rentabilidades financieras de Iberia y Vueling, así como sus componentes. Es importante mencionar que la posición de la línea (rentabilidad financiera) no guarda relación con las barras (BAT y fondos propios), pues son leyendas con el origen en distinta posición y las unidades de medida son también diferentes.

Gráfica 24. Rentabilidad financiera. Iberia.



Fuente: Elaboración propia.

Gráfica 25. Rentabilidad financiera. Vueling.

Fuente: Elaboración propia.

Como se puede apreciar, la rentabilidad financiera de Vueling es mucho más estable, manteniéndose en valores positivos desde el año 2009. En cambio, la de Iberia sufre más variaciones debido a las pérdidas producidas en varios de los años analizados (2009, 2011 y 2012), alcanzando en el año 2012 unas pérdidas mayores al 50% de los fondos propios. Vemos que los fondos propios de Iberia se mantienen relativamente estables, siendo las principales variaciones motivo de las fuertes pérdidas (no se produjeron ampliaciones ni reducciones de capital).

De nuevo, volvemos a destacar el año 2008 de Vueling. Este año, la compañía, que aún no se había fusionado con Clickair, obtuvo un resultado negativo el cual, sumado a unos fondos propios no demasiado elevados, le hicieron obtener una rentabilidad financiera negativa superior al 100%. A partir de ese año, tras la fusión, el aumento de los fondos propios, y los resultados positivos, la rentabilidad financiera comenzó a ser positiva y con valores realmente favorables para cualquier inversor o propietario (en torno al 25% de media).

Aunque hemos calculado la rentabilidad financiera como hemos mencionado anteriormente, ésta puede descomponerse en varios ratios ya analizados anteriormente, y que nos permiten saber cuáles pueden ser las medidas a tomar por las compañías que necesiten incrementarla (en nuestro caso especialmente Iberia). Según Mariño (2009), la rentabilidad financiera se puede descomponer en el producto de la rotación económica, el apalancamiento financiero y la ratio de endeudamiento, tal como se muestra en la fórmula:

$$\frac{\text{BAIT}}{\text{Activo Total}} \times \frac{\text{Beneficio Neto}}{\text{BAIT}} \times \frac{\text{Pasivo Total}}{\text{Fondos propios}}$$

Por tanto, las empresas pueden aumentar su rentabilidad financiera aumentando (ceteris páribus) su rentabilidad económica, su apalancamiento financiero o su ratio de endeudamiento, siempre que los demás elementos sean positivos.

4.4 Apalancamiento financiero.

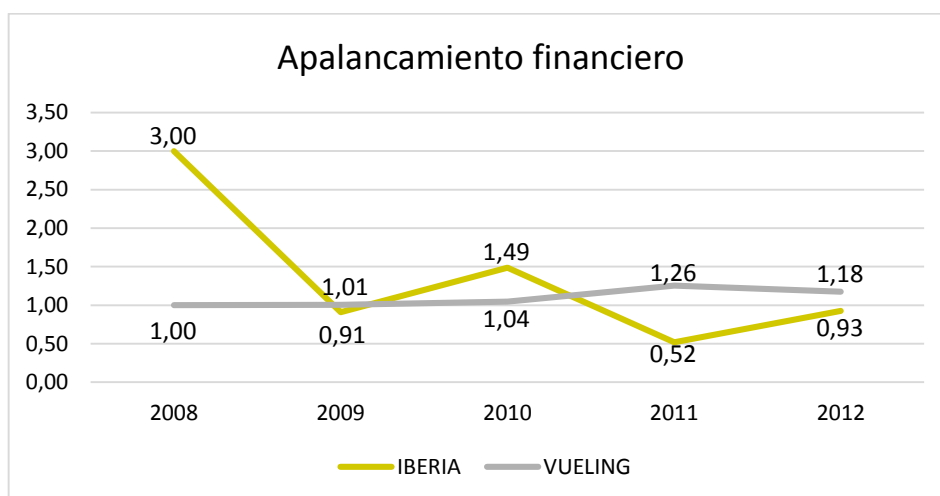
El apalancamiento financiero se produce siempre que una empresa utiliza recursos ajenos con coste financiero (García, 2004; p. 28). Aunque son diversas las formas de calcular el apalancamiento financiero, nosotros nos seguiremos basando en la obra de Ruiz (2012), el cual define el apalancamiento financiero como el cociente entre el beneficio antes de intereses e impuestos y la diferencia entre el beneficio antes de intereses e impuestos y los gastos financieros, tal como muestra la siguiente fórmula:

$$\frac{\text{Beneficio antes de intereses e impuestos}}{\text{Beneficio antes de intereses e impuestos} - \text{Gastos financieros}}$$

En cuanto a la interpretación del resultado, debemos analizar si el apalancamiento operativo es mayor, igual, o menor que la unidad. En el primero de los casos ($AF > 1$), un aumento de la deuda aumenta la rentabilidad. Si su valor es igual a la unidad, el efecto de la deuda no afecta a la rentabilidad. Y en el último de los casos ($AF < 1$), la deuda no es conveniente. (García, Velar y Cañadas, 2009; p. 231).

En la gráfica 25 se muestra el grado de apalancamiento financiero de las empresas estudiadas.

Gráfica 26. Apalancamiento financiero. Iberia y Vueling.



Fuente: Elaboración propia.

Como se puede contemplar en la gráfica, la aerolínea Vueling muestra en general unos valores de apalancamiento financiero muy cercanos a la unidad, debido a la escasa importancia de la deuda con coste financiero en sus cuentas (en el año 2008 sus costes financieros fueron nulos). A partir de 2009, tras la fusión con Clickair, los costes financieros aumentaron, aunque siguieron siendo prácticamente irrelevantes en su estructura financiera debido a su poco peso en relación a los beneficios antes de intereses e impuestos.

En cambio, la situación de la compañía tradicional Iberia en cuanto al apalancamiento financiero es bien diferente, principalmente por dos razones. En primer lugar porque el peso de los costes financieros es mucho mayor y, en segundo lugar por las fuertes variaciones en el resultado sufridas en los cinco años analizados. En 2008 y 2010, el apalancamiento financiero de Iberia es mayor que la unidad, por lo que el aumento de la deuda provocó rentabilidades positivas. En cambio, en los años 2009, 2011 y 2012, el apalancamiento financiero fue inferior a uno debido al resultado negativo antes de intereses e impuestos.

Conclusiones

En este trabajo se ha llevado a cabo, tras una breve introducción al sector aéreo y a la estrategia de las compañías de bajo coste, un análisis económico financiero de las dos empresas que mejor representan a cada una de las estrategias del sector aéreo, por un lado la tradicional Iberia, y por otro, la “low cost” o de bajo coste Vueling. Para llevarlo a cabo hemos empleado los balances de situación y las cuentas de pérdidas y ganancias de las compañías analizadas y hemos eliminado de dichos estados la influencia que existía entre ambas (Iberia posee el 45,85% de Vueling en cuatro de los cinco años analizados). Una vez obtenidos los valores de las ratios e indicadores, se ha procedido a explicar el motivo de la evolución y tamaño de cada magnitud mediante la comparación entre las empresas analizadas.

Uno de los aspectos más importantes y que más han influido en el análisis realizado ha sido la fusión de la aerolínea Vueling con Clickair en el año 2009, pues ha supuesto un cambio importante tanto en su estructura patrimonial como en sus resultados y rentabilidades.

Como hemos podido comprobar, tras la fusión comentada, ambas empresas mantienen estructuras patrimoniales similares en cuanto a activos y pasivos. En cuanto a la liquidez y solvencia, las dos empresas siguen las tendencias del sector, es decir, elevados niveles de tesorería e inversiones a corto plazo que permitan a las aerolíneas disponer de forma rápida de recursos líquidos para hacer frente a las fuertes inversiones que requiere el sector y a las caídas de facturación debidas al carácter estacionario de la actividad aérea.

En el análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias es donde más diferencias se aprecian entre la compañía de bajo coste y la tradicional. En el año 2008, la compañía Iberia muestra unos resultados mejores que los de Vueling (mejor resultado neto y mejores rentabilidades tanto económica como financiera). Sin embargo, a partir de la fusión con Clickair en el año 2009, se produce un cambio en la situación de ambas compañías. Es decir, mientras que Iberia entra en una dinámica de elevadas pérdidas,

Vueling pasa de los datos negativos a unos resultados positivos y con elevadas rentabilidades, gracias a elevados márgenes ocasionados por su ahorro en costes y el aumento de la cifra de ventas.

Por tanto, con este análisis hemos comprobado como la estrategia de bajo coste ha ganado importancia en los últimos años, reafirmando, por tanto, que compañías como Vueling han sabido aprovechar esta oportunidad y, unida a su fortaleza de costes, han sido capaces de imponerse a compañías tradicionales como Iberia. Queda, por tanto, planteada la duda de si las compañías de bajo coste seguirán creciendo, se mantendrán o si cederán parte del terreno ganado a las aerolíneas tradicionales una vez abandonemos la crisis y mejoren las condiciones económicas.

Bibliografía

- De Jaime Eslava, J. (2008). *Las claves del análisis económico-financiero de la empresa*. Madrid, España: ESIC.
- España. Ministerio de Fomento (2007). *El fenómeno de las líneas aéreas de bajo coste*. Madrid: Ministerio de Fomento, Centro de Publicaciones.
- España. Ministerio de Fomento (2013). Recuperado el 22 de Mayo de 2014 en < http://www.fomento.gob.es/MFOM/LANG_CASTELLANO/DIRECCIONES_GENERALES/AVIACION_CIVIL/ESTUDIOS_Y_PUBLICACIONES/ESTADISTICAS_DEL_SECTOR/TRANSPORTE_AEREO_EN_CIFRAS/transporte_cifras_rankingcias.htm >
- García Cornejo, B. y Pérez Méndez, J. A. (2004). Análisis económico y creación de valor. *Harvard Deusto. Finanzas & Contabilidad*, 61, 10-21.
- García Fernández, V. (2004). El balance y el análisis financiero. *Harvard Deusto. Finanzas & Contabilidad*, 61, 22-29.
- García Lorenzo, R., Velar Martín, L. A., y Cañadas Sánchez, A. F. (2009). *Análisis de los estados contables en el nuevo PGC 2008*. Madrid, España: ESIC.
- Garrido Miralles, P. e Íñiguez Sánchez, R. (2012). *Análisis de estados contables: elaboración e interpretación de la información financiera*. (2ª ed.). Madrid: Pirámide.
- González Pascual, J (2011). *Análisis de la empresa a través de su información económico-financiera: fundamentos teóricos y prácticos*. (4ª ed.). Madrid: Pirámide.
- Gurriarán, J. (2002). El análisis de la liquidez: fondo de maniobra y necesidades de fondos. *Harvard Deusto. Finanzas & Contabilidad*, 49, 30-39.
- Instituto Nacional de Estadística (INE). (2013). Recuperado el 22 de Mayo de 2014 en < <http://www.ine.es/jaxi/tabla.do> >
- International Air Transport Association (IATA). (2013). Profitability and the air transport value chain. *IATA Economics Briefing*, 10. Recuperado el 29 de Abril de 2014 en < <http://www.iata.org/whatwedo/Documents/economics/profitability-and-the-air-transport-value%20chain.pdf> >

- International Airlines Group (IAG). (2013). Recuperado el 19 de Febrero de 2014 en < <http://www.es.iairgroup.com/phoenix.zhtml?c=240950&p=irol-reportsannual> >
- Mariño Garrido, T. (2009). *Claves para el análisis económico-financiero*. Santiago de Compostela: Escuela de Negocios Caixanova – Andavira.
- Plan General de Contabilidad y PYMES*. Edición 2008. Madrid, España: McGraw-Hill.
- Rey Pombo, J. (2013). *Contabilidad y fiscalidad*. Madrid, España: Paraninfo.
- Rodríguez Herráez, B., Vargas Pérez, A. M. y Montes Gutiérrez, M. P. (2008). Las compañías de bajo coste y sus usuarios: el caso de España. En J. Pindado García y G. Payne (Coord.), *Estableciendo puentes en una economía global: XXII Congreso Annual AEDEM, Salamanca*. Recuperado el 16 de Junio de 2014 en < <http://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=2739152> >
- Rojó Ramírez, A. A. (2011). *Análisis económico-financiero de la empresa: un análisis desde los datos contables*. Madrid: Garceta.
- Romero Muñoz, J. J. (2006). Consideraciones y perspectivas de la estrategia de bajo coste: aplicación al sector hotelero. *Información Comercial Española: boletín económico ICE*. Num. 2871.
- Ruiz Lamas, F. (2012). *Introducción al análisis de estados contables*. Documento inédito.
- SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos) [Base de datos]. (1996 – 2014). Madrid: Informa D&B, en colaboración con Bureau Van Dijk.
- Sutton, T. (2004). *Corporate Financial Accounting and Reporting*. (2ª ed.). Inglaterra: Pearson.
- Valls, J.F. et al. (2008). *Fenómeno Low Cost: el impacto en el factor precio*. Barcelona, España: Deusto.
- Vázquez Barquero, A. (2011). Iberia: una nueva empresa. *Economistas*. Año nº 29, 126, 258-262.